



DIPARTIMENTO DI STRATEGIC MANAGEMENT

Cattedra di Analisi Finanziaria

"Sostenibilità e disclosure finanziaria nelle politiche di investimento delle banche: una verifica empirica"

RELATORE

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

CANDIDATO

Sofia Aguzzi

Matricola: 767521

Anno Accademico: 2023/2024

Indice

1. INTRODUZIONE	1
1.1 Panoramica dello Studio	1
1.2 Obiettivi e Rilevanza della Ricerca	2
2 GLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI: DEFINIZIONE ED EVOLUZIONE	4
2.1 Introduzione alla Sostenibilità	4
2.2 Una Panoramica dell'investimento sostenibile	7
2.3 Gli <i>standard</i> e l'importanza della rendicontazione della sostenibilità	10
2.3.1 La GRI	10
2.3.2 Il ruolo degli IFRS	12
2.3.3 <i>Cenni ad Altri Standard di Reporting</i>	16
3. INVESTIMENTI SOSTENIBILI E REPPONSABILI: EVOLUZIONE NORMATIVA	19
3.1 Storia, evoluzione e importanza degli SRI: impatti sulla <i>governance</i> aziendale	19
3.1.1 Principali caratteristiche e tipologie di SRI	19
3.1.2 Il mercato degli SRI: dimensioni e tendenze	23
3.1.3 Il Rischio del <i>Greenwashing</i>	24
3.2 NFRD e SFDR: Normativa ESG e Implicazioni per gli Operatori	26
3.2.1 Sviluppo della NFRD	26
3.2.2 Panoramica del SFDR normative/tassonomia UE 2019/2088	29
4. Relazione tra Normativa e Rendimento Finanziario	39
4.1 Profilo del doppio rischio del credito di banche sul rendimento degli intermediari finanziari	39
4.2 I <i>driver</i> dei Rischi Climatici	41
4.3 I canali di Trasmissione	44
4.3.1 Rischio di Credito	50
4.3.2 Rischi di Mercato	52
4.4 L'Inclusione dei Rischi nelle scelte di Investimento	53
5. Analisi Empirica	57
5.1 Casi studio	57
5.2 Considerazioni pratiche sull'Analisi	70
5.2.1 Comparazione dei Risultati	70
5.2.2 Le tendenze future e l'evoluzione del mercato	71
6. Conclusioni	73
Bibliografia	75

1. INTRODUZIONE

1.1 Panoramica dello Studio

L'evoluzione storica del concetto di sostenibilità affonda le proprie radici nell'analisi del rapporto tra l'attività umana, lo sviluppo economico e l'utilizzo delle risorse del pianeta. Già alla fine del Settecento, nel pieno della prima rivoluzione industriale, figure come Thomas Malthus hanno iniziato ad interrogarsi sull'impatto che lo sviluppo della società civile avrebbe avuto sull'ambiente e sulle risorse globali. Nel suo "*Saggio sui principi della popolazione*" del 1798¹, Malthus presentava una visione in cui la crescita della popolazione seguiva una progressione geometrica, mentre i mezzi di sostentamento aumentavano in una progressione aritmetica, prefigurando quindi uno scenario di potenziale crisi di questo modello di sviluppo economico per via della mancanza di risorse.

Questo dibattito ha poi guadagnato nuovo slancio nel Ventesimo secolo, in particolare a partire dagli anni Settanta, quando il Club di Roma, una coalizione di scienziati, imprenditori e umanisti, commissionò al MIT di Boston uno studio per valutare l'impatto della crescita demografica sull'ecosistema globale. Il risultato di questo studio fu il libro "*I limiti dello sviluppo*"², che esplorava l'interdipendenza tra fattori critici come l'aumento della popolazione, la produzione alimentare, l'industrializzazione, l'esaurimento delle risorse naturali e l'inquinamento. Grazie alle evidenze riportate ed alcune previsioni già pessimistiche in alcuni casi, questo studio contribuì significativamente allo sviluppo del dibattito sulla sostenibilità.

Nel 1987, la Commissione Mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo (o *World Commission for Environment and Development*, WCED), attraverso il rapporto Brundtland, intitolato "*Our Common Future*"³, ha definito lo sviluppo sostenibile come un modello capace di soddisfare i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri. Tale definizione si basava su due pilastri fondamentali: la conservazione delle risorse e il rispetto intergenerazionale, estendendo pertanto il concetto di sostenibilità a tre aree chiave: economica, sociale ed ambientale.

Oggi, il ruolo della sostenibilità è divenuto cruciale nelle decisioni di politica, economia e finanza a livello globale, con un'enfasi particolare nel contesto dell'Unione Europea. L'adozione di politiche in linea con gli *standard* ESG (*Environmental, Social, Governance*) ha portato ad una ridefinizione delle attività nel settore finanziario, spingendo gli investitori dapprima a considerare i rischi e poi ad

¹ Malthus, T. R. (1868). *Saggio sul principio della popolazione* (Vol. 11). stamperia dell'Unione-tipografico editrice.

² Meadows D., H., Jorgen, B. W. W. (1972). *I limiti dello sviluppo*. Rapporto del System Dynamics Group Massachusetts Institute of Technology (MIT) per il progetto del Club di Roma sui dilemmi dell'umanità.

³ Keeble, B. R. (1988). *The Brundtland report: Our common future*. *Medicine and war*, 4(1), 17-25.

incorporare nel processo di investimento l'impatto sociale e ambientale dei loro investimenti, in aggiunta alle tradizionali valutazioni relative al rendimento finanziario. Questo cambiamento riflette una crescente consapevolezza delle sfide ambientali, sociali e di *governance* e pone le basi per un futuro in cui le decisioni economiche e finanziarie potranno essere sempre più integrate con considerazioni di sostenibilità a lungo termine.

1.2 Obiettivi e Rilevanza della Ricerca

In un simile contesto appare importante comprendere ed approfondire come la gestione degli aspetti ESG e gli impatti sul rischio delle attività degli intermediari finanziari. La ricerca si propone di esplorare in modo approfondito il ruolo degli Investimenti Sostenibili e Responsabili (anche definiti *Socially Responsible Investments* o SRI) e del Regolamento sulla *Disclosure* Finanziaria Sostenibile (SFDR) nei mercati finanziari. L'obiettivo principale è di analizzare come questi strumenti stiano influenzando le pratiche di investimento e la rendicontazione finanziaria, in particolare nel contesto europeo. La rilevanza di questo studio emerge dal crescente interesse degli investitori verso prodotti finanziari che non solo garantiscano un rendimento economico, ma che siano anche in linea con principi di sostenibilità e responsabilità sociale. Attraverso l'analisi teorica e pratica, la ricerca mira a fornire una comprensione approfondita di come SRI e SFDR stiano modellando il settore finanziario, valutando l'impatto di queste pratiche sul rendimento finanziario e sulla conformità agli *standard* internazionali di rendicontazione, come gli IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Inoltre, lo studio intende evidenziare le sfide, le opportunità e le tendenze future nel campo degli investimenti sostenibili, offrendo una visione complessiva dell'evoluzione del mercato e delle implicazioni per investitori, aziende e *policy maker*.

Alla luce di queste premesse, l'elaborato contribuisce alla discussione accademica esistente attraverso tre prospettive. Innanzitutto, si discutono l'evoluzione e i *trend* recenti in fatto di sostenibilità, fornendo una visione aggiornata di come i pilastri ESG rappresentino una vera e propria leva strategica per gli operatori economici e i *policy marker*. Un secondo aspetto afferisce all'analisi organica degli interventi normativi ad oggi tesi alla definizione di *standard* comuni nella definizione degli obiettivi e nella rendicontazione della dei risultati relativi alla sostenibilità. Infine, attraverso un *case study*, si portano in evidenza i *driver*, le modalità, le sfide e le opportunità nell'adozione dei paradigmi dell'investimento sostenibile per gli intermediari finanziari.

Il seguito del lavoro è organizzato come descritto di seguito. Il Capitolo 2 si concentra sulla discussione relativa alla tematica della sostenibilità, l'implementazione di investimenti sostenibili e la descrizione dei principali *standard* di riferimento. Con il Capitolo 3, si propone la trattazione in dettaglio dei SRI, con uno sguardo ai *trend* e alle dimensioni del mercato, per poi volgere l'attenzione

a due importanti punti di riferimento normativo quali la *Non Financial Reporting Directive (NFRD)* e la *Sustainability-Related Disclosure Regulation (SFDR)*. Il Capitolo 4 tratta in maniera approfondita la discussione afferente ai rischi fisici e di transizione, aspetti sempre più materiali nelle attività finanziarie alla luce della crescente sensibilità verso la transizione sostenibile. Attraverso il Capitolo 5, si realizza un'analisi di tipo *case study* mediante cui vengono discusse le strategie, i risultati e gli obiettivi di sostenibilità di tre delle principali istituzioni bancarie italiane (Intesa Sanpaolo, Unicredit e Banco BPM) per comprenderne punti di unione e differenze principali, osservando al contempo i *trend* in atto nel settore. Infine, la sezione conclusiva raccoglie le principali considerazioni emerse dallo studio.

2 GLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI: DEFINIZIONE ED EVOLUZIONE

Il Capitolo 2 fornisce una prospettiva d'insieme sul settore degli investimenti sostenibili, con una particolare attenzione al significato di questa categoria e alle implicazioni per gli investitori. Il capitolo si apre con l'introduzione alle definizioni e alle linee guida in tema di sostenibilità, in cui si identificano poi le tematiche relative ai pilastri ESG e i principali *trend* in atto. Di seguito, la discussione si rivolge all'investimento sostenibile e alle metodologie adoperate con un *focus* sulla classificazione adotta dal SRI. Nel paragrafo finale del capitolo, si affronta la trattazione relativa agli *standard di reporting* della sostenibilità, e nella fattispecie si considerano i casi di GRI e degli IFRS.

2.1 Introduzione alla Sostenibilità

Le linee guida per la realizzazione di uno sviluppo sostenibile fornite dalle Nazioni Unite hanno portato all'accordo raggiunto il 25 settembre 2015, sull'“Agenda Globale per lo sviluppo sostenibile” (di seguito definita semplicemente come l'Agenda 2030), una dichiarazione inequivocabile circa l'insostenibilità dell'attuale modello di sviluppo economico e la necessità di una crescita inclusiva e che tenga conto dell'utilizzo equo delle risorse del pianeta. L'Agenda 2030 individua 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (o *Sustainable Development Goals*, SDG) e 169 *target*, o sotto-obiettivi, da raggiungere entro il 2030. Tali *target*, a differenza dei precedenti Obiettivi di Sviluppo del Millennio (o *Millennium Development Goals*), i quali riguardavano principalmente i paesi in via di sviluppo, affrontano il concetto di sviluppo economico attraverso una nuova prospettiva, più ampia e universale, in quanto si riferisce in egual misura ai paesi sviluppati e ai paesi in via di sviluppo. In particolare, il carattere di sostenibilità dello sviluppo delineato dall'Agenda 2030 si declina in tre dimensioni: ambientale, sociale ed economica. I 17 SDG che affrontano queste tre dimensioni sono presentati dalle Nazioni Unite per promuovere la diffusione del paradigma di sviluppo sostenibile (Figura 1).

A distanza di quasi 10 anni dall'introduzione dell'Agenda 2030, gli SDG sono diventati una sorta di linguaggio comune, a livello internazionale, sulla base di cui governi, da una parte, sono chiamati a rivedere politiche, normative e modelli di *governance*, e le imprese, dall'altro, sono chiamate ad operare. Guardando ai progressi realizzati, occorre innanzitutto considerare l'eterogeneità delle misure adoperate nella valutazione dei risultati e delle metriche rilevanti per ciascun SDG (Rocchi et al., 2022)⁴. In termini generali, facendo riferimento al *report* di aggiornamento pubblicato dalle

⁴ Rocchi, L., Ricciolini, E., Massei, G., Paolotti, L., Boggia, A. (2022). Towards the 2030 Agenda: measuring the progress of the European Union countries through the SDGs achievement index. *Sustainability*, 14(6), 3563.

Nazioni Unite⁵, emerge una realtà a due velocità. Con riferimento, infatti, al primo periodo di analisi 2015-2019, si evince un avanzamento generalizzato in termini di SDG e delle diverse azioni a supporto, un *trend* in linea con gli obiettivi al 2030. Il recente aggiornamento del 2023 mette in luce un sostanziale rallentamento dei progressi realizzati, con un peggioramento del quadro complessivo, sostanzialmente a metà del percorso fissato. Le ragioni di tale fenomeno vanno ricercate negli *shock* che hanno interessato il sistema economico globale negli ultimi anni, rispettivamente la pandemia da Covid-19 e il conflitto in Ucraina (con relative ripercussioni sulle catene di approvvigionamento globali). Questo *trend* richiede un ulteriore impegno da parte degli stati per accelerare lo sforzo congiunto verso il raggiungimento degli SDG.

Figura 1 – I 17 SDG dell'Agenda 2030⁶



Gli obiettivi posti dagli SDG richiedono una declinazione all'interno del contesto economico-finanziario. In tal senso, agiscono i fattori ESG che rivestono un ruolo fondamentale, fungendo da parametri essenziali nella valutazione della sostenibilità delle imprese. Questi tre pilastri rappresentano un'integrazione significativa nel processo decisionale relativo all'allocazione degli investimenti, promuovendo una visione olistica che va oltre la tradizionale analisi finanziaria. Di seguito si descrive brevemente lo scopo di ciascuno (Pollman, 2022)⁷.

Fattore Ambientale (*Environmental*): il fattore ambientale incorpora la responsabilità delle imprese nei confronti dell'ambiente. Questo aspetto è misurato attraverso l'analisi dell'impatto delle attività aziendali sul cambiamento climatico, la biodiversità, l'utilizzo delle risorse naturali e la gestione dei rifiuti. Un esempio pertinente è rappresentato dalla valutazione dell'impatto delle aziende energetiche sull'ambiente, in particolare riguardo all'uso di combustibili fossili e all'investimento in energie

⁵ Nazioni Unite (2023). The Sustainable Development Goals Report 2023: Special Edition.

⁶ Nazioni Unite. SGD Goals.

⁷ Pollman, E. (2022). The making and meaning of ESG. U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper, (22-23).

rinnovabili. Tale valutazione è cruciale per stabilire la resilienza e la stabilità finanziaria a lungo termine di un'azienda in un contesto di transizione energetica e cambiamenti climatici.

Fattore Sociale (*Social*): la dimensione sociale si focalizza sulla gestione delle relazioni e dell'impatto dell'azienda nei confronti dei suoi *stakeholder* sia interni che esterni (come dipendenti, clienti, fornitori, comunità locali e così via). Gli elementi chiave del pilastro *social* includono le pratiche lavorative, il rispetto di diritti umani, diversità e la ricerca dell'inclusione, nonché le politiche di responsabilità sociale. In questo ambito, le aziende sono valutate in base alla loro capacità di creare un ambiente di lavoro positivo, ridurre i rischi di controversie legali o danni reputazionali e contribuire positivamente alla società.

Fattore *Governance* (*Governance*): le valutazioni di *governance* si riferiscono alla struttura e alle politiche di gestione aziendale, evidenziando l'importanza della trasparenza, dell'implementazione di alti *standard* in fatto di etica aziendale e di rispetto dei diritti degli azionisti. L'accento è qui posto sulla qualità della *leadership* aziendale, sulle modalità remunerazione dei dirigenti, sull'efficacia degli *audit* interni e sulla risposta alle esigenze degli azionisti e in generale sulle buone pratiche di governo aziendale. Il *focus* sulla *governance* è diventato particolarmente rilevante a seguito di scandali finanziari come quelli di *Enron* e *WorldCom*, due casi che hanno dimostrato come una cattiva *governance* possa non solo danneggiare gli azionisti, ma anche avere un impatto negativo su scala più ampia riflettendosi sulle diverse categorie di *stakeholders*.

Sebbene spesso confusi con la responsabilità sociale d'impresa (*Corporate Social Responsibility* o CSR), i fattori ESG si differenziano per essere focalizzati nello specifico sul rischio e sulle opportunità di investimento. Mentre la CSR si occupa dell'impatto complessivo di un'azienda in termini di sostenibilità, rivolgendosi a un'ampia gamma di *stakeholder*, i fattori ESG sono principalmente utilizzati dagli investitori per valutare il potenziale di rischio e rendimento di un investimento in relazione a pratiche sostenibili e responsabili. In questo senso, le considerazioni ESG fungono da indicatori chiave nel processo decisionale degli investitori, offrendo una valutazione più approfondita del posizionamento a lungo termine di un'azienda (Eccles et al., 2017)⁸. L'integrazione dei fattori ESG nei processi decisionali degli investimenti rappresenta un cambiamento paradigmatico nel mondo finanziario, sottolineando l'importanza di una valutazione olistica che sappia incorporare considerazioni etiche, ambientali e di *governance*. Questo approccio non solo promuove una maggiore consapevolezza e responsabilità tra le aziende, ma offre anche agli investitori una visione più completa del potenziale e dei rischi associati ai loro investimenti.

⁸ Eccles, R. G., Kastropeli, M. D., Potter, S. J. (2017). How to integrate ESG into investment decision-making: Results of a global survey of institutional investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 29(4), 125-133.

2.2 Una Panoramica dell'investimento sostenibile

L'investimento sostenibile e responsabile riflette un approccio d'investimento orientato al lungo termine, che integra i fattori ESG nel processo di ricerca, analisi e selezione dei titoli all'interno di un portafoglio di investimento. L'integrazione della sostenibilità combina l'analisi fondamentale e l'engagement con una valutazione dei fattori ESG al fine di cogliere meglio i rendimenti a lungo termine per gli investitori e di apportare benefici alla società influenzando il comportamento delle società (Busch et al. 2023)⁹.

I primi riferimenti all'investimento sostenibile risalgono alla seconda parte del Novecento e si riferiscono all'investimento etico, relativo alla destinazione di fondi sulla scorta di credenze religiose (Renneboog et al., 2008)¹⁰. Spostando il *focus* ad oggi, il concetto di investimento sostenibile, nell'accezione di socialmente responsabile, si è evoluto dall'idea di investimento etico alla nozione più ampia di avere rendimenti finanziari basati su sfide economiche, ambientali e sociali. Escrig-Olmedo et al. (2017)¹¹ affermano che, nel corso degli anni, gli autori nel campo hanno utilizzato termini diversi per riferirsi al concetto di investimento sostenibile, tra cui: investimento etico, investimento socialmente responsabile (SRI), investimento responsabile e investimento ambientale, sociale e di governance (ESG).

Un aspetto fondamentale nel contesto degli investimenti sostenibili è quindi legato agli aspetti ESG e alla loro regolamentazione. In questo ambito opera la *European Banking Authority* (EBA), che nel suo rapporto del 2021 sulla "Gestione e Supervisione dei Rischi ESG per Istituzioni di Credito e Società di Investimento"¹², ha definito i rischi ESG come quelli derivanti da impatti finanziari negativi sulle istituzioni causati dai fattori ESG che influenzano i loro controparti o asset investiti. L'EBA si concentra sui rischi ESG associati alle controparti, valutando sia gli impatti "outside-in" (i rischi assunti finanziando controparti influenzate dal rischio ambientale) che gli impatti "inside-out" (i rischi generati finanziando controparti che contribuiscono all'aumento del rischio ambientale).

⁹ Busch, T., AIR, E. P., Oulton, W., Palinska, A., Garrault, P. (2023). Methodology for Eurosif Market Studies on Sustainability-related Investments.

¹⁰ Renneboog, L., Ter Horst, J., Zhang, C. (2008a). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1723–1742.

¹¹ Escrig-Olmedo, E., Rivera-Lirio, J. M., Muñoz-Torres, M. J., Fernández Izquierdo, M. A. (2017). Integrating multiple ESG investors' preferences into sustainable investment: A fuzzy multicriteria methodological approach. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1334–1345.

¹² European Banking Authority (2021). EBA Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms Eba/Rep/2021/18.

L'approccio fornito dell'EBA propone un insieme consolidato di riferimenti nella definizione di investimenti sostenibili, includendo i fattori di rischio ESG, indicatori quantitativi e qualitativi, metriche e metodi per valutare i rischi ESG, e l'integrazione dei rischi ESG nei quadri di *governance* e gestione del rischio. Queste linee guida, sebbene non obbligatorie, forniscono indicazioni dettagliate sulla gestione dei rischi ESG e indicano una direzione per gli intermediari finanziari, ovvero rafforzare l'incorporazione dei rischi ESG nelle strategie di *business* e nei quadri di gestione del rischio.

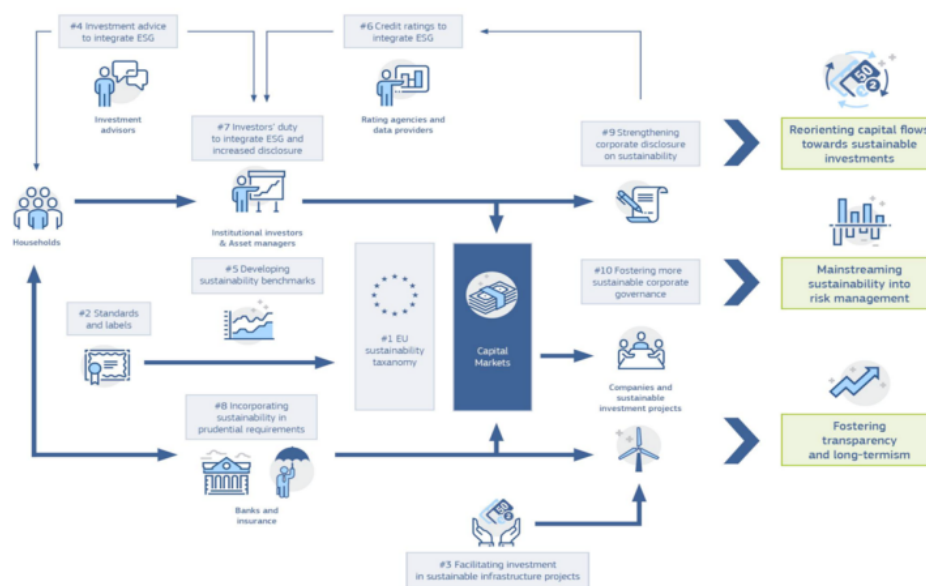
Alla luce di una crescente attenzione, il mercato degli investimenti sostenibili sta attraversando una fase di maturazione e crescita significativa, anche grazie all'enfasi sulla standardizzazione e su una regolamentazione chiara (come evidenziato dalle attività di enti come GSIA ed EBA). Le banche e le altre istituzioni finanziarie stanno rispondendo a queste nuove esigenze, integrando i rischi e le opportunità ESG nelle loro strategie operative. Sotto un punto di vista istituzionale poi, il Piano d'Azione dell'Unione Europea sulla Finanziamento della Crescita Sostenibile è una risposta diretta alla firma dell'Accordo di Parigi sul clima e all'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite. Con esso, l'Unione Europea ha infatti elevato la sostenibilità come una priorità centrale, mirando ad accelerare la transizione verso modelli di crescita eco-compatibili, grazie ad un importante lavoro rivolto alla classificazione degli investimenti sostenibili.

In ambito finanziario, la Commissione Europea ha compiuto un passo importante con la creazione, nel dicembre 2016, di un gruppo di esperti di alto livello (*High Level Experts Group*, o HLEG) per delineare una strategia europea sulla finanza sostenibile. Basandosi sul *report* finale del gennaio 2018 dell'HLEG nell'ambito della finanza sostenibile, "*Financing a Sustainable European Economy*"¹³, la Commissione ha elaborato il Piano d'Azione per Finanziare una Crescita Sostenibile, pubblicato a marzo 2018. Questo piano mira a raggiungere gli obiettivi dell'Accordo di Parigi e dell'Agenda 2030, integrando le considerazioni sulla sostenibilità nel sistema finanziario attraverso un insieme di misure legislative e non legislative (Figura 2). Il Piano si concentra su quattro obiettivi principali:

- reindirizzare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili,
- gestire adeguatamente i rischi finanziari associati ai cambiamenti climatici e alle questioni sociali,
- promuovere un approccio agli investimenti a lungo termine, e
- incrementare la trasparenza nel mercato finanziario riguardo ai temi di sostenibilità.

¹³ HLEG (2018). Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance Secretariat provided by the European Commission. Pubblicato il 31 gennaio 2018.

Figura 2 – Financing Sustainable Growth: Action Plan¹⁴



Le dieci azioni proposte dalla Commissione Europea nel Piano includono sono descritte di seguito:

1. Creare una tassonomia UE unificata per le attività sostenibili, per definire chiaramente cosa costituisce un investimento sostenibile e contrastare il fenomeno del *greenwashing*.
2. Stabilire *standard* e classificazioni UE per prodotti finanziari sostenibili, basati sulla tassonomia UE, per aumentare la chiarezza e fiducia nel mercato.
3. Promuovere investimenti in progetti sostenibili, con un focus particolare sulle infrastrutture.
4. Integrare criteri di sostenibilità nella consulenza finanziaria, richiedendo alle imprese di investimento e distributori di assicurazioni di valutare la compatibilità dei prodotti con le preferenze di sostenibilità dei clienti.
5. Elaborare indici di riferimento ESG per aumentare la trasparenza e l'affidabilità degli indici.
6. Integrare meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca di mercato, migliorando le metodologie delle agenzie di *rating*.
7. Chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività rispetto all'integrazione dei fattori di sostenibilità nei loro processi decisionali.
8. Integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali, riflettendo la minore rischiosità delle attività sostenibili nei requisiti patrimoniali delle banche e delle compagnie di assicurazione.
9. Rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile, migliorando la divulgazione delle informazioni sulla sostenibilità aziendale e valutando l'impatto delle norme contabili IFRS sugli investimenti a lungo termine sostenibili.

¹⁴ Commissione Europea (2018). Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the Document Proposal for a Regulation of The European Parliament and of the Council.

10. Promuovere una *governance* sostenibile e mitigare la visione a breve termine nei mercati dei capitali, valutando la necessità di strategie di sostenibilità specifiche nei consigli di amministrazione delle aziende.

In sintesi, il Piano d'Azione dell'Unione Europea per il finanziamento della crescita sostenibile ha la funzione di guida per gli stati membri verso una gestione più sostenibile del sistema finanziario, richiedendo un impegno collettivo a livello comunitario.

2.3 Gli *standard* e l'importanza della rendicontazione della sostenibilità

Occorre a questo punto definire le basi su cui gli investimenti vengono classificati come sostenibili, descrivendo i criteri e le basi di applicazione. Ad oggi, con più di 600 differenti *standard* e classificazioni (EY, 2021)¹⁵ in ambito di investimenti sostenibili è infatti necessario definire in maniera univoca a trasversale l'ambito di applicazione degli investimenti sostenibili. A tal fine, di seguito si analizzano alcuni tra i principali *standard* adoperati.

2.3.1 La GRI

I GRI *Standards* rappresentano le cosiddette *best practice* globali in materia di rendicontazione pubblica di diversi impatti di natura economica, ambientale e sociale. Il *reporting* di sostenibilità basato sugli *standard* GRI fornisce informazioni sui contributi positivi o negativi di un'organizzazione allo sviluppo sostenibile, attraverso un sistema modulare di *standard* interconnessi. Tre serie di *Standard* costituiscono infatti il processo di rendicontazione GRI: gli *standards* universali (applicabili a tutte le organizzazioni), gli *standards* settoriali (applicabili a settori specifici) e *standards* tematici (ognuno dei quali elenca le informazioni rilevanti per un particolare argomento). L'utilizzo degli *standard* GRI supporta quindi le organizzazioni a raggiungere uno sviluppo sostenibile determinando quali aspetti siano maggiormente materiali.

In merito proprio a questo aspetto, a differenza della materialità finanziaria, che è specifica dell'organizzazione e si concentra sulle preoccupazioni degli investitori, la materialità nella rendicontazione di sostenibilità considera questioni importanti per tutti gli *stakeholder*. Molteplici evidenze supportano come diversi fattori influenzino le valutazioni di materialità, tra cui il settore di appartenenza e il coinvolgimento di specifici *stakeholder* (Torelli et al. 2020)¹⁶. In tal senso, le linee guida GRI supportano le aziende nell'identificazione dei problemi di sostenibilità materiali che

¹⁵ EY (2021). The future of sustainability reporting standards The policy evolution and the actions companies can take today. Report pubblicato a giugno 2021.

¹⁶ Torelli, R., Balluchi, F., Furlotti, K. (2020). The materiality assessment and stakeholder engagement: A content analysis of sustainability reports. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 27(2), 470-484.

portano a migliori prestazioni di sostenibilità e a una migliore qualità del *reporting* di sostenibilità (Calabrese et al. 2016)¹⁷. Ciò consente alle aziende di ottimizzare l'uso di risorse limitate per allinearsi alle preoccupazioni degli *stakeholder*. Inoltre, gli *standard* GRI sono utili anche per le piccole e medie imprese (PMI) nell'identificazione delle questioni prioritarie di sostenibilità. Di conseguenza, l'adozione degli *standard* GRI supporta anzitutto le aziende a soddisfare le esigenze degli *stakeholder* in modo più efficace, riscontrando maggiori probabilità di essere premiate dai mercati (Chen et al. 2015)¹⁸.

Il coinvolgimento degli *stakeholder* è un passo fondamentale per allinearsi agli *standard* GRI, così come del resto per intraprendere il percorso verso la sostenibilità. Un simile percorso parte dalle organizzazioni, che dovrebbero coinvolgere attivamente i dipendenti, i clienti, gli investitori e le comunità per comprendere le loro aspettative, preoccupazioni e priorità in materia di sostenibilità. Questo impegno garantisce che la rendicontazione risponda alle esigenze informative degli *stakeholder* e rifletta le loro prospettive.

Il ruolo degli *standard* GRI è poi quello di promuovere la trasparenza e la responsabilità. Nella fattispecie, la trasparenza è un principio cardine in quanto per creare fiducia tra gli *stakeholder* e consentire un processo decisionale informato, le aziende divulgano informazioni accurate e complete sulle loro prestazioni, obiettivi e progressi in materia di sostenibilità. Con riferimento alla responsabilità, la corretta applicazione degli *standard* GRI implica un alto livello di implementazione delle migliori pratiche in materia di sostenibilità.

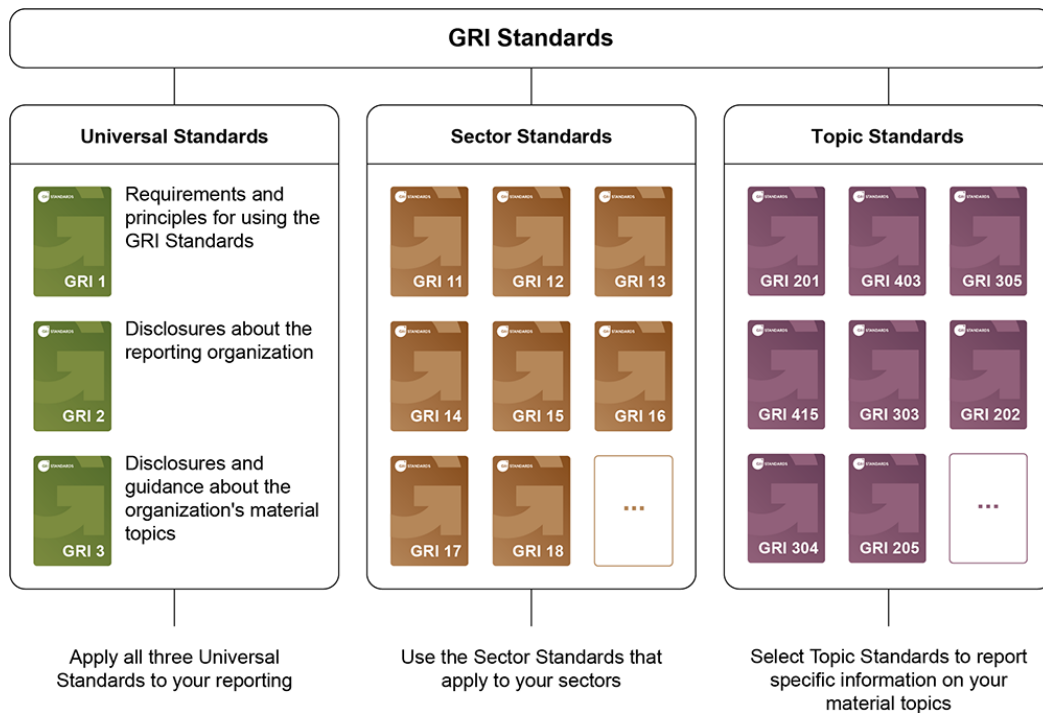
Si è accennato alla struttura modulare degli *standard* GRI che fornisce *framework* chiaro e coerente nel guidare le organizzazioni verso una rendicontazione completa e pertinente. La Figura 3 espone graficamente l'organizzazione degli *standard* GRI e nello specifico vi rientrano:

- *Standard* universali: tre aree di *disclosure* a carattere generale che tutte le organizzazioni devono applicare ai loro *report*.
- *Standard* settoriali: *disclosure* specifica che affronta le questioni identificate dal settore in generale.
- *Standard* tematici: aree che supportano un'adeguata rendicontazione sugli argomenti identificati come rilevanti per l'organizzazione.

¹⁷ Calabrese, A., Costa, R., Gastaldi, M., Ghiron, N. L., Montalvan, R. A. V. (2021). Implications for Sustainable Development Goals: A framework to assess company disclosure in sustainability reporting. *Journal of Cleaner Production*, 319, 128624.

¹⁸ Chen, L., Feldmann, A., Tang, O. (2015). The relationship between disclosures of corporate social performance and financial performance: Evidences from GRI reports in manufacturing industry. *International Journal of Production Economics*, 170, 445-456.

Figura 3 – Il sistema degli Standard GRI¹⁹



È chiaro come la rendicontazione di sostenibilità vari da un settore all'altro, tenendo conto delle sfide e degli impatti peculiari di ciascun settore. Sulla base di queste considerazioni, le aziende devono identificare e dare priorità ai temi rilevanti per la sostenibilità. Ad esempio, con riferimento al settore energetico, questo concentrerà la sua attenzione ad aspetti quali sulle emissioni carboniche, mentre l'industria manifatturiera può dare priorità alle pratiche di lavoro e il settore agricolo può enfatizzare la gestione delle risorse idriche. La natura settoriale della rendicontazione di sostenibilità fornisce orientamenti sulle informative e sugli indicatori specifici del settore, garantendo una copertura completa di argomenti in tutti i settori. Le aziende possono rispondere efficacemente alle richieste in fatto di *disclosure* sulla sostenibilità e contribuire al progresso dell'intero settore adattando la rendicontazione alle criticità specifiche del settore e pertinenti rispetto ai propri *stakeholder*.

2.3.2 Il ruolo degli IFRS

Prima di entrare nel merito dell'analisi dell'evoluzione degli *standard* IFRS alla luce della crescente rilevanza della sostenibilità è essenziale considerare i principali attori che hanno svolto e continuano a svolgere un ruolo cruciale nel processo di definizione e di armonizzazione di tali principi. Al centro di questa analisi vi è l'IASB (*International Accounting Standards Board*), che collabora strettamente con le istituzioni dell'Unione Europea, partecipando attivamente al processo di *endorsement*, di seguito dettagliato. Lo sviluppo storico dell'organizzazione IFRS (*International Financial Reporting*

¹⁹ GSIA (2024).

Standards) evidenzia infatti il ruolo chiave dello IASB nel processo di approvazione dei principi contabili internazionali e per l'adozione degli stessi a livello europeo. A seguito dell'introduzione di primi *standard* nel corso degli anni Cinquanta, la continua evoluzione dello IASB ha permesso di adeguare i principi contabili alle esigenze del mondo contabile e delle pubbliche autorità, migliorando la qualità e la visibilità dei principi contabili internazionali. L'importanza della regolamentazione finanziaria IFRS risiede nella capacità di fornire informazioni finanziarie utili agli investitori e ad altri creditori per prendere decisioni informate. Ciò include la valutazione della capacità dell'impresa di generare flussi di cassa netti positivi e la situazione patrimoniale della società.

Data la centralità delle imprese nel promuovere un approccio sostenibile all'attività economica, la IFRS *Foundation* ha compreso la necessità di mutuare il concetto di *standard* anche nel contesto della sostenibilità. Il 3 novembre 2021, gli IFRS *Foundation Trustees* hanno annunciato la creazione dell'*International Sustainability Standards Board* (ISSB), con l'obiettivo di fornire una base globale completa di standard di informativa relativi alla sostenibilità. Fin dall'inizio di questa attività, sono stati individuati quattro obiettivi chiave: (i) sviluppare *standard* per una base globale di informativa sulla sostenibilità, (ii) soddisfare le esigenze di informazione degli investitori, (iii) consentire alle imprese di fornire informazioni complete sulla sostenibilità ai mercati dei capitali globali, e iv) facilitare l'interoperabilità con le informative specifiche per giurisdizione o rivolte a gruppi di portatori di interessi più ampi.

Il 31 gennaio 2022, il *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB) è stato consolidato nella Fondazione IFRS per sostenere il lavoro dell'ISSB. Il 1° agosto 2022 la IFRS *Foundation* completa un nuovo consolidamento con VRF. Anche se i quadri precedenti continuano a esistere e possono ancora essere utilizzati dalle aziende, si pongono le basi per un solo *standard* di rendicontazione di sostenibilità. Il 31 marzo 2022 l'ISSB pubblica le proposte di *standard* di sostenibilità: l'IFRS S1 e l'IFRS S2, entrati in vigore a partire dal gennaio 2024. Di seguito, questi due principi vengono descritti in maggiore dettaglio.

IFRS S1: requisiti generali per la comunicazione delle informazioni finanziarie relative alla sostenibilità

L'IFRS S1 riguarda la divulgazione di informazioni sulla *governance*, la strategia, la gestione del rischio, le metriche e gli obiettivi di un'azienda. Il principio è in vigore a partire dagli esercizi che hanno inizio dal 1° gennaio 2024. Nello specifico, nel momento in cui il *management* di un'azienda valuta il piano di implementazione dell'IFRS S1, esso deve tenere conto di varie considerazioni, come la condivisione di una gamma molto più ampia di informazioni a favore di investitori, finanziatori e

altri creditori. Per sfruttare appieno il potenziale dell'IFRS S1, alle aziende si richiede di rafforzare la propria *governance*, ridisegnare i controlli e ripensare i propri processi e procedure. Per acquisire e monitorare le informative finanziarie relative alla sostenibilità richieste dallo *standard*, le aziende dovranno andare ben oltre l'aggiornamento dell'organigramma e dovranno abbinare i loro impegni con le competenze e l'esperienza necessarie dei *team* di *leadership* e dei professionisti della sostenibilità. Nel processo di identificazione dei rischi e delle opportunità legati alla sostenibilità, l'IFRS S1 richiede ad un'azienda di fare riferimento a un elenco più ampio di IFRS *Sustainability Disclosure Standards* (ad esempio, IFRS S1, IFRS S2 e altri *standard* futuri), nonché di considerare come potrebbero essere applicabili gli argomenti di informativa nei principi del *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) basati sul settore. Inoltre, come del resto per l'informativa a carattere finanziario, può essere utile per un'azienda fare riferimento ai propri *peer* settoriali o regionali per confrontarsi sui rischi e sulle opportunità, al fine di rendere il proprio processo di identificazione e valutazione più completo.

Ai sensi dell'IFRS S1, le società sono anzitutto tenute a divulgare informazioni rilevanti sui rischi e sulle opportunità di sostenibilità che potrebbero avere un impatto sull'attività. In particolare, le aziende devono fornire dettagli su come questi rischi e opportunità potrebbero influenzare il modello di *business* dell'azienda, i piani strategici e, di conseguenza, i flussi di cassa, la capacità di raccogliere finanziamenti o il costo del capitale a breve, medio e lungo termine. Il fine ultimo è così quello di fornire agli utenti una chiara comprensione di come i fattori ambientali e sociali possano influenzare finanziariamente l'azienda, sia nel breve periodo che nel lungo termine. Ciò sottolinea come le questioni di sostenibilità possano avere un impatto diretto sulle prestazioni finanziarie di un'azienda, e in ciò la necessità per le aziende di comunicare informazioni finanziarie e non finanziarie riflette la crescente necessità di una rendicontazione aziendale integrata.

In sintesi, con il lancio dell'IFRS S1, il *reporting* di sostenibilità diviene un aspetto ancora più centrale per investitori, finanziatori, creditori, clienti, fornitori e autorità di regolamentazione. In capo al *management* si pone pertanto l'onere di implementare un sistema di *governance* efficace che sappia supportare la gestione attraverso una supervisione appropriata e tempestiva dei rischi legati alla sostenibilità.

Informazioni IFRS S2 relative al clima (ISSB, 2022b)

L'obiettivo dell'IFRS S2 è quello di richiedere alle società di divulgare informazioni utili agli investitori sui rischi e sulle opportunità legati al clima. Come per l'IFRS S1, i requisiti legati

all'applicazione dell'IFRS S2 sono strutturati attorno a quattro elementi fondamentali: *governance*, strategia, gestione del rischio, metriche e obiettivi. L'IFRS S2 distingue i rischi legati al clima nelle seguenti categorie:

- Rischi fisici,
- Rischi determinati da eventi o acuti,
- Rischi a lungo termine o rischi cronici, e
- Rischi di transizione (associati al passaggio ad un modello di *business* a basse emissioni di carbonio).

Occorre infatti enfatizzare questo ultimo punto e come i rischi di transizione possano esporre un'azienda a vari gradi di rischio finanziario e reputazionale a seconda della natura, della velocità e dell'obiettivo dei rischi associati al passaggio a un'economia a basse emissioni di carbonio. In un contesto economico-finanziario incentrato sulla riduzione dell'impatto dell'attività economica, le aziende sono chiamate a sviluppare piani di transizione come parte fondamentale della propria strategia competitiva. L'IFRS S2 incorpora molti requisiti informativi specifici relativi ai piani di transizione, con l'obiettivo generale di consentire agli *stakeholder* di comprendere l'impatto dei rischi e delle opportunità legati al clima sulla strategia e sul processo decisionale di un'azienda. Un simile approccio si rivela utile, ad esempio, nel momento in cui un'azienda è tenuta a comunicare se un rischio legato al clima che ha identificato è di natura fisica o transitoria. Inoltre, le aziende sono chiamate a valutare e comunicare l'esposizione (in termini di valore percentuale delle loro attività o attività commerciali che sono vulnerabili ai rischi di transizione). Nello sviluppo di un piano di transizione, l'IFRS S2 richiede all'azienda di divulgare le informazioni chiave su:

- Ipotesi critiche e/o dipendenze identificate durante lo sviluppo del piano di transizione, e
- In che modo stanno reperendo le risorse, o pianificando di reperire, le attività delineate nei loro piani di transizione.

Dati i requisiti dell'IFRS S2, gli investitori avranno accesso ad una base informativa molto più ampia circa l'andamento dell'azienda e i suoi rischi e potranno comprendere meglio le opportunità legate al clima che li aiuteranno a valutare e ad adattarsi all'incertezza legata al cambiamento climatico. In particolare, l'IFRS S2 richiede una sezione dedicata alla spiegazione della resilienza della strategia e del modello di *business* rispetto ai rischi e alle opportunità sia di natura fisica che di transizione. Per raggiungere questo obiettivo, l'IFRS S2 impone alle aziende di condurre analisi di scenario relative al clima per valutare la loro resilienza climatica. Tale analisi devono adoperare una metodologia adeguata, appropriata alle loro circostanze, tenendo conto della loro esposizione ai rischi e alle opportunità legati al clima, nonché delle competenze, delle capacità e delle risorse disponibili al

momento della comunicazione. Le imprese dovranno determinare il loro approccio all'analisi degli scenari climatici sulla base di tutte le informazioni ragionevoli e sostenibili disponibili senza costi o sforzi eccessivi e tenere conto sia della scelta dei fattori produttivi che delle decisioni analitiche prese durante lo svolgimento dell'analisi. L'esecuzione di analisi di scenario supporteranno il *management* nel comprendere meglio il grado di resilienza della strategia perseguita e del *modello* di *business* rispetto ai cambiamenti, agli sviluppi o alle incertezze legati al clima. I risultati di tale analisi di scenario, a loro volta, forniranno informazioni più approfondite su come mettere a punto la strategia aziendale e se necessario ridefinire il modello di *business* al fine di migliorare i processi di gestione del rischio. In maniera simile a quanto accade per la pianificazione strategica, si richiede un processo iterativo, il cui successo dipende strettamente da un'adeguata supervisione e dalla collaborazione tra funzioni aziendali diverse.

L'IFRS S2 richiede specificamente alle aziende di indicare le emissioni lorde assolute di gas serra che hanno generato durante il periodo di riferimento. Le emissioni di gas serra sono generalmente misurate in conformità con il *Greenhouse Gas Protocol* del 2004 (o Protocollo GHG di seguito discusso). Tuttavia, riconoscendo la portata di questo impegno per tutte le aziende tenute a conformarsi, l'IFRS S2 offre una certa flessibilità nell'uso del protocollo GHG quando si tratta di allineare l'approccio di misurazione dei GHG ad esso. Ad esempio, se un'autorità giurisdizionale richiede alle imprese di utilizzare un metodo diverso per misurare le proprie emissioni di gas serra, l'IFRS S2 consentirà di utilizzare questo metodo alternativo. Inoltre, durante il primo esercizio di riferimento annuale in cui un'impresa applica l'IFRS S2, può continuare a utilizzare un metodo di misurazione diverso dal *GHG Protocol* per misurare le proprie emissioni di gas a effetto serra, se ha utilizzato un approccio alternativo nel periodo di riferimento annuale immediatamente precedente la data di applicazione iniziale del principio. In conclusione, l'IFRS S2 è il primo principio tematico finalizzato dall'ISSB, che pone le basi di un approccio globale alla rendicontazione di sostenibilità relativa al cambiamento climatico per quelle realtà che effettuano *disclosure* finanziaria. Questo *standard* contribuirà inoltre a facilitare una maggiore comprensione all'interno delle aziende, in maniera trasversale rispetto ai settori di appartenenza, circa l'impatto del riscaldamento globale e di altre questioni climatiche, incoraggiando le stesse ad allinearsi ad una gestione più sensibile nei confronti della sostenibilità e ad un modello economico a zero emissioni.

2.3.3 Cenni ad Altri Standard di Reporting

Come accennato in precedenza, ad oggi coesistono molteplici *standard* in merito al *reporting* di obiettivi e risultati nell'ambito della sostenibilità. Dopo aver discusso in dettaglio i principali punti

di riferimento rappresentati da GRI e IFRS, si fa di seguito cenno *GHG Protocol*, *Task Force on Climate Related Financial Disclosures* e *Carbon Disclosure Project*, i quali costituiscono tre iniziative di grande rilevanza e che verranno toccate nel corso della discussione.

Il GHG Protocol

Il *GHG Protocol* lanciato nel 1998 dal *World Resources Institute* (WRI) e dal *World Business Council for Sustainable Development* (WBCSD) ha l'obiettivo di stabilire un *framework* standardizzato globale finalizzato alla misurazione e alla gestione delle emissioni di gas serra derivanti dalle operazioni del settore pubblico e privato, dalle catene del valore e dalle relative azioni di mitigazione. Pubblicato per la prima volta nel 2001, lo *standard* definisce la contabilizzazione e la rendicontazione di sei gas serra definiti dal Protocollo di Kyoto, tra cui l'anidride carbonica (CO₂) e il metano (CH₄). Lo *standard* aziendale *GHG Protocol* classifica le emissioni di gas serra di un'azienda in tre ambiti:

- Scope 1: emissioni dirette di gas serra che si verificano da fonti possedute e controllate dall'emittente.
- Scope 2: emissioni indirette di gas serra derivanti dal consumo di elettricità, calore o vapore acquistati.
- Scope 3: altre emissioni indirette (non incluse nello scope 2) dell'intera catena del valore.

A più di venti anni dalla sua introduzione il *GHG Protocol* è oggi un punto di riferimento nella rendicontazione aziendale delle emissioni associate alle proprie attività e delle azioni legate alla loro riduzione.

Carbon Disclosure Project (CDP)

CDP è un ente senza scopo di lucro fondato 2000 con la finalità di gestire un sistema di *disclosure* globale per investitori, aziende, città, stati e regioni circa i loro impatti ambientali. Ogni anno, CDP invia un questionario alle organizzazioni aderenti e raccoglie informazioni relative a tre dimensioni ambientali:

- Cambiamento climatico (sulla base del *GHG Protocol*),
- Gestione forestale,
- Sicurezza idrica.

Nella fattispecie, il database CDP è ampiamente utilizzato per misurare l'impronta di carbonio di aziende, città e governi. Al 2024 CDP copre più di 23mila imprese e 1.100 enti pubblici (tra cui un numero crescente di enti governativi). Pur a fronte di numeri significativi, CDP si propone di migliorare costantemente la propria copertura di enti pubblici e privati, al fine di accrescere il livello di *disclosure* e di *compliance* in chiave di riduzione delle emissioni.

Task Force on Climate Related Financial Disclosures (TCFD)

La TCFD è stata istituita dal *Financial Stability Board* (FSB) nel 2015 per sviluppare una serie di raccomandazioni di *disclosure* volontaria da utilizzare da parte delle aziende per fornire informazioni a investitori, finanziatori e sottoscrittori assicurativi sui loro rischi finanziari legati al clima. La TCFD è composta da 31 membri del G20, che rappresentano sia i preparatori che gli utenti delle informazioni finanziarie. Il quadro della TCFD è stato pubblicato nel giugno 2017 con una serie di raccomandazioni strutturate attorno a quattro elementi fondamentali, ovvero: *governance*, strategia, gestione del rischio e metriche/obiettivi.

Il primo elemento descrive la *governance* dell'organizzazione in merito ai rischi e alle opportunità legati al clima, ponendo l'accento sull'importanza di adeguate strutture gestionali come mezzo per il cambiamento. La strategia include invece gli impatti effettivi e potenziali dei rischi e delle opportunità legati al clima sulle attività, sulle scelte di pianificazione e implementazione delle linee strategiche dell'organizzazione. I processi utilizzati dall'organizzazione per identificare, valutare e gestire i rischi legati al clima sono specificati afferiscono alla terza area e confermano ancora una volta la necessaria presenza di sistemi interne capaci di catturare e comprendere la dimensione dei rischi sull'azienda. Infine, l'ultimo elemento definisce le metriche e gli obiettivi utilizzati per misurare e gestire i rischi e le opportunità legati al clima. Contrariamente agli altri *standard* quali *GHG Protocol* e CDP, il *framework* TCFD si configura quale sistema di rendicontazione dei rischi, e non solo come sistema rendicontazione delle emissioni di carbonio.

3. INVESTIMENTI SOSTENIBILI E REPONSABILI: EVOLUZIONE NORMATIVA

Di pari passo con la crescente importanza degli investimenti sostenibili si è resa necessaria negli ultimi anni tutta una serie di considerazioni relative all'implementazione di una normativa coerente che fosse in grado di definire regole e criteri univoci nella definizione di investimenti sostenibili e responsabili. Questo sforzo da un lato è finalizzato alla promozione degli investimenti sostenibili, mentre dall'altro si motiva al contrasto del fenomeno del *greenwashing*. Nella fattispecie, nella prima sezione del capitolo si discute la definizione e sui *trend* dei SRI, per poi descrivere in dettaglio i rischi relativi al fenomeno del *greenwashing*. Nella seconda parte del capitolo invece la trattazione si focalizza sugli sviluppi normativi, con particolare enfasi rivolta all'introduzione della *Non Financial Reporting Directive* (NFRD), con la successiva evoluzione della *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), e del *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR)

3.1 Storia, evoluzione e importanza degli SRI: impatti sulla *governance* aziendale

3.1.1 Principali caratteristiche e tipologie di SRI

La storia e l'evoluzione degli Investimenti Sostenibili e Responsabili (SRI) e del concetto di ESG nei mercati finanziari offrono una visione complessa e dinamica di come la finanza sia stata influenzata da fattori etici, ambientali e sociali. Gli SRI, originati da un crescente interesse pubblico per questioni ambientali, sociali e di *governance*, hanno inizialmente avuto ad oggetto l'esclusione di settori considerati non etici, come il tabacco e le armi. Tuttavia, a partire dagli anni Sessanta, il concetto di SRI ha iniziato a diffondersi ampiamente, influenzato dal contesto sociale dell'epoca, caratterizzato da una crescente coscienza dell'opinione pubblica verso tematiche quali i diritti civili. In questo periodo, si sviluppa una pressione sociale che indirizza le scelte ed i comportamenti aziendali verso considerazioni più etiche ed eque. Parallelamente, la teoria economica tradizionale, come quella espressa da Milton Friedman e Harry Markowitz²⁰, poneva l'accento rispettivamente sull'importanza della massimizzazione dei profitti e sulla teoria del portafoglio moderno. Tali teorie suggerivano che la restrizione delle scelte di investimento, come quelle proposte dai sostenitori degli SRI, potesse non essere ottimale dal punto di vista finanziario.

La svolta nel campo degli SRI e degli investimenti orientati agli aspetti ESG avviene nel 2004, quando il termine ESG fu coniato in uno storico *report* intitolato *Who Cares Wins*²¹, seguito dalla conferenza organizzata dal segretario generale delle Nazioni Unite in presenza di cinquanta CEO delle principali

²⁰ Guerard Jr, J. B. (2009). Handbook of portfolio construction: contemporary applications of Markowitz techniques. Springer Science & Business Media.

²¹ Nazioni Unite (2004). Who cares wins. The global compact, connecting financial markets to a changing world. United Nations Environment Programme (UNEP) Finance Initiative:

istituzioni finanziarie. Questo evento ha segnato l'inizio dell'integrazione dei fattori ESG nel settore finanziario, superando gli *screening* negativi tipici degli SRI, e riconoscendo la rilevanza finanziaria dei fattori ambientali, sociali e di *governance*. I tre pilastri ESG portano il tema della sostenibilità nel mondo finanziario, spostando l'attenzione da una visione puramente etica e morali a un'analisi integrata che comprende l'importanza finanziaria di pratiche sostenibili. L'approccio rivolto all'incorporazione ESG rappresenta un cambiamento significativo rispetto ai tradizionali modelli di investimento, introducendo una visione olistica che incorporava l'impatto a lungo termine delle scelte aziendali sull'ambiente, sulla società.

Questa evoluzione degli SRI e la contestuale affermazione degli investimenti ESG rappresentano un cambiamento fondamentale nel panorama finanziario, spingendo gli investitori a considerare non solo il rendimento finanziario ma anche l'impatto sociale e ambientale dei loro investimenti. Il contesto normativo, come quello delineato dal SFDR dell'Unione Europea, gioca un ruolo chiave in questo processo, promuovendo trasparenza e responsabilità nel settore degli investimenti sostenibili e contrastando pratiche quali il *greenwashing*. In questo modo, il mondo finanziario si sta adeguando a un ambiente sempre più consapevole dell'importanza della sostenibilità, non solo da un punto di vista etico, ma anche finanziario.

Quella che si era inizialmente affermata come una modalità di investimento caratterizzata dall'esclusione, si è evoluta in una serie di strategie che cercano di declinare il concetto di sostenibilità attraverso diverse prospettive. In tal senso, GSIA et al. (2023)²² riprendono quelle che sono oggi le principali strategie al fine di migliorare la comprensione e la coerenza della terminologia utilizzata nell'investimento responsabile. Le principali categorie di seguito discusse si configurano in: *Screening*, *ESG Integration*, *Engagement* (o *Stewardship*) e *Thematic Investment* (Busch et al., 2023)²³.

Screening

Lo *screening* si definisce come l'applicazione di regole basate su criteri definiti che determinano se un investimento è ammissibile. Il GSIA evidenzia la presenza di diverse tipologie di *screening*, che possono essere riassunte come *screening* positivo e negativo. Lo *screening* positivo determina se un investimento è ammissibile sulla base di criteri ESG che sono: desiderabili (*screening* positivo in senso stretto), desiderabili rispetto ai concorrenti (*screening best-in-class*) o mostrano conformità agli standard e alle norme ESG (*screening* basato su norme). Al contrario, lo *screening* negativo determina

²² GSIA, CFA Institute, Principles for Responsible Investment (2023). Definitions for Responsible Investment Approaches.

²³ Busch, T., AIR, E. P., Oulton, W., Palinska, A., Garrault, P. (2023). Methodology for Eurosif Market Studies on Sustainability-related Investments.

se un investimento non è ammissibile sulla base di: criteri ESG indesiderabili (*screening* di esclusione) o di non conformità agli *standard* e alle norme ESG (*screening* basato su norme). Nella metodologia proposta, l'appetibilità dei criteri ESG o delle questioni di sostenibilità è determinata dall'obiettivo di un investimento. È importante comprendere come lo *screening* sia considerato un elemento vincolante, per cui le regole di screening determinano categoricamente se i singoli investimenti possano essere consentiti all'interno di un portafoglio. Tutte le categorie di *screening* possono essere utilizzate per attuare i quattro obiettivi di investimento sopra descritti, ma l'approccio di *screening* varia a seconda dell'obiettivo. Sebbene il GSIA non menzioni esplicitamente gli approcci *best-in-universe* o *best-in-progress*, entrambi possono essere intesi come possibili candidati futuri ad all'interno della categoria di *screening* positivo. Il *best-in-universe* comporta la selezione delle sole attività o degli *asset leader* o con le migliori *performance* all'interno dell'universo ESG globale. Gli approcci *best-in-progress* o *best-effort* selezionano invece gli strumenti in base al loro miglioramento rispetto a specifici criteri di sostenibilità o ai *rating* complessivi ESG/SDG in un determinato periodo.

ESG Integration

L'integrazione ESG è definita come la considerazione continua dei fattori ESG all'interno di un'analisi di investimento e di un processo decisionale con l'obiettivo di migliorare il rendimento corretto per il rischio. Questa definizione implica che i fattori ESG sono un aspetto tra gli altri che vengono presi in considerazione nei processi di investimento. Ciò non significa che esistano restrizioni esplicite legate ai fattori ESG nell'universo d'investimento. Seguendo questa definizione, l'integrazione ESG si riferisce esclusivamente alla considerazione dei fattori ESG nell'analisi degli investimenti e nel processo decisionale, indipendentemente da quale sia l'effetto effettivo di questa considerazione. Da questo punto di vista, l'impatto di un'azienda sull'ambiente o sulla società non fa parte dell'integrazione ESG, poiché l'integrazione si concentra solo sui fattori ESG finanziariamente rilevanti. A differenza degli approcci di *screening*, l'integrazione ESG non è vincolante per il processo decisionale di investimento, dal momento che non prescrive né preclude alcuna opportunità di investimento. In altre parole, l'integrazione ESG non implica necessariamente un approccio vincolante di selezione o *screening* legato alla sostenibilità. Per le categorie di investimento legate alla sostenibilità proposte da questa metodologia, tuttavia, i processi di selezione vincolanti sono una condizione necessaria. Questo è il motivo per cui la metodologia non tiene conto di quei volumi di investimenti legati alla sostenibilità che utilizzano solo l'integrazione ESG. Al contrario, gli investimenti che utilizzano l'integrazione ESG possono essere classificati nella nostra metodologia solo se la loro integrazione ESG comporta un processo di selezione o *screening* vincolante legato alla sostenibilità.

Thematic Investment

L'investimento tematico è definito come selezione di *asset* al fine essere esposti a tendenze specifiche. Tali tendenze possono riferirsi a dinamiche economiche, tecnologiche, demografiche, sociali o ambientali. Il fondamento dell'investimento tematico risiede nella convinzione che tali tendenze siano strettamente connesse al rischio e al rendimento degli investimenti. È importante sottolineare che gli investimenti tematici non si limitano all'ottimizzazione del rischio e del rendimento degli investimenti. Questa strategia può altresì supportare l'incremento dell'esposizione ai *trend* di sostenibilità in quanto gli investitori possono finanziare un progetto con l'obiettivo di sostenere la tendenza verso un maggiore utilizzo di queste pratiche. Per gli investimenti tematici sono rilevanti esclusivamente gli investimenti legati alla sostenibilità (ossia gli investimenti che si concentrano su tendenze collegate a questioni di sostenibilità).

Engagement (o Stewardship)

La strategia di *engagement* è definita come l'utilizzo dei diritti e dell'influenza degli investitori per proteggere e migliorare il valore complessivo a lungo termine per clienti e beneficiari, compresi i beni economici, sociali e ambientali comuni da cui dipendono i loro interessi. Esempi di *engagement* sono la nomina di amministratori nel consiglio di amministrazione di una società, la presentazione di proposte agli azionisti, il voto in sede di assemblea degli azionisti o l'impegno diretto con il *management* delle potenziali partecipate. La protezione dei diritti degli azionisti e la valorizzazione a lungo termine hanno a oggetto sia il valore di mercato di un portafoglio, sia la preservazione di tutti quei beni ambientali, naturali, intellettuali, sociali e istituzionali in cui l'azienda opera. In altre parole, la strategia di *engagement* non riguarda solo la protezione e il miglioramento della *performance* finanziaria di portafoglio, ma anche la protezione e il miglioramento dell'ambiente e della società a lungo termine, come base per l'attività economica. Di conseguenza, l'*engagement* può essere utilizzato come approccio d'investimento legato alla sostenibilità per attuare tutti i tipi di obiettivi d'investimento (ottimizzazione del rischio e del rendimento dal punto di vista ESG o contributo positivo agli impatti sociali o ambientali).

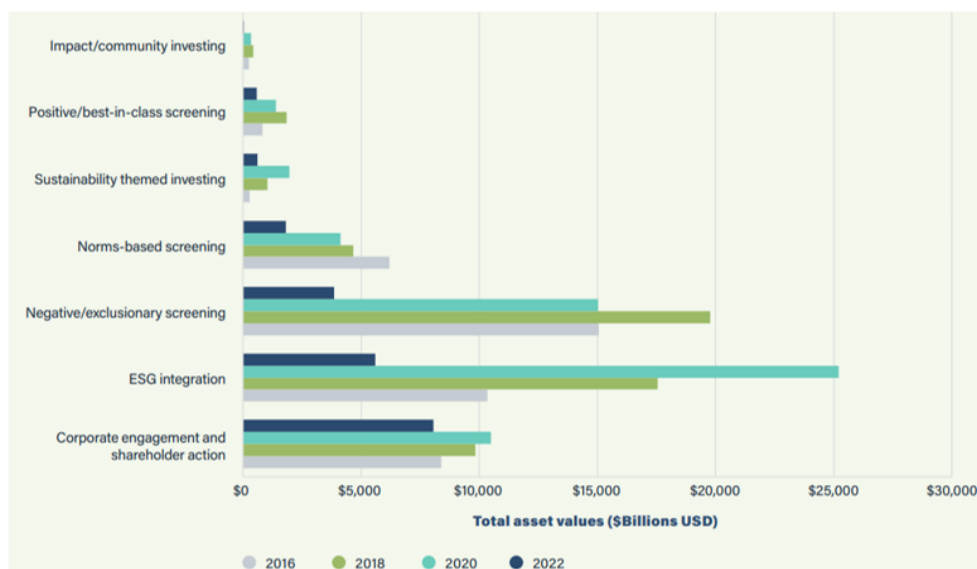
Impact Investing

Si considera infine la strategia di *Impact Investing* che si rivolge alla generazione di rendimento creando al contempo un impatto sociale o ambientale positivo. Gli investitori orientati all'*Impact Investing* considerano l'impegno di un'azienda per la responsabilità sociale d'impresa o il dovere di servire positivamente la società nel suo complesso. A differenza delle altre strategie discusse, l'*Impact Investing* presuppone un maggiore livello di coinvolgimento e di controllo sulle attività che si rivolgono al conseguimento dell'impatto ricercato, e per tale ragione è un approccio che si rivolge a contesti specifici.

3.1.2 Il mercato degli SRI: dimensioni e tendenze

A seguito della descrizione delle strategie di investimento sostenibile, è a questo punto interessante comprendere le dimensioni e i *trend* che caratterizzano ciascun approccio. GSIA fornisce su base periodica un aggiornamento in tal senso, riflettendo le dinamiche del settore degli investimenti sostenibili sia in termini aggregati che attraverso le diverse regioni di riferimento.

Figura 4 – Le Strategie di Investimento Sostenibile²⁴



La Figura 4 illustra la dimensione delle strategie di investimento sostenibili al 2022, offrendo al contempo un quadro evolutivo a partire dal 2016. Innanzitutto, si considera come al 2022 il totale degli investimenti sostenibili (definiti come *Asset Under Management* o AUM) sia di 20,5 trilioni di dollari, circa il 24% dell'ammontare globale di AUM. L'approccio prevalente riguarda l'*engagement* diretto con l'azienda con un controvalore maggiore agli 8 trilioni di dollari. Segue la strategia di *ESG Integration* con circa 5,6 trilioni di dollari in AUM. Tra le strategie di *screening* poi, la selezione negativa appare quella di maggiore applicazione con 3,8 trilioni di dollari, con lo *screening* basato sulle norme e il Positive/Best-in-Class Screening attestati rispettivamente a 1,8 trilioni e 574 miliardi di dollari. In linea con quest'ultimo appaiono i *Thematic Investment* con 598 miliardi di dollari. Risulta infine di limitata applicazione la strategia relativa all'*Impact Investing* (55 miliardi di dollari), che, come discusso, richiede una forte correlazione tra il progetto ed il risultato perseguito, limitandone per certi versi l'applicazione su larga scala. Tutte le categorie mostrano un netto calo rispetto ai dati riportati nel 2020, un *trend* fortemente legato alla differente classificazione degli investimenti sostenibili negli Stati Uniti, che non rende possibile una comparazione omogenea dei dati.

²⁴ GSIA (2023). Global Sustainable Investment Review 2022.

Figura 5 – Proporzione degli investimenti sostenibili regione²⁵

REGION	2016	2018	2020	2022
Europe	12,040	14,075	12,017	14,054
Canada	1,086	1,699	2,423	2,358
Australia & New Zealand	516	734	906	1,220
Japan	474	2,180	2,874	4,289
Sub-total (USD Billions)	14,115	18,688	18,220	21,921
% change		32%	-3%	20%
United States	8,723	11,995	17,081	8,400
Total (USD Billions)	22,838	30,683	35,301	30,321
% change		34%	15%	n/a

Con riferimento alla scomposizione geografica (Figura 5), si osserva il ruolo da *leader* dei paesi europei che si attestano in 14 trilioni di dollari in AUM (in crescita rispetto al 2020), seguiti dagli Stati Uniti con 8,4 trilioni (in contrazione rispetto al precedente *report*). Tra gli altri mercati di interesse, vi è il Giappone, con quasi 4,3 trilioni di dollari in scia ad un'importante crescita rispetto al 2020. In lieve calo appare il Canada, con circa 2,4 trilioni di dollari in AUM, mentre la regione Australia e New Zealand chiude a 1.2 trilioni di dollari, segnando un *trend* di crescita.

3.1.3 Il Rischio del *Greenwashing*

Con il fenomeno del *greenwashing* si intende quel comportamento volontario, mediante cui un'entità presenta dichiarazioni, oppure compie azioni relative alla sostenibilità che non sono chiare, equilibrate o veritiere, inducendo in errore consumatori e investitori (de Freitas Netto, 2020)²⁶. La ricerca accademica si è concentrata negli ultimi anni proprio nella definizione di questa tipologia di pratiche, individuandone diverse accezioni. Delmas e Burbano (2011)²⁷ definiscono il *greenwashing* come sinonimo di scarse *performance* ambientali pur a fronte di una comunicazione positiva sulle stesse da parte dell'azienda. Baum (2012)²⁸ considera il *greenwashing* quale l'atto di diffondere disinformazione ai consumatori in merito alle pratiche ambientali di un'azienda o ai benefici

²⁵ GSIA (2023). Global Sustainable Investment Review 2022.

²⁶ de Freitas Netto, S. V., Sobral, M. F. F., Ribeiro, A. R. B., Soares, G. R. D. L. (2020). Concepts and forms of greenwashing: A systematic review. *Environmental Sciences Europe*, 32, 1-12.

²⁷ Delmas, M., Burbano, V. (2011). The drivers of greenwashing. *Calif Manag Rev* 54(1), 64–87.

²⁸ Baum, L. (2012). It's Not Easy Being Green ... Or Is It? A content analysis of environmental claims in magazine advertisements from the United States and United Kingdom. *Environ Commun* 6(4), 423–440.

ambientali di un prodotto o servizio. Tateishi (2017)²⁹ riassume il fenomeno come una comunicazione tesa a ingannare i consumatori e gli *stakeholder* esterni in generale in merito alle *performance* e ai benefici ambientali divulgando informazioni negative e diffondendo informazioni positive su un'organizzazione, un servizio o un prodotto. Emerge da tutti questi contributi una duplice considerazione del fenomeno: da un lato la limitazione della *disclosure* (o una *disclosure* selettiva) di informazioni negative relative alle *performance* di sostenibilità dell'azienda, a fronte di una maggiore enfasi su informazioni positive afferenti alla stessa *performance*.

Sotto un profilo istituzionale, l'Unione Europea definisce il fenomeno con la scarsa affidabilità delle dichiarazioni ambientali, che si traduce in una bassa fiducia da parte dei consumatori. Questi possono essere infatti ingannati dal momento che le aziende possono dare una falsa impressione del loro impatto o dei loro benefici ambientali traendo un indebito beneficio da questo tipo di comunicazione. Il *Securities and Markets Stakeholder Group* (SMSG) critica questa definizione di *greenwashing*, poiché si concentra esclusivamente sugli *standard* ambientali e non considera gli *standard* sociali e di *governance* (ESMA, 2023)³⁰. Si suggerisce quindi una definizione più ampia, come *ESG-washing* o *sustainability washing*, sottolineando l'importanza di completare e chiarire il quadro regolamentare. Infine, si sottolinea che la mancanza di una comprensione chiara di *greenwashing* rende difficile il lavoro dei supervisori, che dovrebbero quindi intervenire per aumentare la certezza giuridica, considerando che i media possono utilizzare il termine in un senso più ampio rispetto alla sua definizione regolamentare. Secondo il rapporto, oltre al *greenwashing*, si evidenzia poi il cosiddetto *green-bleaching*, ovvero quel comportamento attraverso cui i partecipanti al mercato finanziario scelgono di non reclamare le caratteristiche ESG dei loro prodotti per evitare regolamentazioni aggiuntive e potenziali rischi legali. Per contrastare il *greenwashing*, il SMSG ritiene innanzitutto molto importante chiarire concetti correlati e terminologia strettamente correlata (es. "verde", "ESG", e "sostenibile", così come i riferimenti a strategie quali "*impact investing*" e "investimenti sostenibili").

Sempre secondo il SMSG, la chiave per evitare il *greenwashing* è, insita nell'allineamento tra affermazioni riguardanti le caratteristiche e gli obiettivi ESG e/o le metriche ESG (inclusa la classificazione ESG SFDR, le divulgazioni e le metriche) e le vere caratteristiche del prodotto. Le rappresentazioni erranee possono costituire *greenwashing*. In particolare, la mancanza attuale di dati grezzi e di quadri normativi completi e integrati possono comportare rappresentazioni erranee non

²⁹ Tateishi E (2017). Craving gains and claiming "green" by cutting greens? An exploratory analysis of greenfield housing developments in Iskandar Malaysia. *J Urban Aff* 40(3), 370–393.

³⁰ ESMA (2023). SMSG advice to ESMA on additional questions relating to greenwashing. Report pubblicato il 16 marzo 2023.

intenzionali, che creano possibili vuoti in cui le pratiche di *greenwashing* possono insediarsi. Il SMSG inoltre guarda alla possibile incorporazione del concetto di materialità nella definizione di *greenwashing*. I principali aspetti relativi al *greenwashing* per un intermediario finanziario riguardano: reputazione, fiducia dei consumatori, possibili impatti finanziari negativi e rischio di non *compliance* rispetto alle normative applicabili al settore (ESMA, 2023)³¹. Queste sono solo alcune delle tipologie di rischio più comuni, e spesso le aziende devono affrontare una combinazione di più di queste tipologie di rischio. In tal senso, vista l'importanza di una comunicazione trasparente e veritiera è quindi necessario affermare dei principi coerenti nella comunicazione aziendale, con l'obiettivo di ridurre (o eliminare) la possibilità di pratiche non corrette.

3.2 NFRD e SFDR: Normativa ESG e Implicazioni per gli Operatori

L'Unione Europea, come anticipato, ha assunto un ruolo di *leadership* in campo normativo, con l'obiettivo di definire criteri quanto più possibile chiari e trasversali in fatto di *disclosure* e definizione delle attività *green*. Le linee di azione si sono riflesse in una serie di interventi mirati a regolamentare i diversi aspetti legati alla sostenibilità da parte degli enti finanziari e non.

3.2.1 Sviluppo della NFRD

Introdotta nel 2014, la Direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Direttiva 2014/95/UE, o NFRD) costituisce una modifica della Direttiva contabile (Direttiva 2013/34/UE) ed è stata adottata nel 2014. Si evidenzia come già da un decennio, l'Unione Europea consideri la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario fondamentale nella gestione del cambiamento verso un'economia globale sostenibile, combinando la redditività a lungo termine con la equità sociale e protezione dell'ambiente. L'obiettivo della direttiva NFRD è stato pertanto quello di portare la trasparenza delle informazioni sociali e ambientali fornite dalle imprese di tutti i settori a un livello analogamente elevato in tutti gli stati membri migliorando il livello di comunicazione delle informazioni di carattere non finanziario da parte delle imprese di grandi dimensioni. Ai sensi della direttiva NFRD, le grandi società quotate, le banche e le compagnie di assicurazione (enti di interesse pubblico) con più di 500 dipendenti sono tutte tenute a pubblicare relazioni sulle politiche attuate in relazione a: responsabilità sociale e trattamento dei dipendenti, rispetto dei diritti umani, lotta alla corruzione attiva e passiva e al livello di diversità nei consigli di amministrazione delle società (in termini di età, genere, percorso formativo e professionale).

³¹ ESMA (2023). SMSG advice to ESMA on additional questions relating to greenwashing. Report pubblicato il 16 marzo 2023.

In particolare, la NFRD ha imposto per la prima volta alle imprese di divulgare informazioni sui loro modelli di *business*, sulle politiche (compresi i processi di dovuta diligenza implementati), sui risultati, sui rischi e sulla gestione dei rischi e sugli indicatori chiave di prestazione (KPI) rilevanti per l'attività. La copertura iniziale del NFRD ha visto circa 6.000 delle maggiori realtà operanti nell'Unione Europea tenute a comunicare informazioni di carattere non finanziario ai sensi della direttiva NFRD. Tuttavia, la direttiva ha lasciato una discreta flessibilità nell'attuazione delle sue disposizioni dal momento che non richiede l'uso di un principio o di un quadro normativo in materia di rendicontazione di carattere non finanziario, né impone obblighi di informativa dettagliati (come indicatori dettagliati per ciascun settore di riferimento). Di conseguenza, è emersa una certa discrepanza nella divulgazione di informazioni pertinenti nel modo che ritengono più utile con le società che possono pertanto includere una dichiarazione di carattere non finanziario nella loro relazione sulla gestione o, a determinate condizioni, redigere una relazione separata.

Pertanto, sebbene l'adozione della direttiva NFRD nel 2014 abbia rappresentato un passo importante verso una maggiore trasparenza e responsabilità delle imprese in materia sociale e ambientale, la crescente sensibilità verso le informazioni di carattere non finanziario, principalmente da parte di investitori e di organizzazioni della società civile, richiede alle imprese un maggiore e migliore *disclosure* delle informazioni sulle proprie *performance* e sugli impatti sociali e ambientali. Inoltre, è emersa con il tempo una tendenza globale da parte di un'ampia varietà di organizzazioni e *stakeholder* diversi che richiedono di prendere in considerazione un nuovo approccio normativo alla rendicontazione non finanziaria. Come verrà spiegato di seguito, il testo della direttiva NFRD e la sua attuazione hanno presentato alcune carenze. Come indicato nella valutazione d'impatto iniziale pubblicata dalla Commissione Europea nel gennaio 2020³², è emerso come non vi fossero sufficienti informazioni disponibili al pubblico sull'impatto delle questioni non finanziarie, e in particolare sulle questioni di sostenibilità, sulle imprese e sull'impatto delle imprese stesse sulla società e sull'ambiente. Inoltre, le imprese erano chiamate a sostenere costi inutili ed evitabili nella comunicazione di informazioni a carattere non finanziario affrontando al contempo incertezze e complessità nel decidere cosa, dove e come comunicare le informazioni di carattere non finanziario. Per alcune società del settore finanziario, questa complessità derivava anche dai diversi obblighi di natura informativa contenuti in vari atti legislativi dell'Unione Europea. In molti casi è poi emersa la pressione parallela per le imprese assoggettate nel rispondere alle richieste da parte delle agenzie di

³² Commissione Europea (2024). Corporate Sustainability Reporting. https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Corporate-Sustainability-Reporting/feedback_en?p_id=6301890.

rating ESG e di altre categorie di *stakeholder*, indipendentemente dalle informazioni pubblicate ai sensi della direttiva NFRD (*Alliance for Corporate Transparency*, 2021)³³.

L'11 dicembre 2019, nella sua comunicazione sul *Green Deal* europeo, la Commissione Europea ha individuato la necessità di una nuova strategia per finanziare la crescita sostenibile, riconoscendo il ruolo chiave del settore privato nel finanziamento della transizione verde e la necessità di un indirizzo strategico di lungo termine per incanalare i flussi finanziari e di capitale verso gli investimenti verdi. Questo nuovo corso 2021 ha individuato una serie di azioni, tra cui la revisione della NFRD. Al fine di colmare le carenze emerse, la revisione della NFRD ha mirato pertanto a:

- Garantire accesso per gli investitori a informazioni di carattere non finanziario adeguate da parte delle imprese, in modo da poter tenere conto dei rischi, delle opportunità e degli impatti legati alla sostenibilità nelle loro decisioni di investimento,
- Garantire che le organizzazioni della società civile, i sindacati e altri soggetti abbiano accesso a informazioni non finanziarie adeguate da parte delle imprese per poterle chiamare a rispondere del loro impatto sulla società e sull'ambiente, e
- Ridurre oneri eccessivi per le imprese in materia di comunicazione di informazioni di carattere non finanziario.

Questo processo ha portato all'approvazione da parte del Parlamento Europeo 10 November 2022, della *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) con l'obiettivo di sostituire la precedente NFRD. La CSRD porta ad importanti cambiamenti nelle modalità di gestione, nella valutazione del rischio e nella sua gestione, nella trasparenza, nella rendicontazione e nella *compliance* informativa delle aziende. Il primo aspetto di rilievo riguarda come detto l'estensione dell'ambito applicativo, con una copertura diretta estesa a circa il 75% dell'intero sistema economico europeo, con le altre imprese che saranno comunque interessate in maniera indiretta attraverso le catene del valore. Inoltre, i poteri della direttiva si estendono al di là dei confini dell'Unione Europea per comprendere le realtà che operano con o all'interno della stessa, in una prospettiva di *compliance* dell'intera catena del valore. La CSRD richiede alle aziende di divulgare informazioni sull'impatto delle loro attività sulla società, sull'ambiente e sulla *governance*, unitamente a informazioni afferenti ai diversi rischi di carattere climatico a cui le aziende sono esposte (secondo la cosiddetta matrice di doppia materialità), al fine di considerare l'impatto dell'azienda non solo sul base indipendente, ma anche all'interno dell'intera catena del valore. Nella formulazione di una comunicazione coerente rispetto ai tre pilastri ESG, la

³³ Alliance for Corporate Transparency (2021). Reform of the EU Non-financial Reporting Directive: A Push Towards Future-proof Reporting Obligations. Full disclosure: monthly briefing on EU Corporate Transparency Regulation · March 2021 Issue

direttiva richiede l'identificazione dei rischi, di una strategia sostenibile di mitigazione (o eliminazione) nonché la predisposizione di obiettivi quantitativi. In questo processo, l'azienda è pertanto chiamata a coinvolgere i propri *stakeholder* in una prospettiva più ampia rispetto al precedente approccio del NFDR. Con la CSRD si richiede la redazione di un unico bilancio, ovvero integrato (bilancio di gestione, bilancio e bilancio di sostenibilità all'interno di un unico documento), in cui i risultati e le definizioni afferenti alla gestione d'impresa risultino coerenti, chiari e dimostrabili, secondo un criterio di trasparenza.

In termini operativi, si nota quindi un maggiore sforzo in capo alle aziende. Per favorire la piena applicazione della direttiva attraverso un periodo di transizione, il primo anno di conformità viene definito con l'anno finanziario 2024 per le aziende con più di 500 dipendenti, mentre a partire dal 2025 la piena *compliance* sarà richiesta a tutte le aziende con più di 250 dipendenti. L'aspetto di maggior importanza riguarda infine la verifica della relazione integrata da parte di un esperto indipendente (garanzia limitata, che si trasformerà in una garanzia ragionevole in 3 anni). Il 2024 si configura quindi come un vero e proprio anno di valutazione del livello di prontezza, permettendo da un lato l'analisi delle possibili lacune e dall'altro lo sviluppo di strategie, metodologie e strumenti atti al raggiungimento del livello richiesto di *compliance*.

In conclusione, la CSRD pone al centro lo sviluppo di una strategia, di obiettivi e di attività sostenibili quale processo che richiede conoscenze specializzate, nuove competenze e approcci innovativi. Nella visione proposta dell'Unione Europea, il futuro vantaggio competitivo rispetto a investitori, mercato, all'acquisizione di talenti e alla reputazione dell'azienda non potrà che essere il risultato dell'implementazione efficace di una strategia di sostenibilità, comunicata in modo chiaro e trasparente nella reportistica aziendale.

3.2.2 Panoramica del SFDR normative/tassonomia UE 2019/2088

Il Regolamento dell'Unione Europea sulla Divulgazione delle Informazioni Finanziarie Sostenibili (*Sustainable Finance Disclosure Reporting*, o SFDR), entrato in vigore nel marzo 2021, rappresenta una pietra miliare nella legislazione finanziaria europea, segnando un'evoluzione significativa nella regolamentazione del settore finanziario verso una maggiore sostenibilità. Questo regolamento, introdotto nel 2019 come parte di un'ampia iniziativa dell'Unione Europea, denominata *Green Deal*, è mirato ad incentivare una crescita economica sostenibile, e si inserisce in un contesto globale in cui le questioni ambientali e sociali sono divenute preponderanti nell'agenda politica ed economica.

Dall'inizio del nuovo millennio, si è assistito a un crescente interesse e preoccupazione per gli impatti ambientali e sociali delle attività aziendali, e in tale ottica anche gli investimenti finanziari hanno

giocato un ruolo chiave. Le sfide poste dal cambiamento climatico, dalla perdita di biodiversità, dalle disuguaglianze sociali e dai problemi di governance hanno spinto i regolatori e gli investitori a riconsiderare il modo in cui gli investimenti possono contribuire o danneggiare il benessere della società e dell'ambiente. In un simile scenario, l'Unione Europea, attraverso il SFDR intende riorientare il flusso di capitali verso attività più sostenibili, promuovendo al contempo la trasparenza e la responsabilità nel settore finanziario.

Il SFDR richiede che tutte le entità finanziarie operanti all'interno dell'Unione Europea, come gestori di fondi, banche, consulenti finanziari e compagnie di assicurazione, forniscano informazioni dettagliate sui rischi di sostenibilità associati ai loro prodotti finanziari e sulle pratiche aziendali. L'obiettivo è quello di consentire agli investitori, sia istituzionali che *retail*, assumere decisioni informate sulla base dell'impatto ambientale e sociale dei loro investimenti. Inoltre, il regolamento intende contrastare il fenomeno del *greenwashing*, fornendo un quadro normativo chiaro e dettagliato per la comunicazione delle informazioni sulla sostenibilità. Il SFDR stabilisce tre obiettivi principali:

- Migliorare la qualità e la comparabilità delle informazioni sulla sostenibilità dei prodotti finanziari,
- Garantire condizioni di concorrenza eque tra le imprese europee e quelle extra-Unione Europea, e
- Contrastare le pratiche di *greenwashing*.

Al fine di raggiungere questi obiettivi, il regolamento impone la divulgazione di politiche di sostenibilità sia a livello aziendale che di prodotto, fornendo linee guida per la classificazione dei prodotti finanziari in base alla loro sostenibilità. Si richiede contestualmente alle aziende di comunicare questa classificazione all'interno del proprio materiale di *marketing*.

Una delle sfide maggiori nella realizzazione degli obiettivi del SFDR riguarda l'integrazione di queste nuove richieste di *disclosure* all'interno dei sistemi aziendali e di *reporting* già complessi. La necessità di raccogliere, analizzare e comunicare dati affidabili e pertinenti su una vasta gamma di fattori ambientali, sociali e di *governance* ha richiesto uno sforzo significativo in capo alle imprese finanziarie. Inoltre, la definizione stessa di cosa risponda ad un "investimento sostenibile", come discusso, è stata oggetto di ampio dibattito e interpretazione da parte di accademici e *policy marker*.

Nonostante queste sfide, il SFDR segna un passo importante a favore di una maggiore trasparenza e responsabilità nel settore finanziario europeo. Con la crescente enfasi posta sui rischi e le opportunità legati alla sostenibilità, il SFDR si configura come importante strumento per influenzare significativamente le pratiche di investimento e il comportamento delle imprese nel panorama finanziario europeo e globale. In ultima analisi, l'obiettivo del SFDR è quello di contribuire a

un'economia più sostenibile e resiliente, allineando gli investimenti con gli obiettivi a lungo termine di sostenibilità ambientale e sociale.

All'interno dell'ambito di applicazione del SFDR ricade la cosiddetta *EU Taxonomy Regulation* che intende definire il concetto di attività economica sostenibile. Entrata in vigore in 12 luglio 2020, il regolamento è parte integrante del *Green Deal*. Secondo il regolatore europeo, un'attività sostenibile deve essere concepita per sostenere la trasformazione dell'economia dell'Unione Europea al fine di conseguire gli obiettivi del *Green Deal* europeo, compreso il *target* della neutralità climatica per il 2050. Come strumento di classificazione, la tassonomia europea cerca di fornire chiarezza alle aziende, ai mercati dei capitali e ai responsabili politici su quali attività economiche sono sostenibili. In quanto strumento di *screening*, cerca di sostenere i flussi di investimento verso tali attività. Come sistema di classificazione, la tassonomia ha come obiettivo principale quello di affrontare le pratiche di *greenwashing*, consentendo agli operatori di mercato di identificare e investire in *asset* sostenibili con maggiore sicurezza. Tuttavia, il regolamento impone anche alle società e ai partecipanti ai mercati finanziari nuovi obblighi di informativa legati alla tassonomia. Al cuore del regolamento sulla tassonomia vi sono i seguenti pilastri³⁴:

- Classificazione delle attività economiche eco-sostenibili e relativi requisiti,
- Definizione dell'attività assicurativa non vita come contributrice all'adattamento ai cambiamenti climatici (per i pericoli legati al clima), e
- Obblighi di *disclosure* su investimenti e *underwriting* per i soggetti tenuti a redigere *disclosure* non finanziaria.

I sei obiettivi fissati della tassonomia sono: 1) mitigazione dei cambiamenti climatici, 2) adattamento ai cambiamenti climatici, 3) uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine, 4) transizione verso un'economia circolare, 5) prevenzione e riduzione dell'inquinamento e 6) protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi. La tassonomia assegna ai *Technical Screening Criteria* (TSC) il ruolo di definire i requisiti e le soglie specifiche affinché un'attività possa essere considerata come nel produrre un contributo significativo verso un obiettivo (o più obiettivi) di sostenibilità. Affinché un'attività che persegue uno o più dei sei obiettivi, ed essere considerata sostenibile, opera il criterio fondamentale per cui la stessa non debba arrecare un danno significativo a nessuno degli altri obiettivi della Tassonomia.

All'interno delle attività che contribuiscono al raggiungimento degli obiettivi ambientali, la Tassonomia definisce anche due categorie di classificazione: attività abilitanti e attività di transizione,

³⁴ Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea (2020). Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council.

che includono nel perimetro di applicazione della Tassonomia attività che altrimenti non sarebbero state considerate sostenibili nel contribuire all'obiettivo generale di promozione della sostenibilità. Le attività abilitanti consentono ad altre attività di contribuire agli obiettivi ma occorre evidenziare come le attività abilitanti non possano portare a un *lock-in* di risorse che comprometterebbe gli obiettivi ambientali a lungo termine. Le attività abilitanti devono inoltre avere un impatto ambientale positivo sostanziale durante il ciclo di vita dell'attività. Le attività di transizione devono contribuire alla mitigazione dei cambiamenti climatici e a mantenere il livello del riscaldamento globale in linea con gli impegni dell'Accordo di Parigi. Le attività di transizione sono ammissibili solo alle seguenti condizioni:

- Non esistono alternative a basse emissioni di carbonio tecnologicamente o economicamente fattibili,
- I livelli di emissione di gas serra corrispondono alle migliori prestazioni del settore o dell'industria, e
- L'attività non comporta una dipendenza dalle emissioni di carbonio né ostacola lo sviluppo e la diffusione di alternative a basse emissioni di carbonio.

Le entità che rientrano nell'ambito dell'SFDR sono chiamate a fare *disclosure* di informazioni sull'allineamento alla tassonomia dei loro prodotti. L'informativa riguarda i prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili (Art. 9 prodotti SFDR) e quelli con caratteristiche ambientali o sociali (Art. 8 prodotti SFDR). Questa informativa è definita come *disclosure* della Tassonomia ai sensi dell'Art. 5 e Art. 6. L'informativa riguarda le modalità e la misura attraverso cui gli investimenti sottostanti il prodotto finanziario corrispondono ad attività economiche che si qualificano come ecosostenibili ai sensi della Tassonomia. Per i prodotti finanziari che non tengono conto dei criteri definiti dell'Unione Europea per le attività economiche ecosostenibili, l'entità deve fornire tale *disclosure* all'interno della sua informativa (*disclosure* della Tassonomia ai sensi dell'Art. 7).

L'importanza della Tassonomia va ben al di là dei più immediati casi applicativi. Ad esempio, la recente introduzione del nuovo *standard* europeo per le obbligazioni verdi (pubblicato il 30 novembre 2023) rappresenta una grande opportunità per l'utilizzo della Tassonomia come parametro di riferimento per l'ammissibilità nel campo delle obbligazioni. Il collegamento tra Tassonomia e obbligazioni verdi crea un canale diretto con i mercati dei capitali dell'Unione Europea e potenzialmente globali. Inoltre, il nuovo marchio *Ecolabel* europeo per i prodotti finanziari al dettaglio include le soglie definite dalla Tassonomia per gli investimenti minimi in attività economiche ecosostenibili.

3.2.2.1 Implementazione

Le Norme Tecniche di Regolamentazione (*Regulation Technical Standards*, o RTS, attualmente in fase di bozza) forniscono specifiche dettagliate sul contenuto, la metodologia e la presentazione delle informazioni richieste dall'Art. 4(1)-(5) del SFDR. Le informazioni forniscono linee guida circa l'utilizzo di indicatori di sostenibilità relativi a impatti negativi sul clima, altri impatti ambientali, questioni sociali, diritti dei lavoratori, rispetto dei diritti umani e delle norme anti-corrruzione. Questi indicatori sono suddivisi a loro volta in un insieme di indicatori universali obbligatori e indicatori aggiuntivi facoltativi per fattori ambientali e sociali. L'Autorità Europea di Vigilanza (ESA) ha rivisto il bilanciamento tra questi indicatori, riducendo il numero di quelli obbligatori e aumentando quelli facoltativi. Inoltre, sono stati introdotti indicatori separati per gli impatti degli investimenti in aziende, enti statali e beni immobiliari.

La *disclosure* richiesta non si limita agli indicatori, ma include elementi di natura qualitativa quali sintesi sulla gestione delle tematiche legate alla sostenibilità, politiche per l'identificazione degli impatti negativi principali, azioni intraprese e pianificate per mitigarli, adesione agli *standard* internazionali e un confronto storico riferito ad almeno cinque precedenti periodi in oggetto, al fine di meglio comprendere l'andamento della gestione. Le RTS sono state introdotte mediante una fase di implementazione graduale, con un quadro di relazione annuale sugli impatti negativi principali. Sebbene i requisiti del SFDR relativi alla divulgazione degli impatti negativi principali siano applicabili dal 10 marzo 2021, i dettagli aggiuntivi specificati dalle RTS sono stati riportati in conformità con le RTS a partire dal 1° gennaio 2022. Tuttavia, per i partecipanti al mercato finanziario che pubblicano per la prima volta la dichiarazione degli impatti negativi principali di sostenibilità in conformità con le RTS, non stata è richiesta la *disclosure* di informazioni relative a un precedente periodo di riferimento fino al 2023. Ai sensi dell'articolo 4(5) del SFDR, I consulenti finanziari sono tenuti a divulgare in linea con i loro obblighi, sia quando considerano gli impatti negativi principali nei loro consigli che nel caso contrario. Per le *disclosure* pre-contrattuali a livello di prodotto, di caratteristiche ambientali o sociali e obiettivi di investimento sostenibile, le RTS stabiliscono i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni da divulgare a livello pre-contrattuale. Le RTS, pur rappresentando un passo importante verso la trasparenza e la condivisione di informazioni sugli impatti degli investimenti, presentano alcune sfide. Queste includono la complessità delle informazioni per i consumatori, la necessità di una maggiore flessibilità nell'implementazione a livello nazionale e rispetto alle diverse categorie di prodotti, nonché le preoccupazioni per il potere di prezzo oligopolistico dei fornitori di dati e delle agenzie di *rating*. Inoltre, pur demandando un giudizio finale all'osservazione della pratica, vi è il rischio che le RTS assumano un carattere eccessivamente prescrittivo, risultando in informazioni di elevata complessità

per la comprensione dei consumatori. È quindi auspicabile, in questa fase, un'implementazione connotata da un certo grado di flessibilità, con un *focus* sull'oggetto stesso dell'informativa piuttosto che sulle modalità attraverso cui la *disclosure* deve essere rappresentata, il tutto al fine di un approccio eccessivamente normativo.

In sintesi, il SFDR e le relative RTS rappresentano un passo significativo verso una maggiore responsabilità e trasparenza nel settore finanziario. Pur in presenza di alcune sfide applicative, il potenziale del SFDR per guidare un cambiamento positivo nel settore finanziario appare significativo, aprendo la strada a un futuro più sostenibile e responsabile.

3.2.2.2 Impatto del SFDR: requisiti trasparenza per gli intermediari finanziari

Per comprendere gli impatti del SFDR sugli intermediari finanziari, occorre innanzitutto comprendere gli aspetti che ne caratterizzano l'attività operativa. Le norme IFRS impongono alle banche e assicurazioni di riconoscere e misurare gli strumenti finanziari, come i prestiti, a valore equo (*fair value*) o al costo ammortizzato, richiedendo pertanto un'attenta valutazione delle perdite attese sui crediti (*Expected Credit Losses*, o *ECL*). Tale processo comporta una revisione del rischio di credito associato a ciascun prestito erogato, influenzato dalla capacità di rimborso del debitore e dal contesto economico attuale. Il SFDR introduce un ulteriore livello di analisi, imponendo la *disclosure* dei rischi ESG che possono influenzare la solvibilità dei debitori. Le banche sono infatti chiamate a considerare l'allineamento delle loro attività di prestito con gli *standard* ESG. Ad esempio, un prestito verso una società con pratiche ambientali non ottimali potrebbe essere considerato più rischioso, non solo a causa delle potenziali sanzioni normative per il debitore, ma anche a causa del rischio reputazionale e della possibilità di impatti negativi sulle *performance* finanziarie dello stesso istituto. Nella pratica, una banca potrebbe adeguare il peso del rischio di un prestito in base alla conformità ESG del debitore. Se quest'ultimo non opera in rispetto degli *standard* ESG, la banca potrebbe incrementare il peso del rischio del prestito, portando a un requisito di capitale più elevato per tale attivo. Questo non solo influisce sulla determinazione dell'adeguatezza patrimoniale della banca, ma anche sulla strategia di erogazione di credito, poiché potrebbe scegliere di ribilanciare i propri attivi a favore di realtà maggiormente conformi agli *standard* ESG per gestire efficacemente il proprio profilo di rischio.

Il SFDR pone inoltre sfide contabili relative agli impegni sul clima, focalizzandosi sulle modalità attraverso cui questi impegni finiscano per influenzare il bilancio e la gestione dei rischi in un'azienda. In particolare, l'*International Financial Reporting Interpretations Committee* (IFRIC) analizza se l'impegno di una società a ridurre o compensare le emissioni di gas serra crei un'obbligazione

implicita e come questa debba essere riconosciuta e valutata secondo lo standard IAS 37. Le linee guida dell'analisi sono³⁵:

- Valutazione dell'Obbligazione Implicita: l'impegno di ridurre o compensare le emissioni diventa una questione contabile nel momento in cui questo crea aspettative valide tra le parti interessate, portando a un'obbligazione implicita per l'azienda. Tale valutazione richiede un'analisi dettagliata delle comunicazioni pubbliche dell'azienda, delle politiche aziendali e delle aspettative create tra i terzi.
- Riconoscimento di una Passività: la decisione di riconoscere una passività è legata alla presenza di un'obbligazione attuale, la probabilità di un deflusso di risorse e la capacità di stimare affidabilmente l'ammontare dell'obbligazione. L'IFRIC sottolinea che solo gli impegni che portano a un'obbligazione attuale, risultante da eventi passati e non dipendente dalle azioni future dell'azienda, dovrebbero essere riconosciuti come passività.
- Trattamento della Passività: se l'obbligazione implicita soddisfa i criteri per essere riconosciuta come passività, l'azienda deve decidere se il costo associato sarà trattato come una spesa nel conto economico o come un'attività nello stato patrimoniale. Questo dipende dalla considerazione per cui nel caso in cui la spesa dia origine o fa parte del costo di un elemento che si qualifica per il riconoscimento come attività secondo gli IFRS³⁶.

Spostando l'analisi su un livello di dettaglio più tecnico, la discussione si focalizza ora sulla valutazione e il riconoscimento di obbligazioni implicite secondo IAS 37 nel contesto degli impegni climatici:

- Valutazione dell'Obbligazione Implicita: secondo il paragrafo 10 dello IAS 37, un'obbligazione implicita emerge quando un'azienda, attraverso un consolidato modello di prassi o annunci specifici, ha indicato che assumerà certe responsabilità, creando un'aspettativa valida in altri che tali impegni saranno onorati.
- Riconoscimento di una Passività: il paragrafo 14 dello IAS 37 stabilisce che un accantonamento deve essere rilevato quando esiste un'obbligazione attuale (legale o implicita) come risultato di un evento passato, è probabile l'uso di risorse per adempiere all'obbligazione, e l'ammontare dell'obbligazione può essere stimato in modo affidabile.

L'IAS 37 è uno *standard* internazionale di contabilità emesso dall'IFRS *Foundation*. Questo principio, noto anche come "*Provisions, Contingent Liabilities, and Contingent Assets*" (in italiano

³⁵ IFRS (2024). IFRIC Update March 2024.

³⁶ Questi punti evidenziano l'importanza di una valutazione accurata e di una divulgazione trasparente degli impegni relativi al clima. Per le aziende, l'adozione di queste linee guida non solo assicura la conformità con le normative, ma rafforza anche la loro posizione in un mercato sempre più attento alla sostenibilità e alla responsabilità aziendale.

"Passività, Attività e Passività potenziali"), fornisce linee guida sul riconoscimento, la valutazione e la divulgazione delle passività potenziali e delle passività attuali nei bilanci delle società. Appare evidente la connessione con le considerazioni sin qui svolte in tema di valutazione dei rischi derivanti dalle dimensioni ESG. Di seguito, viene esposta una panoramica dei principali punti chiave dell'IAS 37³⁷:

- *Provisions* (Passività):
 - Una passività è riconosciuta quando una società ha un obbligo presente (legale o implicito) risultante da eventi passati,
 - L'obbligo deve essere stimabile in modo affidabile in termini di importo e il riconoscimento avviene al valore presente di flussi di cassa stimati necessari per onorare l'obbligo,
 - Si devono prendere in considerazione le probabilità di vari esiti futuri per stimare l'importo della passività, e
 - Le passività vengono rivalutate ad ogni chiusura annuale e, se necessario, vengono adeguati in base ai cambiamenti nelle stime.
- *Contingent Liabilities* (Passività potenziali):
 - Le passività potenziali sono situazioni in cui l'obbligo sorgerebbe solo se si verificassero determinate condizioni future incerte, e
 - Le passività potenziali non vengono riconosciute nei bilanci, ma vengono invece divulgate nelle note ai bilanci per informare gli utenti delle informazioni finanziarie sugli impegni futuri della società.
- *Contingent Assets* (Attività potenziali):
 - Le attività potenziali sono situazioni in cui i benefici futuri saranno disponibili solo se si verificheranno determinate condizioni future incerte, e
 - Come le passività potenziali, le attività potenziali non vengono riconosciute nei bilanci ma vengono comunicate nelle note ai bilanci per informare gli utenti delle possibilità future di benefici.
- *Disclosure* (Divulgazione):
 - L'IAS 37 richiede una *disclosure* dettagliata delle passività, delle passività potenziali, delle attività potenziali e delle stime chiave utilizzate nel processo di riconoscimento e valutazione delle passività, e

³⁷ IFRS (2024). IAS 37 Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets.

- Le informazioni dovrebbero aiutare gli utenti a comprendere la natura e l'entità delle passività e degli impegni futuri della società.

In sintesi, l'IAS 37 è un principio contabile che supporta le aziende a trattare in modo accurato e trasparente le passività presenti e potenziali nei loro bilanci. Questo *standard* mira a garantire che le informazioni finanziarie siano affidabili e che gli utenti possano valutare adeguatamente il grado di esposizione di un'azienda a obblighi futuri e a opportunità potenziali. È possibile a questo punto sintetizzare le considerazioni emerse a riguardo dell'implementazione delle linee guida relative alla valutazione e al riconoscimento delle obbligazioni implicite secondo lo IAS 37 nel contesto degli impegni climatici, nonché l'impatto di tali direttive.

Implementazione delle linee guida

Le linee guida dettagliate dall'IFRIC e dall'IAS 37 forniscono un quadro chiaro per le aziende su come valutare e riconoscere le obbligazioni implicite legate agli impegni climatici. Questi aspetti enfatizzano l'importanza della trasparenza e della comunicazione accurata riguardo agli impegni relativi al clima, evidenziando la necessità di una valutazione accurata delle comunicazioni pubbliche dell'azienda e delle aspettative create tra le parti interessate.

Impatto sull'azienda

L'adozione di queste linee guida impatta direttamente sul modo in cui le aziende gestiscono e divulgano i loro impegni relativi al clima. In particolare:

- Le aziende devono valutare attentamente se gli impegni climatici creano obbligazioni implicite che devono essere riconosciute come passività nei loro bilanci.
- L'analisi deve considerare sia gli aspetti legali che quelli impliciti degli impegni climatici e deve essere supportata da comunicazioni pubbliche dell'azienda e politiche aziendali.
- L'accuratezza e la trasparenza nella valutazione e nel riconoscimento delle obbligazioni implicite possono influenzare la percezione degli investitori e degli altri stakeholder sull'affidabilità e sulla responsabilità aziendale.

Impegno per la sostenibilità e la responsabilità aziendale

L'adozione di queste linee guida riflette un impegno crescente delle aziende verso la sostenibilità e la responsabilità aziendale. Oltre ad assicurare la conformità normativa, la valutazione accurata e la divulgazione trasparente degli impegni relativi al clima possono rafforzare la posizione delle aziende in un mercato sempre più attento alla sostenibilità. Questo impatto a livello di bilancio si riflette anche in situazioni di gestione invece del profilo di rischio delle banche nella trasparenza della *disclosure* e nell'erogazione del credito.

Valutazione ESG dei debitori

Le linee guida richiedono alle banche di considerare l'allineamento delle attività di prestito con gli standard ESG. In questo contesto, le pratiche ambientali non ottimali di un debitore possono essere considerate un rischio ESG materiale, influenzando la solvibilità del debitore. Ad esempio, un'azienda con un'impronta ambientale negativa potrebbe essere soggetta a rischi reputazionali e normativi, oltre a potenziali impatti finanziari derivanti da sanzioni o da una peggiore *performance* finanziaria.

Doppio rischio per le banche

Le banche devono affrontare il profilo del doppio rischio associato agli impegni climatici dei loro clienti. Da un lato, vi è il rischio di credito tradizionale, legato alla capacità del debitore di ripagare il prestito. Dall'altro lato, emerge il rischio a carattere ESG, che comprende i potenziali impatti finanziari derivanti da fattori ambientali, sociali e di governance. Le pratiche aziendali non sostenibili o non conformi agli standard ESG possono aumentare il rischio di credito per le banche.

Valutazione delle obbligazioni implicite

Le banche devono valutare accuratamente se gli impegni climatici dei debitori creano obbligazioni implicite che devono essere riconosciute come passività nei loro bilanci. Questa valutazione richiede un'analisi approfondita delle politiche aziendali, delle comunicazioni pubbliche e delle aspettative create tra le parti interessate, considerando sia gli aspetti legali che quelli impliciti degli impegni climatici.

Gestione del rischio ESG

Le banche devono integrare la valutazione del rischio ESG nella loro analisi del rischio di credito. Ciò implica considerare non solo i fattori finanziari tradizionali, ma anche tutti quei rischi e le opportunità legati agli aspetti ambientali, sociali e di *governance* dei debitori. Una gestione efficace del rischio ESG può aiutare le banche a identificare i potenziali rischi derivanti dagli impegni climatici dei loro clienti e ad adottare misure preventive adeguate.

In conclusione, le linee guida relative alla valutazione e al riconoscimento delle obbligazioni implicite secondo lo IAS 37 nel contesto degli impegni climatici hanno un impatto significativo sull'erogazione del credito delle banche in ottica ESG. Le banche devono considerare il profilo del doppio rischio associato agli impegni climatici dei loro clienti e integrare la valutazione del rischio ESG nella loro analisi del rischio di credito per mitigare potenziali rischi finanziari derivanti da pratiche non sostenibili o non conformi agli *standard* ESG.

4. Relazione tra Normativa e Rendimento Finanziario

Sotto un profilo pratico, la crescente sensibilità verso una dimensione della sostenibilità si riflette all'interno del settore finanziario attraverso nuove categorie di rischi. In particolare, due aree emergenti, ovvero il rischio fisico, derivante dai rischi diretti relativi al non allineamento rispetto ai diversi aspetti legati alla sostenibilità, e il rischio di transizione, legato ai rischi derivanti dalla transizione sostenibile, si pongono oggi quali aspetti significativi nella gestione degli intermediari finanziari. Il Capitolo 4 approfondisce queste due dimensioni, descrivendone le caratteristiche distintive delle due categorie di rischio e i rispettivi canali di trasmissione.

4.1 Profilo del doppio rischio del credito di banche sul rendimento degli intermediari finanziari

Le banche sono potenzialmente esposte ai rischi finanziari legati al clima, indipendentemente dalle loro dimensioni, complessità o modello di *business*. I fattori di rischio legati al clima possono riflettersi sugli intermediari e sulle loro attività sotto forma delle categorie di rischio finanziario tradizionali. Le banche sono pertanto chiamate a incorporare i potenziali impatti dei fattori di rischio legati al clima all'interno dei loro modelli di *business* valutando la rilevanza finanziaria di tali rischi. È pertanto necessario gestire i rischi finanziari legati al clima rapportandoli alla natura, alla portata e alla complessità delle loro attività e al livello complessivo di rischio che ciascuna banca è disposta ad accettare. I rischi legati al clima possono avere impatti di ampia portata in termini economico-finanziari sui settori e sulle aree geografiche colpite. Per le istituzioni finanziarie è quindi fondamentale tenere conto delle caratteristiche peculiari di tali rischi, compresi i potenziali canali di trasmissione, la complessità dell'impatto sull'economia e sul settore finanziario, l'incertezza legata ai cambiamenti climatici e le potenziali interazioni tra rischi fisici e rischi di transizione.

All'interno del suo mandato, il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria è chiamato a monitorare i rischi attuali ed emergenti che caratterizzano il sistema finanziario globale, inclusi i potenziali impatti finanziari derivanti dal cambiamento climatico. I rischi finanziari legati al clima possono avere un impatto sulla sicurezza e sulla solidità dei singoli istituti finanziari, dando luogo ad implicazioni più ampie per la stabilità finanziaria all'interno del sistema bancario. La ricerca ad oggi disponibile si è in gran parte concentrata sull'impatto del cambiamento climatico sul sistema finanziario (Gourdel et al., 2024)³⁸. Nell'ambito della ricerca incentrata sulle banche, una serie di studi ha analizzato le modalità attraverso cui i fattori di rischio climatico danno origine a rischi

³⁸ Gourdel, R., Monasterolo, I., Dunz, N., Mazzocchetti, A., Parisi, L. (2024). The double materiality of climate physical and transition risks in the euro area. *Journal of Financial Stability*, 101233.

finanziari (Basel Committee on Banking Supervision, 2022)³⁹. Le autorità di vigilanza finanziaria hanno identificato due principali categorie di rischi climatici che possono ripercuotersi sull'economia e alla finanza, ovvero (Hilaire e Bertram, 2019)⁴⁰:

- I rischi fisici, derivanti dall'impatto degli eventi naturali imprevisti (es. uragani, inondazioni, siccità, etc.) sui beni materiali, portano alla distruzione di infrastrutture, alla riduzione della capacità produttiva, ad interruzioni nelle catene di approvvigionamento delle imprese e in ultimo ad impatti negativi sui contratti in essere. Tutto ciò, a sua volta, incide negativamente sul valore del portafoglio degli operatori finanziari (es. banche, assicurazioni e fondi pensione) che detengono esposizioni nei confronti delle imprese colpite. In termini pratici, un'impresa colpita da un evento estremo, potrebbe non essere in grado di rimborsare gli interessi e in alcuni casi anche il capitale preso in prestito, influenzando il tasso di recupero e il bilancio della banca creditrice. Al contempo, un istituto assicurativo potrebbe essere chiamato a maggiori deflussi per coperture relative a polizze contro eventi climatici estremi.
- I rischi legati alla transizione climatica sono riconducibili all'implementazione di una transizione non organica verso un'economia a basse emissioni di carbonio. È questo il caso in cui le politiche climatiche (es. tasse sul carbonio) e le relative normative sono attuate in ritardo per quanto riguarda gli obiettivi climatici e non possono essere previste dagli investitori. In un simile contesto, è possibile prevedere che le imprese che operano in settori a maggiore contenuto di carbonio incorreranno in costi più elevati e minori ricavi, in quanto saranno maggiormente esposte ai cosiddetti *carbon stranded assets* (come sono definite le attività non recuperabili a causa dell'elevato contenuto di carbonio) (Cahen-Fourot et al., 2021)⁴¹. Questi *asset*, a loro volta, possono portare, in termini sistemici a correzioni di larga portata sul valore degli *asset*, con potenziali implicazioni sulla stabilità economica e finanziaria degli istituti maggiormente esposti.

I rischi fisici e di transizione sono interconnessi. Infatti, ritardare l'introduzione di politiche climatiche e la decarbonizzazione dell'economia porta a una maggiore concentrazione di emissioni in atmosfera, e quindi a una maggiore probabilità di *shock* climatici più precoci e dirompenti. Al contempo, questo

³⁹ Basel Committee on Banking Supervision (2022). Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks.

⁴⁰ Gourdel, R., Monasterolo, I., Dunz, N., Mazzocchetti, A., Parisi, L. (2024). La doppia rilevanza dei rischi climatici, fisici e di transizione nell'area dell'euro. *Giornale di stabilità finanziaria*, 101233.

⁴¹ Cahen-Fourot, L., Campiglio, E., Godin, A., Kemp-Benedict, E., Trsek, S. (2021). Capital stranding cascades: The impact of decarbonisation on productive asset utilisation. *Energy Economics*, 103, 105581.

può portare alla necessità di un più rapido intervento normativo volto a ridurre le emissioni nel breve termine, un aspetto che può accentuare ulteriormente il rischio di transizione (Monasterolo, 2020)⁴². I fattori di rischio climatico hanno una serie di caratteristiche distinte, tra cui frequenza, velocità di trasmissione e intensità che differiscono dai rischi finanziari tradizionale e non assumono un andamento lineare. Questi fattori danno luogo a un livello sostanziale di incertezza sull'evoluzione dei fattori di rischio climatico e dei loro impatti. La transizione implicita nella riduzione delle emissioni di gas serra espone le economie a potenziali fasi di turbolenze nei mercati e possibili *shock*. Cambiamenti nella regolamentazione, nelle tecnologie e nel *sentiment* di mercato (da parte dei consumatori) possono avere un impatto su diversi settori dell'economia, soprattutto se avvengono in maniera in attesa non pianificati e non forniscono un adeguato periodo di adeguamento per gli operatori del mercato. Date le caratteristiche descritte fin qui, le valutazioni dei rischi climatici devono tenere conto di elevati livelli di incertezza, e l'unico punto fermo appare riconducibile al fatto che il cambiamento climatico è in corso (Pindyck, 2020)⁴³.

4.2 I driver dei Rischi Climatici

Se finora sono stati descritti i rischi climatici, occorre ora comprendere come questi rischi si trasmettono all'interno del servizio finanziario. Di seguito, tali *driver* vengono descritti in dettaglio, suddividendoli secondo rischi fisici e di transizione.

Rischi Fisici

I fattori di rischio fisico sono riconducibili ai cambiamenti meteorologici e climatici che hanno un impatto sul sistema economico-finanziario. Possono essere classificati come rischi acuti, legati a eventi meteorologici estremi, o rischi cronici associati a cambiamenti gradualmente del clima. Questi fattori possono manifestarsi con un notevole ritardo temporale e anche la frequenza e la gravità di ciascun tipo di rischio possono variare considerevolmente e diventare sempre più difficili da prevedere. Mentre l'attività e le decisioni umane influenzano l'esposizione ai rischi climatici fisici, la posizione, la tempistica e l'entità di eventi fisici specifici non possono essere controllati. Secondo alcuni studi, i disastri naturali globali tra il 1980 e il 2018, di cui quasi il 60% sono collegati a eventi meteorologici e climatici, hanno provocato perdite per circa 5,2 trilioni di dollari, in un *trend* di crescita in termini di impatti economici (Munich Re, 2020)⁴⁴.

⁴² Monasterolo, I. (2020). Climate change and the financial system. *Annual Review of Resource Economics*, 12, 299-320.

⁴³ Pindyck, R. S. (2022). *Climate future: Averting and adapting to climate change*. Oxford University Press.

⁴⁴ Munich Re (2020). *Risks posed by natural disasters*.

I rischi fisici acuti sono generalmente considerati costituiti da eventi quali: ondate di calore intense, inondazioni, incendi boschivi e tempeste (es. uragani, cicloni), nonché precipitazioni estreme. Ad esempio, un incremento generalizzato delle temperature su scala globale ha il potenziale di generare cambiamenti climatici acuti attraverso ondate di calore e, in maniera correlata, incendi boschivi su vasta scala (Jones et al. 2020)⁴⁵. Un clima più caldo può trattenere più umidità, il che può portare ad un aumento delle precipitazioni intense e concentrate in diverse regioni. È quindi prevedibile che l'aumento dell'intensità delle precipitazioni e la loro concentrazione in periodi relativamente brevi produrranno eventi climatici acuti come inondazioni improvvise distruttive che danno origine a danni a beni fisici, alle infrastrutture e all'agricoltura. Se associate a ondate di calore, precipitazioni estreme e concentrate possono provocare periodi di grave siccità seguiti da inondazioni in alcune regioni. Questo tipo di impatto climatico ha il potenziale di generare perdite finanziarie significative e ricorrenti, come già emerge oggi.

I rischi fisici cronici sono generalmente considerati come l'innalzamento del livello del mare, l'aumento delle temperature medie e l'acidificazione degli oceani. Periodi prolungati di incremento nelle temperature possono portare all'ulteriore sviluppo di eventi climatici cronici, come la desertificazione. Allo stesso modo, periodi prolungati di incremento delle temperature medie potrebbero avere un impatto sull'ecosistema, in particolare sull'agricoltura. Questi cambiamenti possono a loro volta tradursi in maggiori flussi migratori e in un incremento del rischio di crisi umanitarie. La Banca Mondiale (2018)⁴⁶ stima che entro il 2050, in America Latina, Sud Est Asiatico e Africa subsahariana, circa 140 milioni di persone potrebbero essere costrette a migrare all'interno dei propri paesi da aree con minore disponibilità di acqua e ridotta disponibilità di raccolti. Secondo uno studio condotto dal *McKinsey Global Institute* (2020)⁴⁷ si prevede che in caso di forte aumento della temperatura e in assenza di risposte di adattamento, fino a 200 milioni di persone in India potrebbero vivere in aree con la possibilità di subire ondate di calore intense con rischio per la propria salute. Infine, temperature più elevate accelereranno lo scioglimento delle calotte glaciali e dei ghiacciai, innalzando il livello del mare. Ciò può generare inondazioni endemiche (o addirittura permanenti) ed erosione di città costiere, isole e regioni pianeggianti.

I Rischi di Transizione

I fattori di rischio della transizione derivano dai cambiamenti sociali derivanti dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. I rischi di transizione possono derivare da: cambiamenti

⁴⁵ Jones, M, A Smith, R Betts, J Canadell, I Prentice, C Le Quéré (2020). Climate change increases risk of wildfires, *ScienceBrief Review*, January.

⁴⁶ World Bank (2018). *Groundswell: preparing for internal climate migration*, World Bank.

⁴⁷ McKinsey Global Institute (2020). *Climate risk and response: physical hazards and socioeconomic impacts*, January.

nelle politiche del settore pubblico, l'innovazione e i cambiamenti nell'accessibilità economica delle tecnologie esistenti (es. innovazioni che rendono le energie rinnovabili più economiche o consentono l'eliminazione delle emissioni di gas serra in atmosfera), o mutamenti nell'approccio degli investitori e dei consumatori a supporto di un modello economico che sappia meglio integrare la sostenibilità ambientale. Sebbene le banche siano state colpite da queste forme di cambiamenti e negli ultimi anni abbiano realizzato modelli di monitoraggio altamente dettagliati, la portata prevista e la natura dei cambiamenti legati alla transizione hanno il potenziale di generare un impatto molto maggiore rispetto alle stime. Ancora una volta, questo aspetto di imprevedibilità è legato alla non ricorrenza di simili eventi in passato, il che porta ad una comprensione per certi versi limitata dei possibili impatti futuri. I fattori di rischio di transizione sono di natura globale, anche se la natura specifica del fattore di rischio varia a seconda dei casi. Nell'ambito dell'Accordo di Parigi, i paesi aderenti hanno concordato di adottare misure per ridurre le emissioni di gas serra attraverso politiche di transizione energetica, regolamentazione del controllo dell'inquinamento, politiche di conservazione delle risorse e politiche di sostegno pubblico alla transizione. Al fine di raggiungere l'obiettivo dell'accordo e spianare la strada a un'economia a basse emissioni di carbonio, molte giurisdizioni hanno istituito una serie di iniziative. Alcune parti hanno proposto politiche legate al clima per ridurre le emissioni di gas a effetto serra, altre hanno introdotto sovvenzioni che incoraggiano l'uso di veicoli elettrici, hanno migliorato gli *standard* di efficienza energetica o hanno ridotto (o eliminato) le sovvenzioni ai combustibili fossili. L'obiettivo di queste misure è incoraggiare la transizione economica, o almeno di alcuni settori specifici, a favore di attività che producono meno emissioni di gas serra, con una particolare attenzione alle emissioni di carbonio.

La tecnologia rappresenta un altro importante motore del cambiamento. Per raggiungere gli obiettivi politici sono necessari cambiamenti tecnologici relativi al risparmio energetico, ai trasporti a basse emissioni di carbonio e all'aumento dell'uso di combustibili non fossili o di altre tecnologie che contribuiscono a ridurre le emissioni di gas serra. Tuttavia, gli attuali modelli di *business* delle imprese sono basati su tecnologie che probabilmente verranno superate o sull'uso di fonti energetiche che potrebbero diventare più costose a seguito di nuove misure politiche (es. implementazione di *standard* di efficienza più elevati o introduzione di una tassazione sul carbonio). Questo pone la necessità per le imprese in questione di adattarsi per ridurre al minimo l'impatto negativo e restare competitivi. Separatamente, vi è poi il potenziale per sviluppi tecnologici che migliorano la resilienza economica ai cambiamenti climatici. Si prevede che questi sviluppi, come ad esempio i miglioramenti nello stoccaggio dell'energia attraverso un miglioramento nella capacità delle batterie e nelle infrastrutture resilienti ai cambiamenti climatici, modificheranno sensibilmente le modalità attraverso cui le famiglie, le imprese e gli emittenti sovrani sono colpiti dai cambiamenti climatici.

Guardando alla prospettiva finanziaria, la consapevolezza e le aspettative degli investitori in merito al cambiamento climatico stanno ridefinendo le priorità di investimento. Un numero crescente di investitori oggi incorpora considerazioni relative al rischio climatico all'interno delle proprie decisioni di investimento, riflettendo la crescente pressione da parte di associazioni non governative e gruppi ambientalisti e più in generale delle diverse categorie di *stakeholder* esposti al cambiamento climatico. Questo *trend* è oggi evidente nel settore della gestione patrimoniale, in cui alcuni dei più grandi fondi su scala globale oggi incorporano, o intendono incorporare in maggior misura, il cambiamento climatico nel loro approccio di investimento (Gourdel et al., 2023)⁴⁸. Il profilo di rischio e la valutazione degli investimenti in titoli di debito e azionari delle società esposte ai cambiamenti climatici saranno influenzati dal fatto che gli investitori intraprenderanno una rivalutazione delle loro decisioni di investimento.

Un aspetto emergente è quello relativo al crescente ruolo dei consumatori finali. È necessario un cambiamento nel comportamento umano per poter mitigare i rischi climatici ed effettuare una transizione verso un modello economico a minori emissioni di carbonio. Un cambiamento di comportamento verso un consumo maggiormente rispettoso dell'ambiente ha il potenziale per sostenere questa transizione. Ad oggi, emergono segnali che tali cambiamenti nei comportamenti dei consumatori sono già presenti. Nel settore bancario, i clienti *retail* possono richiedere che i loro risparmi o investimenti siano indirizzati verso istituti con politiche più rispettose del clima o progetti con un impatto ambientale positivo. La maggiore consapevolezza e la domanda esplicita di prodotti finanziari e investimenti a vocazione ambientale costituiscono un potenziale fattore che induce le imprese e le banche ad adeguare le proprie strategie commerciali, nonostante i potenziali approcci normativi o di vigilanza. Al contrario, l'aspettativa di pericoli fisici, politiche climatiche o cambiamenti nelle tecnologie può portare investitori e consumatori a modificare le loro preferenze, con conseguenti impatti sul valore degli *asset*. Attraverso questo canale di trasmissione, i fattori di rischio climatico possono essere influenzati dal *sentiment* degli investitori e dei consumatori.

4.3 I canali di Trasmissione

I canali di trasmissione possono essere definiti come i meccanismi che collegano i fattori di rischio climatico ai rischi delle banche e più in generale del settore bancario. I canali di trasmissione possono anche essere considerati come le modalità attraverso cui il cambiamento climatico potrebbe materializzarsi come fonte di rischio finanziario. All'interno del presente paragrafo si esplorano i canali di trasmissione, definendo altresì alcuni esempi pratici di come i rischi climatici possano

⁴⁸ Gourdel, R., Monasterolo, I., Dunz, N., Mazzocchetti, A., Parisi, L. (2024). The double materiality of climate physical and transition risks in the euro area. *Journal of Financial Stability*, 101233.

riflettersi sul sistema finanziario, classificando i canali di trasmissione come microeconomici o macroeconomici. Tale suddivisione consente di analizzare meglio i rischi finanziari delle banche in aree quali: l'effetto diretto percepito dalle banche, la ripartizione tra gli impatti microeconomici sulle controparti delle banche e le loro esposizioni verso attività finanziarie e effetti macroeconomici indiretti. Questi raggruppamenti sono definiti come segue (Basel Committee on Banking Supervision, 2021)⁴⁹:

- I canali di trasmissione microeconomici includono quei meccanismi attraverso cui i fattori di rischio climatico influenzano le singole controparti delle banche, con potenziali rischi finanziari legati al clima per le banche e per il sistema finanziario. Ciò include gli effetti diretti sulle banche stesse, derivanti dagli impatti sulle loro operazioni e sulla loro capacità di finanziarsi. I canali di trasmissione microeconomica catturano anche gli effetti indiretti sulle attività finanziarie detenute dalle banche (es. obbligazioni, *Credit Default Swap* e azioni).
- I canali di trasmissione macroeconomici sono i meccanismi attraverso cui i fattori di rischio climatico influenzano i fattori macroeconomici (es. la produttività del lavoro e la crescita economica, etc.) e le modalità attraverso cui questi, a loro volta, possono avere un impatto sulle banche attraverso un effetto sull'economia in cui le banche operano. I canali di trasmissione macroeconomici catturano anche gli effetti sulle variabili macroeconomiche di mercato, come i tassi di interesse delle attività *risk free*, il livello dei tassi di inflazione, il costo delle materie prime e i tassi di cambio.

Per dimostrare come i fattori di rischio possano avere un impatto sulle banche, di seguito se ne definiscono le diverse categorie unendole ad esempi pratici, evidenziando così come i fattori di rischio legati al clima possano tradursi nelle categorie di rischio finanziario tradizionali, piuttosto che rappresentare nuove tipologie di rischio.

I Canali di Trasmissione Micro

I canali di trasmissione microeconomici sono quei meccanismi che consentono ai fattori di rischio climatico di incidere direttamente o indirettamente sui rischi finanziari delle banche, ad esempio attraverso le loro controparti o attività finanziarie. Le principali aree di attenzione in tale senso riguardano il rischio di credito, il rischio di mercato derivante dal valore delle attività finanziarie, il rischio di liquidità legato ai suoi depositi, i costi di finanziamento e i prelievi di linee di credito o di liquidità e il rischio operativo delle banche.

Rischio di credito

⁴⁹ Basel Committee on Banking Supervision (2021). Climate-related risk drivers and their transmission channels. Bank for International Settlements.

I fattori di rischio climatico possono avere un impatto sul reddito e/o sulle disponibilità di famiglie, imprese e stati. I fattori di rischio fisico e di transizione incrementano il rischio di credito di una banca nel momento in cui si materializza un impatto negativo sulla capacità del debitore di rimborsare il debito contratto o sulla capacità di una banca di recuperare integralmente il valore di un prestito in caso di insolvenza, poiché il valore delle garanzie reali o il valore recuperabile è stato ridotto. L'impatto del rischio di credito assume diverse forme, che vengono discusse in dettaglio di seguito.

Rischi Fisici

I fattori di rischio fisico incidono principalmente sul rischio di credito delle banche indirettamente attraverso le loro controparti. Il capitale fisico (es. immobili, magazzino, *asset* fisici, attrezzature o infrastrutture) delle famiglie, delle imprese e degli emittenti sovrani può subire un impatto negativo essere distrutto da rischi fisici. Questo riduce il valore degli *asset* e, di conseguenza, le disponibilità di una controparte. I fattori di rischio fisico possono anche avere un impatto negativo sui flussi di cassa delle entità interessate, poiché il capitale fisico danneggiato, come le proprietà in affitto e gli impianti deteriorati, genereranno minore reddito. I danni possono essere causati da rischi fisici acuti, come le tempeste o cicloni, così come da rischi fisici cronici, come l'innalzamento del livello del mare.

Rischi di Transizione

Mentre i governi, i consumatori e gli investitori stanno maturando una maggiore consapevolezza del rischio di transizione, le banche non hanno ancora subito perdite materiali derivanti dalla transizione da un'economia ad alta intensità di carbonio. Se queste perdite si materializzeranno in futuro, e in quale misura, sarà determinato dal percorso delle emissioni di carbonio nei prossimi decenni. L'evidenza empirica dell'impatto dei fattori di rischio di transizione, come per i fattori di rischio fisici, è limitata. Invece, i ricercatori e le autorità di vigilanza si sono affidati all'analisi degli scenari per stabilire la portata di questi effetti economici dipendenti dal percorso.

Rischio di Mercato

I fattori di rischio climatico possono avere un impatto significativo sul valore delle attività finanziarie. In particolare, i rischi fisici e di transizione possono alterare o rivelare nuove informazioni sulle condizioni economiche future o sul valore delle attività reali o finanziarie, determinando *shock* dei prezzi e un aumento della volatilità del mercato. I rischi climatici potrebbero anche portare ad una ridefinizione nella correlazione tra le *asset class*, riducendo l'efficacia delle coperture e mettendo sotto *stress* la capacità delle banche nel gestire attivamente i rischi di mercato. Tuttavia, laddove il rischio climatico è già prezzato, il potenziale di oscillazioni di prezzo inaspettate potrebbe essere ridotto. Da questo deriva la necessità di sensibilizzare il sistema finanziario a valutare su base

preventiva il possibile impatto dei rischi climatici di mercato attraverso *stress test* (European Central Bank, 2022)⁵⁰.

Rischi Fisici

L'incertezza circa le tempistiche, l'intensità e l'occorrenza di futuri eventi meteorologici gravi e di altri eventi estremi naturali può portare a una maggiore volatilità dei mercati finanziari. L'analisi dell'impatto dei rischi fisici sui mercati finanziari è limitata. Tra gli studi disponibili, Wachter (2013)⁵¹ mostra che il rischio di uno *shock* dei consumi simile a quello che segue un disastro naturale spiega gli alti livelli di volatilità dei prezzi delle azioni. Kruttli et al. (2019)⁵² mostrano che le *stock option* delle aziende operanti nella traiettoria prevista o nell'eventuale regione colpita da un uragano subiscono un aumento della volatilità implicita. Per il resto, vi sono limitate evidenze sull'impatto dei fattori di rischio fisico su altri aspetti dei mercati dei capitali e ulteriori lavori, comprese considerazioni sull'impatto del rischio fisico sui titoli immobiliari.

Rischi di Transizione

I cambiamenti legati alla transizione nella politica del settore ufficiale, i progressi tecnologici e il *sentiment* degli investitori potrebbero portare a variazioni dei costi di finanziamento e a una immediata correzione delle valutazioni delle attività finanziarie. Gli investitori potrebbero premiare gli *asset* maggiormente resilienti attraverso la transizione da un'economia ad alta intensità di carbonio, o che potrebbero trarne vantaggio. Allo stesso tempo, gli investitori potrebbero aumentare i premi al rischio sugli *asset* ad alta intensità di carbonio. L'analisi delle perdite complessive delle attività finanziarie connesse alla transizione può essere oggetto di stima. Tra gli studi in questo ambito emergono:

- L'UNEP-FI ha considerato un portafoglio di 30.000 società quotate in uno scenario di 1,5°C entro il 2100 e ha stimato che il portafoglio potrebbe perdere più del 13% del valore a seguito della transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio (UNEP-FI, 2019)⁵³;
- Dietz et al. (2016)⁵⁴ hanno analizzato uno scenario di sviluppo fino al 2100, all'interno del quale le riduzioni delle emissioni limitano l'aumento della temperatura media globale non

⁵⁰ European Central Bank (2022). 2022 climate risk stress test, luglio 2022.

⁵¹ Wachter, J (2013). Can time-varying risk of rare disasters explain aggregate stock market volatility? *Journal of Finance*, 68, 3, 987–1035.

⁵² Kruttli, M., Roth Tran, B., Watugala, S. (2019). Pricing Poseidon: extreme weather uncertainty and firm return dynamics”, Board of Governors of the Federal Reserve System, FEDS Working Paper no 2019-054, July.

⁵³ United Nations Development Programme (2016). Scaling up climate action to achieve the sustainable development goals.

⁵⁴ Dietz, S., Bowen, A., Dixon, C. (2016). Climate value at risk' of global financial assets. *Nature Climate Change*, 6, 676–679 (2016).

supera i 2°C. In questo modo, il valore climatico a rischio del 99° percentile rappresenterebbe il 9,2% delle attività finanziarie globali. I periodi di detenzione delle attività finanziarie delle banche risultano ridotti rispetto agli orizzonti temporali in cui si prevede che gli effetti legati alla transizione potranno materializzarsi. Ciò potrebbe influire sull'impatto dei fattori di rischio climatico sulle valutazioni di mercato. Infine, le attività finanziarie utilizzate come garanzia finanziaria possono esporre indirettamente le banche ai fattori di rischio climatico su orizzonti temporali più lunghi.

Rischio di Liquidità

I fattori di rischio climatico possono avere un impatto diretto sul rischio di liquidità delle banche, attraverso la loro capacità di raccogliere fondi o liquidare attività, o indirettamente attraverso le richieste di liquidità dei clienti. Questi effetti potrebbero avere un impatto sulla capacità di una banca di finanziare l'aumento delle sue attività e di far fronte agli obblighi alla scadenza senza incorrere in perdite inaccettabili. Le evidenze in questo ambito si concentrano sul rischio di liquidità legato al rischio fisico e l'analisi dei potenziali effetti dei fattori di rischio di transizione sul rischio di liquidità delle banche è limitata. Alcuni dati suggeriscono che i prestiti post-catastrofe hanno un effetto significativo e negativo sulle riserve di liquidità. Gravi disastri naturali possono innescare un forte aumento della domanda precauzionale di liquidità da parte di istituzioni finanziarie, famiglie e imprese e le banche centrali potrebbero dover intervenire per preservare la stabilità finanziaria. Koetter et al. (2020)⁵⁵ utilizzano dati a livello di singolo istituto bancario per isolare le implicazioni di rischio e rendimento per due gruppi di banche situate in diverse contee tedesche. Un primo gruppo era operante nelle regioni colpite dall'alluvione del fiume Elba del 2013 al contrario del secondo *cluster* di istituti attivi in regioni non interessate. Entrambi i gruppi di banche hanno incrementato i prestiti alle controparti nelle aree colpite dalle inondazioni, anche se di importi diversi. Gli autori hanno riscontrato un effetto negativo sulle riserve di liquidità per entrambi i gruppi di banche, con l'effetto che persiste durante i due anni successivi all'alluvione. Questo risultato evidenzia l'importanza delle riserve di liquidità nell'assorbire gli *shock* locali e contestualizza i comportamenti osservati dalle banche di fronte a gravi catastrofi naturali. I rischi fisici per le controparti delle banche possono avere pertanto un impatto diretto sui livelli di liquidità delle banche. Se le famiglie e le imprese colpite da rischi fisici hanno bisogno di liquidità per finanziare la ripresa e altre esigenze di flusso di cassa, possono ritirare i depositi o attingere a linee di credito. Questi prelievi potrebbero mettere sotto pressione la liquidità della banca e portare a rischi di liquidità cristallizzati all'interno

⁵⁵ Koetter, M., Noth, F., Rehbein, O. (2020). Borrowers under water! Rare disasters, regional banks, and recovery lending. *Journal of Financial Intermediation*, 43, July.

delle banche. Brei *et al.* (2019)⁵⁶ hanno riscontrato che le banche hanno dovuto far fronte ad un incremento nei prelievi di depositi a seguito di un uragano avvenuto nei Caraibi. Mentre gli studi hanno analizzato gli effetti dei rischi di transizione sulla liquidità e sul finanziamento delle imprese, mancano ancora evidenze in termini di ricadute sulla liquidità delle banche.

Rischi Operativi e Reputazionali

Il rischio operativo è definito nel quadro patrimoniale di Basilea come il rischio di perdita derivante da processi, persone e sistemi interni inadeguati o malfunzionanti o da eventi esterni. Questa definizione include il rischio legale, mentre esclude il rischio strategico e reputazionale. I rischi fisici possono ripercuotersi direttamente sulle banche come rischi operativi. Ad esempio, nel caso in cui i rischi fisici interrompono le strutture di trasporto e le infrastrutture di telecomunicazione, la capacità operativa delle banche potrebbe essere ridotta. Le imprese, così come le banche, possono anche essere esposte a un crescente rischio di conformità legale e normativa, nonché a costi di contenzioso e responsabilità associati a investimenti e imprese sensibili al clima. Inoltre, le azioni legali legate al clima potrebbero prendere di mira le aziende, così come le banche, per la condotta ambientale passata, cercando al contempo di influenzare positivamente la condotta futura. Ad esempio, è possibile considerare l'impatto dei cambiamenti climatici che hanno causato siccità prolungate in California e che hanno incrementato il rischio di incendi dovuti alle attività del fornitore di *utility* PG&E nel 2021. La società ha stimato in oltre 13 miliardi di dollari i costi totali derivanti dagli eventi in questione, con effetti diretti sulle banche finanziatrici alle prese con il rischio di fallimento del gruppo. Rischi reputazionali indiretti possono verificarsi anche per le banche che forniscono finanziamenti a imprese o attività ritenute responsabili di impatti climatici negativi (Migliorelli e Dessertine, 2020)⁵⁷. Le informazioni pubblicamente disponibili sui rischi operativi legati al clima sono più scarse rispetto ad altri tipi di rischio, e pertanto risulta difficile comprenderne le dinamiche.

I Canali di Trasmissione Macroeconomici

Le banche possono essere colpite indirettamente dall'effetto dei fattori di rischio climatico sull'economia. La discussione in questa sezione si concentra in gran parte sul rischio di credito e sul

⁵⁶ Brei, M., Mohan, P., Strobl, E. (2019). The impact of natural disasters on the banking sector: evidence from hurricane strikes in the Caribbean. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 72, May, 232–9.

⁵⁷ Migliorelli, M., Dessertine, P. (2020). Sustainability and financial risks: the impact of climate change, environmental degradation and social inequality on financial market.

rischio di mercato, aree in cui è possibile prevedere i maggiori impatti di natura macroeconomica. Vanno considerati al contempo possibili impatti derivanti dal rischio di liquidità e dai rischi operativi, ma ad oggi le evidenze a proposito di questi due canali di trasmissione risultano per lo più inconclusive. Di particolare interesse nell'ambito dei canali di trasmissione macro risultano le ricerche sugli effetti relativi ai declassamenti degli emittenti di stato per via di eventi legati clima sui *rating* creditizi delle banche e delle controparti bancarie.

4.3.1 Rischio di Credito

Rischi Fisici

Si prevede che l'aumento della mortalità umana legato al clima e il calo della produttività del lavoro possano rappresentare i due fattori principali nella riduzione della produzione. Carleton e Hsiang (2016)⁵⁸ quantificano l'influenza climatica sulle economie e trovano prove che l'aumento della temperatura ha un impatto negativo sulla mortalità, sulla morbilità, sui rendimenti agricoli, sull'offerta di lavoro e sulla produttività. Hsiang et al. (2017)⁵⁹ rilevano che, in aggregato, il maggiore costo diretto negli Stati Uniti per le variazioni della temperatura di superficie media globale superiori a 2,5°C riguarda l'eccesso di mortalità, seguito dai cambiamenti nell'offerta di lavoro, nella domanda di energia e nella produzione agricola. Le riduzioni della produttività del lavoro dovute ai cambiamenti climatici potrebbero comportare un costo economico globale di oltre 2 trilioni di dollari entro il 2030 e una diminuzione della produzione di oltre il 30% nella seconda metà del Ventunesimo secolo (Kjellstrom et al., 2016)⁶⁰. Il costo del recupero a seguito di una catastrofe naturale può essere significativo, in particolare per le aree più povere. Hsiang et al. (2017)⁶¹ prevedono che le contee più povere negli Stati Uniti subiranno impatti negativi fino al 20% del reddito totale locale a causa del cambiamento climatico in uno scenario di emissioni di carbonio *business as usual*. Oltre ai costi apportati dai danni fisici, l'evidenza suggerisce che l'esposizione al rischio climatico può aumentare i costi di finanziamento delle amministrazioni locali. Ancora con riferimento agli Stati Uniti, un aumento di una deviazione *standard* dell'esposizione all'innalzamento del livello del mare è associato a un calo dal 2% al 5% del valore attuale dei flussi di cassa a sostegno del rimborso del debito per le

⁵⁸ Carleton, T. Hsiang, S. (2016). Social and economic impacts of climate, *Science*, 353, 6304, September.

⁵⁹ Hsiang, S, Kopp, R., Jina, A., Rising, J., Delgado, M., Mohan, S., Rasmussen, D., Muir-Wood, R., Wilson, P. Oppenheimer, M., Larsen, K., Houser, T. (2017). Estimating economic damage from climate change in the United States. *Science*, June, 356, 6345, 1362– 69.

⁶⁰ Kjellstrom, T., Briggs, D., Freyberg, C., Lemke, B., Otto, M., Hyatt, O. (2016). Heat, human performance, and occupational health: a key issue for the assessment of global climate change impacts. *Annual Review of Public Health*, 37, March, 97–112.

⁶¹ Hsiang, S, Kopp, R., Jina, A., Rising, J., Delgado, M., Mohan, S., Rasmussen, D., Muir-Wood, R., Wilson, P. Oppenheimer, M., Larsen, K., Houser, T. (2017). Estimating economic damage from climate change in the United States. *Science*, June, 356, 6345, 1362– 69.

obbligazioni municipali (Goldsmith-Pinkham et al., 2021)⁶². In alcuni casi, è possibile considerare come queste dinamiche possano confermarsi anche a livello di debito sovrano. L'effetto del cambiamento climatico sulla crescita economica sembra essere più pronunciato nei paesi in via di sviluppo. L'evidenza empirica suggerisce che l'esposizione al rischio climatico ha aumentato il costo medio del debito di 117 punti base in un campione di paesi in via di sviluppo, traducendosi in oltre 40 miliardi di dollari di pagamenti di interessi aggiuntivi sul debito pubblico negli ultimi 10 anni (Buhr et al. 2018)⁶³. L'incremento dei costi di finanziamento potrebbe portare a un aumento delle imposte, a una riduzione della spesa pubblica e a una riduzione dell'attività economica, con un impatto indiretto sul rischio di credito delle banche. Dell et al. (2012)⁶⁴ rilevano evidenze a supporto di come nei paesi più poveri, un incremento di 1°C in un dato anno riduce la crescita economica nel medesimo periodo di 1,3 punti percentuali. Nei paesi più ricchi, tuttavia, le variazioni di temperatura non hanno un effetto significativo e percepibile sulla crescita. Diffenbaugh e Burke (2019)⁶⁵ ipotizzano che il cambiamento climatico abbia già portato ad un calo sostanziale della produzione economica nei paesi più caldi e più poveri e ad aumenti della produzione economica nei paesi più freddi e ricchi. Il contrasto è più evidente quando si guardano i 10 maggiori eventi climatici tra il 1970 e il 2018. Mentre i mercati emergenti hanno subito danni tra il 2,9 e il 10,1% del PIL, le economie avanzate hanno subito impatti di minore entità, equivalenti all'1-3,2% del PIL (FMI, 2020)⁶⁶. Queste riduzioni del PIL possono incidere sulla valutazione del rischio di credito a livello nazionale da parte delle banche. È dimostrato che il cambiamento climatico porta a cambiamenti socioeconomici che potrebbero ripercuotersi sulla crescita economica, anche se l'entità di questi impatti è particolarmente difficile da quantificare. Gli studi dimostrano che i cambiamenti climatici, tra cui condizioni meteorologiche estreme, innalzamento del livello del mare, siccità e desertificazione, possono esaurire le risorse o causare danni che possono portare a un aumento dei conflitti violenti, a un sostanziale trasferimento della popolazione al di fuori dell'area colpita (Deryugina et al., 2018⁶⁷) o a migrazioni di massa. Simili

⁶² Goldsmith-Pinkham, P. S., Gustafson, M., Lewis, R. Schwert, M., (2021). Sea Level Rise Exposure and Municipal Bond Yields. Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research Paper.

⁶³ Buhr, B, Donovan, C., Kling, G., Lo, Y., Murinde, V., Pullin Y., Volz, U. (2018). Climate change and the cost of capital in developing countries, Imperial College Business School and SOAS University of London, UN Environment and MAVA, June.

⁶⁴ Dell, M., Jones, B., Olken, B. (2012). Temperature shocks and economic growth: evidence from the last half century. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4, 3, July, 66–95.

⁶⁵ Diffenbaugh, N., Burke, M. (2019). Global warming has increased global economic inequality. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America (PNAS)*, 116, 20, May.

⁶⁶ International Monetary Fund (2020). Chapter 5: Climate change – physical risk and equity prices”, *Global Financial Stability Report*, no 2020/001.

⁶⁷ Deryugina, T., Kawano, L., Levitt, S. (2018). The economic impact of Hurricane Katrina on its victims: evidence from individual tax returns. *American Economic Journal: Applied Economics*, 10, 2, 202–33.

cambiamenti socioeconomici potrebbero influenzare indirettamente l'attività delle banche, determinando cambiamenti nella crescita economica e nel contesto macroeconomico e, in ultima analisi, incidendo sul merito creditizio dei clienti bancari.

Rischi di Transizione

Se verranno rispettate le premesse di una transizione dai combustibili fossili in linea agli obiettivi degli accordi sul clima di Parigi, la maggior parte delle riserve di combustibili fossili globali (circa l'80%) potrebbero divenire *stranded* e quindi non recuperabili. In questa stima rientra anche il 90% delle riserve di carbone situate in Africa, il che implica perdite materiali per molti paesi che sull'estrazione e l'esportazione di queste materie finanziano il proprio bilancio (Bos e Gupta, 2019)⁶⁸. Un tale cambiamento potrebbe avere implicazioni significative per le entrate e la spesa pubblica in alcuni dei paesi più poveri che dipendono dai proventi dei combustibili fossili. Gli effetti sul reddito dei titoli sovrani legati al clima potrebbero ostacolare la loro capacità di onorare i debiti contratti, incidendo a loro volta sul valore delle loro obbligazioni, sui loro *rating* creditizi e sui *rating* del credito delle istituzioni associate al debito sovrano. A sua volta, è intuibile come ciò possa portare ad un incremento del rischio di credito delle banche. Come osservato in precedenza, i fattori di rischio di transizione possono incidere sul reddito delle controparti bancarie, il che, nel complesso, potrebbe avere effetti macroeconomici. Ad esempio, l'effetto sul reddito potrebbe derivare dalle tasse sulle emissioni di carbonio, dall'aumento dei prezzi nelle catene di approvvigionamento ad alta intensità di carbonio o dal cambiamento delle preferenze dei consumatori. L'aumento dei costi di produzione riduce la redditività, il che abbassa i prezzi degli investimenti e delle azioni. Le imprese potrebbero rispondere all'aumento dei costi di produzione aumentando i prezzi, riducendo il reddito disponibile delle famiglie e riducendo in ultimo i consumi. La combinazione di minori consumi e investimenti riduce il PIL. Le famiglie potrebbero quindi subire una diminuzione del reddito, a causa di una crescita più lenta del PIL o di un aumento della disoccupazione a causa dei cambiamenti strutturali nell'economia causati dagli impatti dei cambiamenti climatici o dagli sforzi di mitigazione. Una contrazione della ricchezza e del reddito delle famiglie potrebbe portare a un deterioramento della capacità di queste ultime di onorare i debiti, aumentando il rischio di credito per le banche.

4.3.2 Rischi di Mercato

Esistono limitate evidenze rivolte all'analisi delle connessioni tra gli effetti macroeconomici e il rischio di mercato legato al clima delle banche. Tra queste, alcuni studi rilevano che le variazioni dei

⁶⁸ Bos, K., Gupta, K. (2019). Stranded assets and stranded resources: implications for climate change mitigation and global sustainable development. *Energy Research and Social Science*, 56, 101215, October.

valori delle attività possono essere determinate da un cambiamento di politiche di tasso o dall'effetto che tale cambiamento di politica può avere sull'economia in senso più ampio. Esistono alcune ricerche specifiche, che suggeriscono che i titoli sovrani esposti a fattori di rischio fisici potrebbero vedere limitato il loro accesso ai mercati del debito o un incremento nei costi del debito. Questi studi si concentrano sulla misura in cui i fattori di rischio fisico possono avere un impatto sulla posizione fiscale di un paese e possibilmente innescare default sovrani. In particolare, Mallucci (2020)⁶⁹ analizza un campione di sette paesi caraibici colpiti frequentemente da uragani e mostra che gli eventi meteorologici estremi e i rischi fisici cronici limitano l'accesso dei governi ai mercati finanziari. L'aumento del rischio sovrano e il deterioramento percepito del merito di credito del debito sovrano possono ripercuotersi sulle banche nazionali attraverso perdite sulle partecipazioni nel debito pubblico, riducendo il valore delle garanzie che le banche possono utilizzare per garantire i finanziamenti e accedere alla liquidità, o declassando il *rating* e incrementando così i costi di finanziamento all'ingrosso delle banche.

4.4 L'Inclusione dei Rischi nelle scelte di Investimento

Un approccio sistemico alla comprensione e alla gestione della sostenibilità è fondamentale per consentire al settore finanziario di affrontare le complesse interconnessioni relative ai rischi finanziari legati al clima. Nonostante la crescente consapevolezza dell'interrelazione tra le sfide discusse, le valutazioni integrate delle questioni di sostenibilità sono ancora in una fase embrionale. Occorre in tal senso sviluppare un approccio integrato rivolto all'inclusione delle considerazioni sui rischi delle scelte di investimento secondo un approccio strutturato. Di seguito si discutono i principi proposti dal *University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership* (2022)⁷⁰.

Principio 1. Definizione di un approccio integrato nell'analisi di transizione e quella del rischio fisico

I rischi climatici, fisici e di transizione dovrebbero essere affrontati, compresi e valutati in maniera comprensiva, piuttosto che separatamente a causa delle loro strette interconnessioni. L'adozione di un approccio sistemico alla progettazione, alla valutazione e alla rendicontazione del rischio climatico fisico e di transizione riunisce le competenze e la valutazione delle implicazioni per il *business*. L'utilizzo di scenari che considerano l'interconnessione tra i rischi di transizione e fisici, evidenzia le opportunità e i rischi climatici affrontati dalle imprese attraverso una visione olistica. Questo

⁶⁹ Mallucci, E. (2020). Natural disasters, climate change, and sovereign risk. Board of Governors of the Federal Reserve System.

⁷⁰ University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership (CISL). (2022). Climate Tango: Principles for integrating physical and transition climate-risk assessment with sectoral examples.

beneficio deriva non solo dall'analisi sull'impresa stessa, ma anche da considerazioni derivanti dall'impatto di variabili esogene, come le controparti chiave o gli attori all'interno della catena di approvvigionamento. La risposta strategica e operativa dell'azienda potrebbe quindi essere coordinata, affrontando i rischi fisici e di transizione in modo più efficiente ed efficace.

Principio 2. Implementare un livello di analisi per settore e contesto geografico

Dal punto di vista del rischio fisico, i cambiamenti nella frequenza e nell'intensità di ciascun evento e le misure di mitigazione e adattamento adottate sono localizzate e basate sulla giurisdizione. Nella convergenza tra rischi di transizione e rischi fisici emergono le misure di riduzione delle emissioni nei percorsi di transizione, che determinano il livello futuro di carbonio nell'atmosfera, e quindi gli effetti di riscaldamento del cambiamento climatico e i rischi fisici associati. D'altra parte, anche l'impatto dei rischi fisici su ciascun percorso di transizione differisce a causa delle caratteristiche dei diversi settori. Questi includono:

- Le risorse naturali che un settore consuma,
- La catena di approvvigionamento globale che caratterizza il settore,
- La tecnologia che il settore utilizza nel suo percorso di transizione,
- Le misure di adattamento e mitigazione che il settore può adottare.

Ad esempio, nel settore immobiliare, le misure politiche volte a promuovere materiali da costruzione su larga scala e a basse emissioni di carbonio possono portare a una riduzione delle emissioni di carbonio da parte dell'industria edilizia, riducendo così i rischi fisici, che gli edifici dovranno affrontare in futuro. Il tipo di esposizione e vulnerabilità di ciascun percorso di transizione ai pericoli fisici, e viceversa, è altamente specifico per settore e posizione. Pertanto, definire strategie specifiche per settore e località potrebbe rendere la valutazione integrata dei rischi fisici e di transizione sufficientemente granulare e gestibile.

Principio 3. Incorporare gli impatti del rischio climatico attraverso metriche di lungo periodo

Gli impatti di transizione dell'aumento della temperatura devono essere quantificati e monitorati attraverso metriche previsionali. Anche gli impatti del riscaldamento globale e i rischi fisici associati dovrebbero essere misurati con metriche chiare, trasparenti e coerenti con gli obiettivi legati al clima. Un esempio è la metodologia di punteggio della temperatura di *Cambridge Institute for Sustainability Leadership*, che traduce le emissioni del portafoglio in una metrica espressa attraverso gradi Celsius, per segnalare l'allineamento del portafoglio rispetto agli obiettivi dell'Accordo di Parigi. La quantificazione evidenzia l'utilità degli *standard* per la tassonomia e la misurazione per un'azienda e i suoi principali *stakeholder* che cercheranno di confrontare le prestazioni di un'azienda nel tempo e tra le aziende. Alcuni esempi della TCFD e dei partecipanti alla consultazione sulle metriche

previsionali includono: aumento implicito della temperatura o potenziale di riscaldamento, costo del carbonio, ricavi di carbonio a rischio, quantità di emissioni ripartite al di sopra o al di sotto di una traiettoria di allineamento di 1,5°C, emissioni future di carbonio, intensità delle emissioni di gas a effetto serra, intensità media ponderata delle emissioni di carbonio, utilizzo di risorse naturali e così via. Lo sviluppo di metriche organizzative come quelle di cui sopra e una dichiarazione della propensione al rischio climatico consente a un'azienda di delineare l'allineamento dell'organizzazione con diversi rischi fisici e/o di transizione. Oltre a fissare i *trigger*, i trattamenti di mitigazione e la definizione di piani di emergenza preparano l'azienda anche al concretizzarsi dei rischi climatici.

Principio 4. Analisi di scenario che includa i cicli di feedback tra il rischio fisico e quello di transizione

L'interazione tra rischio fisico e rischio di transizione dovrebbe riflettersi negli scenari climatici. I percorsi di transizione dovrebbero considerare il modo in cui l'impatto fisico del clima potrebbe modificare la domanda del mercato (es. le ondate di calore rendono meno attraenti alcune alternative di trasporto a basse emissioni, come il *bike sharing*), l'adozione di tecnologie (es. la produzione di bio-colture limitata dallo *stress* idrico) e l'efficacia delle politiche (es. la ricompensa della riforestazione finanziata da programmi di compensazione del carbonio potrebbe essere compromessa dagli incendi boschivi). Nel frattempo, i modelli climatici e i modelli di catastrofe naturale che proiettano i rischi fisici a lungo termine dovrebbero anche dichiarare esplicitamente e adeguarsi per le riduzioni delle emissioni di gas serra attraverso vari sforzi di transizione e adeguare le loro stime sui possibili effetti del riscaldamento. Ad esempio, un evento naturale estremo associato a costi finanziari o personali significativi probabilmente induce ad un'azione politica per accelerare o aumentare i meccanismi politici per limitare le emissioni di gas serra. In assenza di una valutazione combinata dei rischi di transizione e fisici, è impossibile cogliere le intersezioni di cui sopra negli scenari climatici esistenti. Affinché un'analisi sia efficace, l'ambito di valutazione deve essere comparabile e permettere definire chiaramente sia i rischi fisici che quelli di transizione. Ad esempio, in questa categoria rientrano lo scenario IPCC RCP2.6 dei rischi fisici per i 2°C e lo scenario di sviluppo sostenibile (SDS) dell'IEA per i 2°C (IPCC, 2023)⁷¹. I risultati possono quindi essere correlati e potenzialmente aggregati da un'azienda, nonché dai responsabili politici e dalle autorità di regolamentazione durante la conduzione di stress test climatici. L'analisi può anche identificare fattori che possono aumentare o ridurre gli impatti. Ad esempio, se il ricorso ad una risorsa naturale come l'acqua diventa più scarsa nello scenario di rischio fisico, i cambiamenti nelle fonti di energia possono aumentare la domanda di acqua.

⁷¹ IPCC (2023). Climate Change 2023 Synthesis Report.

Principio 5. *Allineamento ai pilastri della TCFD*

Il quadro integrato di transizione e valutazione del rischio fisico dovrebbe essere allineato alle raccomandazioni della TCFD e sostenere una gestione informata del rischio all'interno di un'organizzazione. Man mano che la rendicontazione allineata alla TCFD diventerà obbligatoria in tutto il mondo, sarà una preziosa fonte di informazioni sui fattori finanziari e sugli impatti dei rischi legati al clima per le catene di approvvigionamento e gli investitori, nonché approfondimenti per i responsabili politici e le autorità di regolamentazione. La valutazione integrata del rischio fisico e di transizione dovrebbe essere effettuata tenendo conto dei quattro pilastri della TCFD e cioè:

- La strategia deve indicare l'allineamento con l'accordo di Parigi,
- Le informazioni sulla *governance* evidenziano la responsabilità e la responsabilità per il rischio climatico, nonché la capacità per il *management* di agire in base alle informazioni sul rischio climatico,
- Le informazioni sulla gestione del rischio dimostrano la capacità di un'impresa di identificare e aggiornare i processi e le operazioni per il rischio climatico in modo tempestivo e adeguato.
- Le metriche e gli obiettivi sono fondamentali per identificare, monitorare e valutare i progressi sui principali fattori finanziari e sugli impatti per un'azienda.

In conclusione, i rischi legati al clima sono caratterizzati dall'incertezza, dall'interconnessione e dalla natura continuativa. La natura dei rischi legati al clima rappresenta una sfida per valutare l'effetto combinato dei rischi fisici e di transizione sia dal punto di vista teorico che pratico. I principi descritti per l'integrazione dei rischi fisici e climatici di transizione costituiscono un quadro di riferimento per i professionisti della finanza per superare i limiti degli strumenti di valutazione del rischio climatico esistenti e da un approccio alla valutazione del rischio climatico che non sappia tener conto delle interrelazioni tra i diversi aspetti dei rischi climatici.

5. Analisi Empirica

Dopo aver descritto in dettaglio l'evoluzione delle tematiche relative agli investimenti sostenibili e come i rischi climatici rappresentino oggi un'importante fonte di rischi per le istituzioni finanziarie, è a questo punto interessante analizzare e comprendere sotto un profilo pratico, le modalità attraverso cui le banche implementano le proprie strategie di sostenibilità. Nella fattispecie, attraverso un campione composto dalle maggiori istituzioni finanziarie italiane, ovvero *Intesa Sanpaolo*, *Unicredit* e *Banco BPM* si analizzeranno dapprima le strategie atte alla sostenibilità di ciascuna banca, per poi approfondire i risultati e i *target* di ciascuna attraverso i rispettivi *report* di sostenibilità con un *focus* particolare sugli obiettivi *net zero* in termini di finanziamento. Infine, si propone un'analisi di natura comparativa tra gli istituti analizzati al fine di comprendere le *best practice* del settore.

5.1 Casi studio

Intesa Sanpaolo

Con circa 963 miliardi di euro di attività a bilancio e un utile netto di 7,7 miliardi di euro nel 2023, il gruppo *Intesa Sanpaolo* è *leader* nel mercato bancario italiano e uno dei principali gruppi in Europa. Nato dall'unione dei gruppi *Intesa* e *Sanpaolo*, e a seguito dell'acquisizione del gruppo UBI nel 2020, oggi il gruppo conta in Italia 3.300 filiali e una base di più di 13 milioni di clienti.

Strategia

In merito agli aspetti ESG, *Intesa Sanpaolo* si impegna a rafforzare il suo ruolo di banca *leader* destinando nel periodo 2022-2025 circa 115 miliardi di euro a favore delle comunità e della transizione sostenibile e oltre a circa 500 milioni di euro a sostegno degli individui in difficoltà. Inoltre, il gruppo è impegnato a raggiungere l'obiettivo di *carbon neutrality* entro il 2030 per i propri prestiti e investimenti ed entro il 2050 all'interno dei portafogli gestiti. I pilastri della strategia di sostenibilità di *Intesa Sanpaolo* sono i seguenti:

- Supporto alla transizione ESG: accelerare la transizione verso un'economia a basse emissioni al fine di sostenere il percorso verso gli obiettivi di decarbonizzazione globali. I principali impegni in questa trasformazione riguardano: la fornitura di *plafond* dedicati alle imprese (come i prestiti *Circular Economy* e *Sustainability Loan*), iniziative di formazione rivolte alle imprese clienti sui temi ESG, realizzazione prodotti di investimento sostenibili e, nel settore della raccolta, nell'emissione di *Green Bond*.
- Impegno per ambiente e clima: con l'adesione alla *Net-Zero Banking Alliance* (NZBA), *Intesa Sanpaolo* ha deciso di perseguire l'obiettivo "Net Zero" entro il 2050 per le proprie emissioni, i portafogli di prestiti e investimenti, la gestione degli *asset* e l'attività assicurativa.

- **Promozione dell’Innovazione:** Intesa Sanpaolo intende confermare il suo posizionamento tra le *best practice* europee grazie alle sue infrastrutture da *leader* tecnologico nel settore. Uno dei principali obiettivi nel piano riguarda l’ottimizzazione della piattaforma multicanale per fornire a tutti i clienti un’offerta innovativa, sicura ed efficace, nonché la digitalizzazione completa dei processi prioritari del gruppo. Inoltre, attraverso accordi e collaborazioni, *Intesa Sanpaolo* è costantemente impegnata a migliorare la *user experience* con un *focus* sulle nuove funzionalità in un’ottica *mobile first*, il pilastro nel processo di digitalizzazione della banca.
- **Inclusione finanziaria e supporto al tessuto produttivo:** l’obiettivo di *Intesa Sanpaolo* è di assumere un ruolo chiave nel perseguimento di un obiettivo di sostenibilità che vede il miglioramento del livello di coesione all’interno della società. Questo impegno si basa sull’inclusione finanziaria, l’accesso al credito e il sostegno al tessuto produttivo del paese. Il sostegno all’inclusione finanziaria attraverso il credito sociale è incluso nel pilastro ESG del Piano d’impresa 2022-2025. Il credito per la rigenerazione urbana, a favore delle classi più vulnerabili e al terzo settore, così come *Fund for Impact* rappresentano tutte iniziative che supportano gli individui che non hanno accesso al credito attraverso i canali tradizionali.
- **Attenzione ai bisogni sociali e impegno per la cultura:** anche all’interno del piano d’impresa 2022-2025 il gruppo ha definito l’obiettivo di fornire un supporto significativo per far fronte ai bisogni sociali attraverso programmi di supporto alle persone in difficoltà (espandendo i programmi di cibo e alloggio per i bisognosi), promuovendo l’inclusione educativa e l’occupabilità dei giovani e fornendo assistenza alle persone nelle fasce più anziane. *Intesa Sanpaolo* cerca così di definire un ruolo attivo di promozione e sviluppo del territorio e comunità attraverso iniziative che includono partecipazione a progetti nazionali e internazionali in linea con gli SGD, mediante il sostegno alle organizzazioni *non profit* e la promozione di iniziative di solidarietà sociale e rivolte ad interventi culturali ed educativi.
- **Attenzione alle persone:** in ultimo, si evidenzia l’attuazione verso programmi di formazione e la creazione di un ambiente di lavoro in cui la diversità è un valore aggiunto significativo.

Risultati

Alla luce del *report* di sostenibilità del 2023, i risultati di *Intesa Sanpaolo* vengono rappresentati attraverso diverse aree di intervento, in linea ai rispettivi SDG definiti dall’Agenda ONU 2030.

- SDG 8, Valore e Solidità del Gruppo:

- Supporto all'economia reale: rispetto al *target* di €328 miliardi per il periodo 2022–2025, nel 2023 sono stati erogati circa €60 miliardi di nuovo credito a medio-lungo termine. Inoltre, circa 3.600 imprese italiane sono state supportate a tornare in *bonis* sanando linee di credito deteriorate e preservando circa 18.000 posti di lavoro.
- Valore economico generato: circa 26 miliardi di euro (in aumento rispetto al 2022 con circa 20,7 miliardi di euro).
- SDG 16, Integrità nella Condotta Aziendale:
 - Incremento nelle ore erogate di formazione interna in ambito anti-corrruzione, e coinvolgimento di numerose strutture del gruppo nel programma di certificazione *UNI ISO 37001:2016 Anti-bribery management systems*.
 - Implementazione di programmi di *audit* in ambito ESG che hanno visto il completamento di 3 verifiche *ESG-related*.
- SDG 3, Qualità del Servizio e Soddisfazione del Cliente: Miglioramento nel *Net Promoter Score* (propensione dei clienti a consigliare un prodotto, un servizio o un'azienda) rispetto al 2022.
- SDG 9 e SDG 17, Innovazione, Trasformazione Digitale e *Cybersecurity*:
 - A giugno 2023 è stata lanciata la nuova banca digitale *Isybank*, un nuovo concetto di fare banca orientato alla semplicità, accessibilità, inclusività e sicurezza del servizio, mantenendo in ogni caso la relazione diretta con la filiale digitale.
 - Promozione di circa 800 progetti di innovazione all'interno del piano d'impresa 2022-2025, di cui 204 sono stati lanciati nel 2023 (405 dal 2022). Il *focus* di quest'area riguarda il supporto alle *startup* ad alto potenziale in settori di interesse quali *Watertech*, energia rinnovabili ed efficienza energetica, intelligenza artificiale per la trasformazione d'impresa, *Internet of Things*, e mobilità sostenibile.
- SDG 1, SDG 3, SDG 4, SDG 5, SDG 8, SDG 9, SDG 11, SDG 17, Inclusione Finanziaria e Sostegno al Tessuto Produttivo:
 - Finanziamenti verso enti *no profit*: 252 milioni di euro erogati (2023),
 - Sostegno a persone e famiglie e un accesso sostenibile al credito: 71 milioni di euro stanziati (2023),
 - Investimenti verso iniziative di *housing*, servizi e infrastrutture sostenibili: 639 milioni di euro (2023). Questi fondi si vanno ad aggiungere alle iniziative di rigenerazione urbana in corso in Italia per oltre 1,2 miliardi di euro nel periodo 2022-23,
 - Social Bond emessi: 870 milioni di € il valore nominale (2023).

- SDG 8, SDG 13, SDG 17, Investimenti e Assicurazione Sostenibili: in questo ambito, i prodotti definiti secondo gli articoli 8 e 9 della SFDR sono circa 149 miliardi.
- SDG 1, SDG 3, SDG 4, SDG 11, SDG 17, Supporto alla Comunità e Impegno per la Cultura:
 - nel 2023 si rafforza l'impegno nel sociale a sostegno del *target* di 1,5 miliardi di euro (2023- 2027) a favore dell'inclusione finanziaria, sociale, educativa e culturale.
 - Il piano include 50 milioni di euro nel periodo 2022-2025 a favore del supporto alimentare con circa 37 milioni di euro in interventi nel 2022-2023.
 - Sempre all'interno del piano d'Impresa 2022-2025 si prevedono iniziative a sostegno di iniziative culturali tra cui le Gallerie d'Italia, attraverso cui si ospitano le collezioni di proprietà dell'istituto, così come mostre temporanee.
 - Con riferimento alle iniziative rivolte all'occupazione e all'inclusione educativa, il piano d'impresa 2022-2025 include programmi rivolti ai giovani quali "Giovani e Lavoro" e *Generation4Universities*, mentre supporta programmi come *In Action Esg NEET*, in *partnership* con *Dynamo Academy*.
- SDG 8, Tutela del Lavoro:
 - Il piano prevede la riqualificazione/riconversione di circa 8.000 individui a favore di attività inquadrare come ad alto valore aggiunto per la strategia del gruppo (2.000 coinvolte già nel corso del 2023). Le assunzioni nel 2023 hanno visto un incremento del 13% su base annuale con una maggiore concentrazione tra le fasce d'età inferiore ai 30 anni, in linea al ricambio generazionale. In tal senso, la banca ha conseguito il riconoscimento *Top Employer 2024* e il *Best Talent Acquisition*.
- SDG 4, SDG 5, SDG 8, SDG 10, SDG 17, Attrazione, Valorizzazione *Diversity* e Inclusione delle Persone:
 - Sostanziale bilanciamento nella composizione di genere nella popolazione aziendale tra. Questo dato si riflette anche a livello direttivo (40,1%), in miglioramento rispetto al 2022 (39,4%).
 - Con riferimento all'erogazione di formazione, il 2023 ha visto 26 milioni di ore (a fronte di un obiettivo a piano di 50 milioni di ore), un dato che riafferma la centralità del ruolo della formazione e dell'aggiornamento delle competenze del personale. Inoltre, risulta in crescita l'indicatore di soddisfazione tra il personale, che tocca sul 84% nel 2023 a fronte del 79% nel 2021.
- SDG 3, SDG 8, Salute, Sicurezza e Benessere delle Persone del Gruppo: incremento di circa il 20% del numero persone formate rispetto al 2022.

- SDG 7, SDG 12, SDG 13, SDG 17, Transizione verso un'Economia Sostenibile, *Green* e *Circular*:
 - o Disponibilità fino a 76 miliardi di euro di nuovo credito ai sensi della Missione 2 del PNRR, a supporto della *green economy*, della *circular economy* e della transizione ecologica. Tra gli obiettivi di piano, rientra inoltre l'erogazione di crediti *green* per 12 miliardi euro nel segmento *retail*.
 - o Sostegno continuo all'iniziativa *S-Loan*, a supporto di finanziamenti a tasso agevolato per piccole e medie imprese sulla base di alti KPI ESG. Il progetto si basa su 6 linee di prodotti: *S-Loan ESG*, *S-Loan Diversity*, *S-Loan Climate Change*, *S-Loan Agribusiness*, *S-Loan Tourism* e *S-Loan CER*.
 - o Riduzione di emissioni di gas clima alteranti: *Scope 1 + Scope 2 Market-Based* (-9%) grazie al miglioramento in aree quali efficienza energetica, ottimizzazione degli spazi e transizione a veicoli ibridi ed elettrici. Sostanziale mantenimento dall'incidenza di energia elettrica rinnovabile (88% sul totale nel 2023 a fronte del 91% nel 2022).
 - o Riduzione dei consumi diretti rispetto al 2022: carta (-5,4%), rifiuti prodotti (-11% rispetto) con l'incremento di iniziative rivolte al riciclo di materiali usati.

Target

Gli obiettivi di sostenibilità di Intesa Sanpaolo sono definiti dal Piano d'Impresa 2022-2025, di seguito sintetizzati per le diverse aree strategiche:

- Transizione ESG: impegno all'interno della Missione 2 del PNRR attraverso un programma di erogazioni di €76 miliardi sul territorio per i prossimi anni nelle aree *Green* e *Circular Economy* e favore della transizione ecologica.
- Impegno per ambiente e clima: il piano 2022-2025 riafferma il costante impegno a favore dell'obiettivo della *carbon neutrality* al 2030, orizzonte entro il quale il 100% dell'energia verrà acquistata da fonti rinnovabili. Sempre al 2030 si allineano i *target* di *net zero* nei 6 settori *Oil&Gas*, *Power Generation*, *Automotive*, *Coal&Mining*, *Iron&Steel* e *Commercial Real Estate* all'interno dell'iniziativa NZBA. Il gruppo, che ha aderito all'iniziativa 2021, ha successivamente integrato il proprio impegno in 2 settori nel 2022 con *target* aggiornati al 2022. Per tutti i settori, gli obiettivi sono definiti in maniera specifica e su base assoluta in termini di emissioni Scopo 1, 2 e 3. Con particolare riferimento al settore *coal mining*, Intesa Sanpaolo si impegna in una politica di esclusione, con obiettivo *net zero* al 2025 e zero emissioni al 2030 (Figura 6).
- Promozione dell'Innovazione: lancio della banca digitale *Isybank* e di 800 progetti digitali.

- Inclusione finanziaria e sostegno a favore del tessuto produttivo: il piano d’impresa 2022-2025 prevede un’erogazione di credito per 328 miliardi di euro, mentre l’obiettivo 25 miliardi di euro è rivolto a favore di attività *no profit*, categorie vulnerabili e generazioni di giovani.
- Attenzione ai bisogni sociali e impegno per la cultura:
 - o Il piano ha come *target* 50 milioni di euro in interventi a sostegno delle categorie di bisognosi,
 - o *Target* di 3mila giovani formati e inseriti nel mercato del lavoro secondo gli obiettivi del piano.
- Obiettivi nell’ambito dell’attenzione alle persone:
 - o 50 milioni di ore di formazione,
 - o 50% di donne in nuove nomine in posizioni *senior*,
 - o 1.000 talenti inseriti nel progetto *International Talent Program*.

Figura 6 – Metriche NZBA Intesa Sanpaolo⁷²

Sector Targets	Scope	Value Chain	Metrics	Baseline (baseline date)	Target (2030)
Oil&Gas	Scope 1,2,3	Upstream operators and integrated players	gCO ₂ e/MJ	64 (30/06/2021)	55* (52-58)
Power generation	Scope 1,2	Generation and integrated players	kgCO ₂ e/MWh	214 (30/06/2021)	110
Power generation revised**	Scope 1,2	Generation and integrated players	kgCO ₂ e/MWh	202 (31/12/2022)	110
Automotive	Scope 3 TTW	Vehicle production	gCO ₂ e/vkm	162 (30/06/2021)	95
Automotive revised**	Scope 3 WTW	Vehicle production	gCO ₂ e/vkm	192 (31/12/2022)	100
Coal mining (exclusion policy)	Exclusion policy	Coal mining	€bn exposure	0.2 (30/06/2021)	Zero by 2025 Zero emissions
Iron&Steel	Scope 1,2	Companies producing crude steel that use iron ore (or scrap) as an input	tCO ₂ /tsteel	1.05 (31/12/2022)	0.81
Commercial Real Estate	Scope 1,2,3	In-use operational emissions of buildings in Italy	kgCO ₂ e/m ²	43.16 (31/12/2022)	27.98

Unicredit

Il Unicredit opera come secondo gruppo bancario nel mercato italiano ed uno dei principali istituti a livello europeo. In particolare, Unicredit serve 15 milioni di clienti in tutto il mondo, in 4 principali aree geografiche e attraverso 13 banche che occupano le prime posizioni nei singoli paesi di riferimento. Nel 2023, il gruppo ha registrato un utile consolidato *record* per 8,6 miliardi di euro.

⁷² Intesa Sanpaolo (2024). Dichiarazione Consolidata Non Finanziaria 2023 ai sensi del D.Lgs. 254/2016.

Strategia

Per Unicredit l'integrazione della sostenibilità all'interno della strategia è uno dei pilastri del modello di *business Unicredit Unlocked*. Il piano si basa sulle capacità e sulle conoscenze quali basi per creare valore attraverso le attività del gruppo, secondo una prospettiva capace di integrare le prerogative dei diversi *stakeholders* e che permetta alle comunità di progredire. La strategia ESG si basa su alcuni fondamentali interconnessi rivolti alla generazione di valore sostenibile:

- I Principi ESG che rappresentano le importanti pietre miliari del modello *Unicredit Unlocked*,
- Dare l'esempio, sforzandosi di definire *standard* elevati per il gruppo e per gli *stakeholder* coinvolti nell'attività della banca,
- Definizione di obiettivi ESG ambiziosi per sostenere una transizione giusta ed equa per i clienti,
- Dotazione di strumenti per supportare i clienti e le comunità nella transizione ambientale e sociale attraverso azioni strategiche sostenibili,
- Inclusione e investimento delle risorse necessarie per raggiungere gli obiettivi ESG unitamente agli impegni a lungo termine, attraverso un solido modello di *governance*, che sappia tener conto della cultura e fornire un costante monitoraggio e un'informazione di qualità.

Questa strategia viene declinata su diversi livelli. Innanzitutto vi è la collaborazione con i clienti al fine di essere riconosciuti come banca capace di supportare una transizione giusta ed equa. Questo aspetto si materializza attraverso un supporto proattivo in termini di servizi e prodotti per aiutare i clienti a definire e attuare la propria strategia di transizione e aumentando il livello di consapevolezza ed engagement dei clienti sui temi ESG, anche attraverso l'attenzione all'assetto e alle capacità di consulenza ESG. Mediante il supporto alle comunità poi, *Unicredit* si impegna a svolgere un ruolo sociale che va ben oltre il prestito, supportando i clienti e le comunità a compiere progressi significativi verso un modello di società più sostenibile, inclusiva ed equa a lungo termine.

Un ulteriore pilastro afferisce alla definizione di impegni chiari. In linea con l'obiettivo di consentire il progresso delle comunità, e nel contesto di un ambiente esterno in evoluzione, *Unicredit* mira a orientare il comportamento attraverso due leve:

- Migliorare il quadro di politiche settoriali: alcuni settori infatti richiedono un approccio specializzato per garantire che i rischi transazionali e correlati siano adeguatamente affrontati. Il quadro politico guida il nostro approccio nei confronti dei settori controversi. La gestione dei rischi ambientali e sociali avviene mediante il ricorso a politiche globali, focalizzate su settori come il carbone, l'*oil&gas* e orientate al rispetto dei diritti umani. Tali politiche vengono riesaminate periodicamente al fine di garantirne la costante pertinenza rispetto agli obiettivi di natura strategica.

- Assunzione di impegni strategici: per rafforzare costantemente il nostro impegno a favorire una transizione equa e giusta verso una società più equa e sostenibile, il gruppo ha aderito nel corso degli anni ad una serie di iniziative internazionali e istituzionali al fine di raggiungere obiettivi significativi in termini di sostenibilità a medio e lungo termine. L'impegno per l'azzeramento delle emissioni nette rappresenta un pilastro fondamentale della strategia ESG.

L'ultimo pilastro della strategia ESG di *Unicredit* afferisce al rafforzamento del sistema di controllo dei rischi. Questo aspetto sostiene lo sviluppo di un approccio alla gestione dei rischi climatici e ambientali misurando e monitorando a livello di portafoglio gli altri fattori rilevanti legati alla natura nel quadro di rischio complessivo del gruppo (come la biodiversità, i livelli di inquinamento e l'utilizzo delle risorse idriche).

Risultati

I risultati ESG *Unicredit* relativi al 2023 vengono di seguito suddivisi a seconda dell'ambito di rilevanza in *Environment, Social e Governance*.

Environment

- Conseguimento dell'obiettivo di emissioni *Net Zero* dirette, mentre è in corso il raggiungimento dell'obiettivo *Net Zero* all'interno dell'iniziativa NZBA sui settori *Oil&Gas, Power Generation, Automotive e Steel*,
- Riduzione delle emissioni di gas serra del 28% rispetto al 2021, in termini Scopo 1 e 2, con baseline determinata sul mercato,
- Utilizzo di energia elettrica da fonti rinnovabili per il 90,4% dei consumi diretti.

Social

- Iniziative di *corporate citizenship* e di natura filantropica: 59,6 milioni di euro di contributo alle comunità (rispetto a 36,5 milioni di euro nel 2022),
- Educazione e sensibilizzazione (nel biennio 2022-2023): 442mila beneficiari di iniziative nell'ambito dell'educazione finanziaria e 196mila beneficiari di iniziative in ambito di consapevolezza ESG.
- *UniCredit Foundation*: contributi per 20 milioni di euro a favore di opportunità per i giovani e l'istruzione. Di questi, 12 milioni di euro sono stati utilizzati per finanziare le *partnership* con *Junior Achievement Europe* e *Teach for All*, attive in iniziative di miglioramento del livello di istruzione per fasce di popolazione meno agiate.

Governance

- Implementazione di politiche di gestione dei rischi ambientali, sociali e reputazionali, incluse politiche e linee guida globali in ambito *Diversity, Equality & Inclusion*,

- *Diversity, Equality & Inclusion:*
 - o Percentuale di donne: 42% nel CdA, 35% nel *Leadership Team*,
 - o Presenza internazionale: 33% nel CdA, 40% nel *Leadership Team*,
 - o Dipendenti membri attivi su diversi tratti di diversità nei paesi del Gruppo: >1000.

Target

A inizio 2024 *Unicredit* ha definito una nuova serie di obiettivi incentrati su una penetrazione ESG ancora più significativa all'interno del modello di *business* del gruppo. Ciò consente una visione più trasparente della performance ESG di *Unicredit* sul modello di *business* adottato, compensando gli effetti complessivi di mercato non correlati ai fattori ESG. Gli obiettivi seguono da vicino l'evoluzione della regolamentazione ESG, in un *trend* rivolto al continuo miglioramento degli *standard*. Di seguito vengono esposti i principali obiettivi esposti dal gruppo *Unicredit*:

- Volumi ESG totali: 82 miliardi di euro a partire dal 2022 (circa 26 miliardi di euro finanziari solo 2023),
- Prestiti ESG: *target* definiti in 19 miliardi di euro di prestiti a carattere *Environment* e 8,7 miliardi di euro di prestiti sociali su base 2022. Il livello *target* di incidenza ESG sul totale delle attività *lending* 2024 è del 15% (contro il 13% registrato nel 2023).
- Prodotti d'investimento ESG: livello *target* di incidenza ESG: 50% (a fronte del 48% del 2023).
- *Sustainable Bonds*: emessi 25.4 miliardi di euro a partire dal 2022 con un'incidenza *target* rispetto alle emissioni annuali nel 2024 del 15% (contro il 18% registrato nel 2023).

Dall'adesione alla NZBA, *Unicredit* ha stabilito i primi obiettivi settoriali e identificato le azioni necessarie per raggiungerli senza esitazioni. Nel 2023 il gruppo ha dedicato un significativo impegno nella progettazione e realizzazione delle azioni interne finalizzate a rendere operativi gli obiettivi *net zero*, coinvolgendo tutte le funzioni rilevanti per mettere in campo le azioni individuate. Questa azione è proseguita anche nei primi mesi del 2024 con la declinazione dell'impegno in azioni, in una prospettiva di transizione *net zero* estesa all'interno gruppo. Di seguito si sintetizzano le principali tappe del percorso di *Unicredit* verso gli obiettivi *net zero* al 2050:

- Ottobre 2021: *Unicredit* aderisce al NZBA,
- Gennaio 2023: *Unicredit* definisce degli obiettivi settoriali in anticipo rispetto ai termini previsti,
- Gennaio 2024: definizione degli ulteriori obiettivi settoriali,
- 2030: Primo termine obiettivo per le emissioni finanziate (obiettivi intermedi da aggiornare ogni cinque anni) e termine ultimo per le emissioni proprie (obiettivo già raggiunto),

- 2050: Obiettivo *net zero* per il portafoglio di prestiti e investimenti.

L'azione di *Unicredit* si materializza in termini di emissioni Scopo 1, 2 e 3 con *target* al 2030 definiti sia in termini assoluti che di riduzione percentuale, come nel caso del settore *Oil&Gas* (Figura 7).

Figura 7 – Metriche NZBA Unicredit⁷³

Sector	Scope	Value Chain	Metric	Scenario Benchmark	Baseline		2022YE Progress	2030 Target
					Year	Value		
Oil & Gas	Scope 3 Category 11	Upstream, Midstream, Downstream	Absolute Financed Emissions	IEA NZ 2050 (World)	2021	21.4 MtCO ₂ e	-10% vs. baseline (19.3 MtCO ₂ e)	-29% vs baseline (15.2 MtCO ₂ e)
Power Generation	Scope 1	Power Generation	Emission Intensity	IEA NZ 2050 (Europe)	2021	208 gCO ₂ e/ kWh	152 gCO ₂ e/ kWh	111 gCO ₂ e/ kWh
Automotive	Scope 3 Category 11 Tank-to-wheel	Automotive Manufacturers (Light-duty Vehicles)	Emission Intensity	IEA NZ 2050 (World)	2021	161 gCO ₂ / vKm	165 gCO ₂ / vKm	95 gCO ₂ /vKm
Steel	Fixed Boundary System – Scope 1, 2 and 3 (Category 1 and 10)	Crude steel makers	Emission Intensity	IEA NZ 2050 (World)	2022	1.45 tCO ₂ / tSteel	-	1.11 tCO ₂ /tSteel
			Alignment score		2022	-0.69	-	

Banco BPM

Banco BPM

Il gruppo BPM, nato nel 2017 dall'unione tra gli istituti Banco Popolare e Banca Popolare di Milano, costituisce oggi il terzo polo bancario italiano, con una concentrazione territoriale nelle regioni settentrionali del paese. Il gruppo ha registrato nel 2023 ricavi totali per 5,3 miliardi di euro e un utile di 1,26 miliardi di euro.

Strategia

L'obiettivo principale di *Banco BPM* è relativo alla creazione di un valore sostenibile nel tempo, beneficiando delle opportunità create da un contesto economico-finanziario in continua evoluzione, e quindi mantenendo un approccio proattivo rispetto all'ambiente esterno. In tale prospettiva, il modello di *business* riceve *input* dalle diverse categorie di *stakeholder* e integra gli obiettivi ambientali, sociali e di *governance* al fine di declinarli nella strategia di sostenibilità del gruppo. Nella fattispecie, la strategia di *Banca BPM* è definita da tre linee guida:

⁷³ Unicredit (2024). 2023 Integrated Report. Unlocking transformation, together.

- Connessione con il contesto esterno: partendo dall'interazione con il territorio, l'integrazione delle richieste degli *stakeholder*, l'interazione con i mercati finanziari e il recepimento delle direttive degli organismi di regolamentazione, il gruppo Banco BPM tradurre *input* in azioni.
- Integrazione ESG all'interno della strategia: il piano strategico 2024-2026 incorpora i diversi temi di sostenibilità a carattere di materialità e integra i *target* ESG i quali interessano i diversi *stakeholder*.
- Impatto: la finalità ultima è quella di distribuire larga parte del valore economico generato, con ricadute positive per lo sviluppo delle comunità in cui la banca opera.

Questi aspetti si declinano negli obiettivi del piano strategico 2024-2026 secondo i tre pilastri ESG:

- *Environment*: sostegno dei clienti nel percorso di transizione attraverso un'offerta di consulenza e di prodotti finanziari *Net Zero*, rafforzamento delle attività di gestione e monitoraggio del rischio climatico e ambientale e riduzione continua dell'impatto ambientale,
- *Social*: Rafforzamento della strategia rivolta alle persone, al cambiamento generazionale e l'*empowerment* delle donne, rafforzamento della nostra posizione di *leadership* come finanziatore del terzo settore, affermazione del gruppo quale una delle principali banche europee con un forte impatto sulle nostre comunità locali,
- *Governance*: supporto alla trasformazione digitale grazie ad una sostanziale gestione delle aree afferenti a *Privacy* e *Cybersecurity*, conferma dei piani di incentivazione a breve e lungo termine per *manager* e dipendenti sulla base dei *target* ESG, potenziamento del *framework* di misurazione del rischio ESG, in linea con l'evoluzione della regolamentazione esterna e della materialità dei rischi.

Sotto un profilo pratico, l'istituto è impegnato nel consolidamento della misurazione interna del rischio climatico, dell'analisi di scenario, degli *stress test* e della rendicontazione dei rischi, compresa la divulgazione al pubblico. Le principali linee di azioni in tal senso riguardano:

- Potenziamento della copertura dei rischi sociali e di *governance*,
- Sviluppo di politiche di credito per affrontare la strategia *Net Zero*,
- Sviluppo e integrazione della strategia ESG a livello *Finance*,
- Rafforzamento dei sistemi di controllo, dei processi e delle politiche organizzative ESG in linea con la nuova *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD),
- Rafforzamento dei pilastri ESG.

Risultati

- *Environment*:

- Emissioni nette Scopo 1 e 2 basate sul mercato: neutralità carbonica raggiunta nel 2023,
 - NZBA: *Banco BPM* ha aderito nel 2023 identificando sin da subito 5 settori prioritari,
 - Stanziamenti superiori a 1 miliardo di euro in nuovi mutui residenziali verdi nel 2022-2023,
 - Conseguimento del 100% di energia elettrica da fonti rinnovabili.
- *Social:*
- Quota di donne in posizioni manageriali 29,7% (a fronte del 26,1% del 2022),
 - Quota di nuove assunzioni tra i 20-30 anni: 96,5% nel 2023 (a fronte del 89,5% del 2022),
 - Donazioni e contributi per progetti sociali e ambientali: 5,8 milioni di euro (a fronte di 4,6 milioni di euro del 2022),
 - Nuovi finanziamenti a favore del terzo settore: 350 milioni di euro nel biennio 2022-2023,
 - Attività dedicate servizi alla comunità aziendale alla sensibilizzazione ESG e all'educazione finanziaria: 9.402 ore nel 2023.
- *Governance:*
- Corsi di formazione ESG ai dipendenti: circa 164mila ore (2023).
 - Comitato di Sostenibilità a livello di Consiglio di Amministrazione istituito nell'aprile 2023
 - Nuovo Piano d'Azione ESG lanciato nel terzo trimestre 2023, basato su 4 aree interconnesse (Rischi, Credito, Finanza, *Disclosure*, *Community & Inclusion*),
 - Iniziative di supporto dalle funzioni Dati, IT e Controllo con supervisione diretta da parte del Comitato ESG e dal CEO.

Su base trasversale rispetto ai diversi pilastri ESG nel 2023 sono stati emessi *Green*, *Social* e *Sustainable Bonds* per 2 miliardi di euro (un livello sostanzialmente in linea con il 2022) in linea alle disposizioni definite dalla Tassonomia Europea. Al 2023 l'incidenza di *ESG bonds* all'interno del totale di corporate bond emessi è del 29,1% (contro il 24,2% del 2022).

Target

Gli obiettivi relativi ai tre pilastri *Environment*, *Social* e *Governance* riguardano:

- *Environment:*
 - *Green & Low Transition Risk*: nuovi prestiti a imprese superiori a 10 miliardi di euro come media annua nel periodo 2024-2026,

- *ESG Factory*: implementazione di una strategia distintiva per divenire un *partner* di riferimento per i clienti aziendali a supporto della loro transizione sostenibile (*ESG Training, Advisory e Offering*)
 - Emissioni Scopo 1 e 2 dirette: minori di 480mila tonnellate di carbonio nel 2026 e minori di 440mila al 2030.
 - Emissioni nette Scopo 1 e 2: consumi Scopo 1 e 2 basati sul mercato (consumi totali definiti in *Gigajoule*) con l'obiettivo della neutralità carbonica raggiunta nel 2024,
 - Obiettivo del 100% di energia elettrica da fonti rinnovabili ottenuto e mantenuto per l'intero piano.
- *Social*:
- Posizioni manageriali ricoperte da donne: +20% rispetto al 2023,
 - Nuove assunzioni nella fascia d'età 25-30 anni: 800 nel periodo 2024-2026,
 - Percorsi di crescita mirati per circa 900 giovani talenti individuati nel gruppo,
 - Rinnovamento della struttura dell'accademia di formazione per sostenere un nuovo *standard* nello sviluppo delle competenze,
 - *Social Lending*: 200 milioni di euro all'interno del piano,
 - Contributi annuali a sostegno di progetti sociali e ambientali: 5 milioni di euro in media nel periodo 2024-2026.
- *Governance*:
- Quota di assunzioni di specialisti in *Cybersecurity* sul totale delle assunzioni di professionisti nell'area *Digital & IT*: 15% nel periodo 2024-2026,
 - Ore di formazione ESG per i dipendenti: 200mila fino nel corso del piano 2024-2026,
 - Investimenti significativi in *Cybersecurity* a piano e piena implementazione del nuovo piano d'azione ESG.

Su base trasversale, Banco BPM si pone come *target* l'emissione di *Green, Social e Sustainable Bonds* per un totale complessivo di 5 miliardi di euro nel periodo 2024-2026 con una quota di ESG *bonds* che raggiungerà il 40% a fine piano nel 2026.

Con riferimento alla NZBA, Banco BPM ha aderito all'iniziativa nel marzo 2023 identificando 5 settori di interesse nella definizione di *target* di abbattimento delle emissioni. Questi sono: *Oil&Gas, Power generation, cemento, Automotive, Coal*. Questi obiettivi definiscono uno dei pilastri della strategia di sostenibilità di Banco BPM all'interno del piano strategico 2023-2026, con attente valutazioni in corso al fine di identificare ulteriori settori prioritari entro il 2026.

5.2 Considerazioni pratiche sull'Analisi

Alla luce dell'analisi realizzata, di seguito si evidenziano i principali aspetti emersi anzitutto sotto una prospettiva comparativa (in termini di modalità, risultati e *target*) e successivamente in termini di future tendenze del mercato.

5.2.1 Comparazione dei Risultati

La comparazione delle strategie realizzate da *Intesa Sanpaolo*, *Unicredit* e *Banco BPM* consente di comprendere meglio le modalità e le dinamiche attraverso cui tre dei maggiori istituti bancari afferenti al sistema italiano perseguono la dimensione della sostenibilità attraverso le proprie attività. Attraverso la Tabella 1, si sintetizzano le principali dimensioni analizzate in ciascun caso.

Tabella 1 – Comparazione tra i risultati delle banche analizzate

Dimensione	Intesa Sanpaolo	Unicredit	Banco BPM
Avvio reportistica non finanziaria	2003	2005	2011
Livello di dettaglio	Elevato	Medio	Medio
Rating ESG (numero)	27 ⁷⁴	12	9
Iniziative (numero)	19	11	4
Partecipazione NZBA	2021	2021	2023
Priority Sectors	6	4	5
Focus	Scopo 1, 2, 3 Esclusione <i>Coal Mining</i>	Scopo 1, 2, 3	Scopo 1, 2, 3

I dati mettono in evidenza un sostanziale impegno trasversale dei tre istituti per quanto concerne gli obiettivi alla base della strategia di sostenibilità. Ciononostante, emergono alcune differenze nelle modalità di azione, nelle aree di intervento e nell'ampiezza dell'informativa fornita. Innanzitutto, si evince come ciascuno dei tre gruppi abbia intrapreso il percorso verso un maggiore sostenibilità in momenti differenti, con *Intesa Sanpaolo* ad avviare la pubblicazione di reportistica a carattere non finanziario a partire dal 2003, seguita da *Unicredit* nel 2005 e quindi *Banco BPM* nel 2011. Un simile disallineamento viene mostrato anche con riferimento alla copertura di *rating* ESG e di iniziative partecipate. Anche in questo caso, Intesa sembra guidare la categoria con 27 *rating* (che includono anche premi come *best performer* riconosciuti nel corso del 2023) e 19 iniziative partecipate. Per quanto riguarda *Unicredit*, il *report* 2023 riporta 12 *rating* di natura ESG e 11 iniziative, mentre per

⁷⁴ Il Gruppo Intesa Sanpaolo include *Rating* ESG e premi.

Banco BPM si contano 9 *rating* e 4 iniziative partecipate. In merito al livello di dettaglio circa gli obiettivi ed i risultati, *Intesa Sanpaolo* mette in mostra un maggiore livello di analisi, mettendo in relazione i propri risultati con gli SDG di riferimento. Meno approfonditi appaiono invece i dati mostrati da *Unicredit* e *Banco BPM* che comunque affrontano in maniera organica le diverse aree.

Rispetto alle diverse dimensioni ESG, gli istituti finanziari dimostrano ad ogni modo molteplici linee di intervento focalizzate attorno ad alcune attività comuni. All'interno del pilastro *Environment*, i dati riportati si rivolgono prevalentemente ad interventi in ambito di riduzione delle emissioni di carbonio e dei consumi, sia di materie prime che di energia da fonti rinnovabili. Con riferimento al pilastro *Social*, le principali azioni si riferiscono ad investimenti ed iniziative dirette alle comunità in cui l'istituto opera, alla promozione di diversità e inclusione, con un'attenzione particolare alle assunzioni di profili giovani. Infine, nel pilastro *Governance* si mettono in evidenza le azioni in ambito di rafforzamento dei sistemi di *cybersecurity* e *data protection*.

Per quanto riguarda il *focus* relativo alla NZBA, sia *Intesa Sanpaolo* che *Unicredit* si dimostrano apripista nel settore, con un'adesione avvenuta per entrambe nel corso dell'anno del 2021, anno del lancio dell'iniziativa. *Banco BPM* ha invece seguito con un'adesione avvenuta nel 2023. In termini settoriali si delinea una certa convergenza attorno ai principali settori prioritari (*Oil&Gas*, *Power generation*, *cemento*, *Automotive*, *Coal*). *Intesa Sanpaolo* presenta i piani più ambiziosi, con un'azione rivolta a 6 settori ed un *focus* particolare sul settore *Coal*. Al contempo. *Banco BPM* rivolge la sua attenzione a 5 settori, ma all'interno della rendicontazione 2023 non risultano ancora presenti obiettivi dettagliati circa il percorso per raggiungere il *Net Zero* delle emissioni in portafoglio. Infine, la strategia di *Unicredit* include 4 settori, presentando altresì un buon livello di dettaglio su obiettivi, base di determinazione. Per tutti i casi emerge un sostanziale allineamento in termini di attenzione sulle emissioni di Scopo 1, 2 e 3.

5.2.2 Le tendenze future e l'evoluzione del mercato

I casi discussi costituiscono un interessante punto di partenza nella comprensione delle tendenze e delle prospettive future circa l'applicazione della sostenibilità all'interno del settore finanziario. Nella fattispecie, l'impegno da parte degli istituti bancari non solo emerge in maniera trasversale rispetto ai casi analizzati, ma registra al contempo un crescente impegno nella definizione di *target* e nel raggiungimento di risultati sempre più importanti all'interno di un orizzonte temporale ristretto. Sulla base di tali aspetti è possibile generalizzare le considerazioni emerse all'intero settore finanziario quale mercato nel cui il raggiungimento di risultati operativi e strategici è oggi interconnesso in maniera imprescindibile ai fattori della sostenibilità.

In ciò, appare evidente il ruolo svolto dalle istituzioni europee di regolamentazione, le quali attraverso interventi a più livelli, hanno segnato il percorso di sviluppo lungo il quale gli istituti bancari sono chiamati a incorporare all'interno delle proprie attività la sostenibilità attraverso i pilastri ESG. Se però questo approccio ha segnato il percorso recente, oggi è importante considerare come sia sempre più importante per le banche anticipare i *trend* e definirsi ad un livello di *trend setter* rispetto alle *best practice* di sostenibilità. In tal senso la sezione ESG è parte integrante del *business model* e delle considerazioni strategiche descritte nei piani.

Le diverse iniziative costituiscono oggi un importante punto di riferimento nel convogliare gli sforzi verso obiettivi comuni e l'adozione di medesimi *standard* nella valutazione delle emissioni e delle riduzioni necessarie per raggiungere gli obiettivi prefissati. Questo *trend* è destinato ad affermarsi anche nel futuro, con una crescente cognizione da parte degli istituti bancari dell'importanza della comparabilità in fatto di impegno ESG. Il riconoscimento di alcune di queste iniziative come particolarmente meritorie oppure introdurre caratteri di vincolo negli impegni assunti da parte degli istituti, potrebbe costituire un'ulteriore spinta a favore comportamenti virtuosi all'interno del settore finanziario.

Rispetto all'analisi comparativa realizzata, a fronte di un sostanziale impegno da parte degli istituti analizzati, emergono delle differenze in termini di reportistica e obiettivi che richiedono alcune considerazioni. La NZBA presenta il grande merito di presentare *target* condivisi e basati su metriche di mercato, e in ciò permette una comune prospettiva verso il 2030. Va notato comunque il carattere di discrezionalità presente nella definizione dei settori prioritari, un fattore che può privilegiare l'impegno in ambiti in cui l'abbattimento delle emissioni carboniche è più immediato, lasciando invece al di fuori dell'azione più immediata altre possibili fonti di emissioni. Anche con riferimento al livello di dettaglio in termini di risultati e azioni si osservano disallineamenti. In entrambi i casi sarebbe pertanto auspicabile un maggiore allineamento tra istituti, al fine di garantire una piena comparabilità delle *performance*.

6. Conclusioni

Il lavoro ha percorso la discussione relativa all'incorporazione dei pilastri della sostenibilità all'interno del settore finanziario, proponendo un'analisi dei più recenti sviluppi della materia, degli interventi normativi e delle declinazioni più strettamente pratiche all'interno delle istituzioni finanziarie.

Attraverso una prospettiva teorica, il Capitolo 2 apre la discussione con la descrizione dei punti di riferimento che oggi definiscono il contesto dello sviluppo sostenibile, ovvero gli SDG dell'Agenda ONU 2030. Partendo da questo aspetto, si approfondiscono le tematiche relative all'investimento sostenibile, prendendo anzitutto in considerazione il caso dell'Unione Europea, in cui le istituzioni politiche e finanziarie operano in prima linea a supporto della transizione verso un modello economico più sostenibile. La seconda parte del capitolo si concentra sull'analisi degli *standard* quale strumento indispensabile per il riconoscimento e la rendicontazione sostenibile. Alla luce dell'estensiva adozione di molteplici *standard*, la discussione è stata focalizzata sul GRI e gli IFRS quali *standard* di riferimento, e su *GHG Protocol*, *Carbon Disclosure Project* e *Task Force on Climate Related Financial Disclosures* quali ulteriori *standard* di largo utilizzo.

Con il Capitolo 3 si affronta l'evoluzione normativa nel campo degli investimenti sostenibili, definendone anzitutto le principali categorie (ovvero: *Screening*, *ESG Integration*, *Engagement* (o *Stewardship*) e *Thematic Investment*), le relative dimensioni ed i *trend* in atto nel mercato. Con riferimento ai contributi chiave in termini normativi, la discussione ha riguardato la *Non Financial Reporting Disclosure* (o NFRD introdotta nel 2014 e seguita dalla *Corporate Sustainability Reporting Directive* del 2022) e del regolamento *Sustainable Finance Disclosure Reporting* (o SFDR, entrata in vigore nel 2021). La NFRD ha costituito un primo e importantissimo passo nel raggiungimento di maggiore trasparenza e responsabilità delle imprese in materia sociale e ambientale. La successiva *Corporate Sustainability Reporting Directive* è stata introdotta al fine di colmare alcune carenze della NFRD ed espanderne l'ambito di applicazione. Nel caso del SFDR si perseguono invece tre obiettivi rivolti principalmente agli operatori finanziari, ovvero: migliorare la qualità e la comparabilità delle informazioni sulla sostenibilità dei prodotti finanziari, garantire condizioni di concorrenza tra le imprese europee e quelle extra-Unione Europea, e contrastare il fenomeno di *greenwashing*.

La discussione relativa ai rischi fisici e di transizione è al centro del Capitolo 4. Questi fattori riflettono i rischi a cui sono esposte le banche in un contesto di crescente sensibilità alle tematiche di sostenibilità e in una fase in cui si rende necessaria un'accelerazione verso la transizione energetica. I rischi fisici e di transizione possono assumere differenti connotazioni ed impattare gli istituti a diversi livelli, in particolare, acuendo i rischi tradizionali a cui le banche sono esposte, tra cui: il

rischio di credito, il rischio di liquidità e il rischio mercato. La discussione ha inoltre elaborato i canali di trasmissione attraverso cui tali rischi possono impattare l'attività delle banche, evidenziando la necessità di adeguate procedure interne per la gestione di tali aspetti alla luce del loro impatto sempre maggiore sulle attività finanziarie.

Infine, il Capitolo 5 propone un'analisi di natura pratica sulle modalità attraverso cui le principali banche italiane perseguono i propri obiettivi di sostenibilità in sintonia con i propri obiettivi di *business*. Le evidenze emerse dimostrano come *Intesa Sanpaolo*, *Unicredit* e *Banco BPM* sappiano coniugare la dimensione operativa con la ricerca della sostenibilità quale pilastro delle rispettive strategie. Nei tre casi emergono *target* chiari, la partecipazione a molteplici iniziative ed un comune impegno all'abbattimento delle emissioni di carbonio, mediante la partecipazione alla NZBA. Benché, i tre istituti siano ancora nel vivo del proprio impegno verso la neutralità carbonica di portafoglio, la ricerca di metriche comuni nella rendicontazione delle emissioni è senza dubbio un passo importante nella comparabilità delle strategie e dei risultati in ambito ESG.

Lo studio ha permesso di comprendere lo sviluppo della dimensione relativa alla sostenibilità come aspetto di crescente rilevanza all'interno del contesto finanziario, e di come le istituzioni bancarie l'abbiano incorporata all'interno del proprio modello di *business*. Il settore finanziario è infatti chiamato a giocare un ruolo fondamentale nel supporto alla transizione economica, mediante un'allocatione delle risorse verso attività sostenibili. Questo, a sua volta richiede un adattamento delle istituzioni finanziarie nel riconfigurare le proprie attività incorporando nella definizione di rendimento la sostenibilità. L'analisi relativa all'incorporazione dei fattori ESG quale pilastro all'interno dei modelli di *business* bancari è oggi un importante tema di ricerca da parte di studenti e accademici. Il rapporto tra sostenibilità e settore finanziario oggi appare più che mai reciproco. Se infatti da un lato le banche necessitano di una radicale transizione a favore di modelli sempre più incentrati sulle considerazioni legate alla sostenibilità, dall'altro il settore finanziario è un indispensabile canale di trasmissione capace di convogliare i cambiamenti all'interno del settore economico finanziario e di amplificarne le ricadute positive. Pur alla luce di queste considerazioni, ad oggi il percorso da compiere nel raggiungimento degli obiettivi dell'Accordo di Parigi per uno sviluppo economico sostenibile appare ancora piuttosto articolato.

Bibliografia

Alliance for Corporate Transparency (2021). Reform of the EU Non-financial Reporting Directive: A Push Towards Future-proof Reporting Obligations. Full disclosure: monthly briefing on EU Corporate Transparency Regulation, March 2021 Issue.

Banco BPM (2024). ESG Investor Presentation. Febbraio 2024.

Banco BPM (2024). Report di Sostenibilità 2023. Dichiarazione consolidata di carattere non finanziario ai sensi del D.Lgs. 254/2016.

Basel Committee on Banking Supervision. (2021). Climate-related risk drivers and their transmission channels. Bank for International Settlements.

Basel Committee on Banking Supervision (2022). Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks.

Baum, L. (2012). It's Not Easy Being Green ... Or Is It? A content analysis of environmental claims in magazine advertisements from the United States and United Kingdom. *Environ Commun* 6(4), 423–440.

Bos, K., Gupta, K. (2019). Stranded assets and stranded resources: implications for climate change mitigation and global sustainable development. *Energy Research and Social Science*, 56, 101215, October.

Brei, M., Mohan, P., Strobl, E. (2019). The impact of natural disasters on the banking sector: evidence from hurricane strikes in the Caribbean. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 72, May, 232–9.

Buhr, B, Donovan, C., Kling, G., Lo, Y., Murinde, V., Pullin Y., Volz, U. (2018). Climate change and the cost of capital in developing countries, Imperial College Business School and SOAS University of London, UN Environment and MAVVA, June.

Busch, T., Friede, G. (2018). The robustness of the corporate social and environmental performance–financial performance link. *Business Strategy and the Environment*.

Busch, T., AIR, E. P., Oulton, W., Palinska, A., Garrault, P. (2023). Methodology for Eurosif Market Studies on Sustainability-related Investments.

Cahen-Fourot, L., Campiglio, E., Godin, A., Kemp-Benedict, E., Trsek, S. (2021). Capital stranding cascades: The impact of decarbonisation on productive asset utilisation. *Energy Economics*, 103, 105581.

- Calabrese, A., Costa, R., Gastaldi, M., Ghiron, N. L., Montalvan, R. A. V. (2021). Implications for Sustainable Development Goals: A framework to assess company disclosure in sustainability reporting. *Journal of Cleaner Production*, 319, 128624.
- Carleton, T. Hsiang, S. (2016). Social and economic impacts of climate, *Science*, 353, 6304, September.
- Chen, L., Feldmann, A., Tang, O. (2015). The relationship between disclosures of corporate social performance and financial performance: Evidences from GRI reports in manufacturing industry. *International Journal of Production Economics*, 170, 445-456.
- Commissione Europea (2018). Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the Document Proposal for a Regulation of The European Parliament and of the Council.
- Commissione Europea (2019). Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council on sustainability-related disclosures in the financial services sector.
- Commissione Europea (2024). Corporate Sustainability Reporting. https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Corporate-Sustainability-Reporting/feedback_en?p_id=6301890.
- de Freitas Netto, S. V., Sobral, M. F. F., Ribeiro, A. R. B., Soares, G. R. D. L. (2020). Concepts and forms of greenwashing: A systematic review. *Environmental Sciences Europe*, 32, 1-12.
- Dell, M., Jones, B., Olken, B. (2012). Temperature shocks and economic growth: evidence from the last half century. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4, 3, July, 66–95.
- Delmas, M., Burbano, V. (2011). The drivers of greenwashing. *Calif Manag Rev* 54(1), 64–87.
- Deryugina, T., Kawano, L., Levitt, S. (2018). The economic impact of Hurricane Katrina on its victims: evidence from individual tax returns. *American Economic Journal: Applied Economics*, 10, 2, 202–33.
- Dietz, S., Bowen, A., Dixon, C. (2016). Climate value at risk' of global financial assets. *Nature Climate Change*, 6, 676–679 (2016).
- Diffenbaugh, N., Burke, M. (2019). Global warming has increased global economic inequality. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America (PNAS)*, 116, 20, May.
- European Banking Authority (2021). EBA Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms Eba/Rep/2021/18.

Eccles, R. G., Ioannou, I., Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*.

Escrig-Olmedo, E., Rivera-Lirio, J. M., Muñoz-Torres, M. J., Fernández Izquierdo, M. A. (2017). Integrating multiple ESG investors' preferences into sustainable investment: A fuzzy multicriteria methodological approach. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1334–1345.

ESMA (2023). SMSG advice to ESMA on additional questions relating to greenwashing. Report pubblicato il 16 marzo 2023.

European Commission (2019). The European Green Deal.

European Union Technical Expert Group on Sustainable Finance (2020). Final Report on the EU Taxonomy.

EY (2021). The future of sustainability reporting standards The policy evolution and the actions companies can take today. Report pubblicato a giugno 2021.

European Central Bank (2022). 2022 climate risk stress test, luglio 2022.

Friede, G., Busch, T., Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*.

Goldsmith-Pinkham, P. S., Gustafson, M., Lewis, R. Schwert, M., (2021). Sea Level Rise Exposure and Municipal Bond Yields. Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research Paper.

Gourdel, R., Monasterolo, I., Dunz, N., Mazzocchetti, A., Parisi, L. (2024). The double materiality of climate physical and transition risks in the euro area. *Journal of Financial Stability*, 101233.

GSIA (2023). Global Sustainable Investment Review 2022.

GSIA, CFA Institute, Principles for Responsible Investment (2023). Definitions for Responsible Investment Approaches.

Guerard Jr, J. B. (2009). Handbook of portfolio construction: contemporary applications of Markowitz techniques. Springer Science & Business Media.

HLEG (2018). Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance Secretariat provided by the European Commission. Pubblicato il 31 gennaio 2018.

Hsiang, S, Kopp, R., Jina, A., Rising, J., Delgado, M., Mohan, S., Rasmussen, D., Muir-Wood, R., Wilson, P. Oppenheimer, M., Larsen, K., Houser, T. (2017). Estimating economic damage from climate change in the United States. *Science*, June, 356, 6345, 1362– 69.

IFRS (2024). IFRIC Update March 2024.

IFRS (2024). IAS 37 Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets.

IFRS Foundation (2019). International Financial Reporting Standards (IFRS) Handbook.

International Monetary Fund (2020). Chapter 5: Climate change – physical risk and equity prices. Global Financial Stability Report, no 2020/001.

Intesa Sanpaolo (2024). Dichiarazione Consolidata Non Finanziaria 2023 ai sensi del D.Lgs. 254/2016.

IPCC (2023). Climate Change 2023 Synthesis Report.

Keeble, B. R. (1988). The Brundtland report: Our common future. *Medicine and war*, 4(1), 17-25.

Kjellstrom, T., Briggs, D., Freyberg, C., Lemke, B., Otto, M., Hyatt, O. (2016). Heat, human performance, and occupational health: a key issue for the assessment of global climate change impacts. *Annual Review of Public Health*, 37, March, 97–112.

Koetter, M., Noth, F., Rehbein, O. (2020). Borrowers under water! Rare disasters, regional banks, and recovery lending. *Journal of Financial Intermediation*, 43, July.

Krutli, M., Roth Tran, B., Watugala, S. (2019). Pricing Poseidon: extreme weather uncertainty and firm return dynamics”, Board of Governors of the Federal Reserve System, FEDS Working Paper no 2019-054, July.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*.

Mallucci, E. (2020). Natural disasters, climate change, and sovereign risk”, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Malthus, T. R. (1868). *Saggio sul principio della popolazione* (Vol. 11). Stamperia dell'Unione-tipografico editrice.

McKinsey Global Institute (2020). Climate risk and response: physical hazards and socioeconomic impacts, January.

Meadows D., H., Jorgen, B. W. W. (1972). I limiti dello sviluppo. Rapporto del System Dynamics Group Massachusetts Institute of Technology (MIT) per il progetto del Club di Roma sui dilemmi dell'umanità.

Migliorelli, M., Dessertine, P. (2020). Sustainability and financial risks: the impact of climate change, environmental degradation and social inequality on financial market.

Monasterolo, I. (2020). Climate change and the financial system. *Annual Review of Resource Economics*, 12, 299-320.

Munich Re (2020). Risks posed by natural disasters.

Nazioni Unite (2004). Who cares wins. The global compact, connecting financial markets to a changing world. United Nations Environment Programme (UNEP) Finance Initiative.

Nazioni Unite (2023). The Sustainable Development Goals Report 2023: Special Edition.

Nazioni Unite (2024). SDG Goals.

Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea (2020). Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council.

Pick-Soon, L. I. N. G., Sing, L. L., Wasali, S. D. (2024). Investing in Socially Responsible Investment (Sri): The Role of Responsibility, Consciousness And Literacy. *Journal of Sustainability Science and Management*, 19(2), 95-108.

Pindyck, R. S. (2022). *Climate future: Averting and adapting to climate change*. Oxford University Press.

Pollman, E. (2022). The making and meaning of ESG. U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper, (22-23).

Renneboog, L., Ter Horst, J., Zhang, C. (2008a). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1723–1742.

Richardson, B. J. (2008). *Socially Responsible Investment Law: Regulating the Unseen Polluters*. Oxford University Press.

Rocchi, L., Ricciolini, E., Massei, G., Paolotti, L., Boggia, A. (2022). Towards the 2030 Agenda: measuring the progress of the European Union countries through the SDGs achievement index. *Sustainability*, 14(6), 3563.

Roncalli, T. (2022). *Handbook of sustainable finance*. Available at SSRN 4277875.

Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T. M., Hamilton, I. (2009). The Heterogeneity of Socially Responsible Investment. *Journal of Business Ethics*.

Schaltegger, S., Wagner, M. (2006). Integrative management of sustainability performance, measurement and reporting. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*.

Schramade, W. (2016). *Sustainable Investing: A Path to a New Horizon*. Routledge, London.

Schueth, S. (2003). Socially Responsible Investing in the United States. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 189-194.

Stephen A. Zeff, “The Evolution of the IASC into the IASB, and the Challenges It Faces”, *The Accounting Review* Vol. 87, No. 3, 2012.

Sullivan, R., Mackenzie, C. (2017). *Responsible Investment: Guide to ESG Investing*. Greenleaf Publishing.

Tateishi E (2017). Craving gains and claiming “green” by cutting greens? An exploratory analysis of greenfield housing developments in Iskandar Malaysia. *J Urban Aff* 40(3), 370–393.

Torelli, R., Balluchi, F., Furlotti, K. (2020). The materiality assessment and stakeholder engagement: A content analysis of sustainability reports. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 470-484.

Unicredit (2024). 2023 Integrated Report. Unlocking transformation, together.

United Nations Development Programme (2016). *Scaling up climate action to achieve the sustainable development goals*.

University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership (CISL). (2022). *Climate Tango: Principles for integrating physical and transition climate-risk assessment with sectoral examples*.

Viviers, S., Eccles, N. S. (2012). 35 years of socially responsible investing (SRI) research-general trends over time. *South African Journal of Business Management*, 43(4), 1-16.

Wachter, J (2013). Can time-varying risk of rare disasters explain aggregate stock market volatility? *Journal of Finance*, 68, 3, 987–1035.

World Bank (2018). *Groundswell: preparing for internal climate migration*, World Bank.

Zeff, A. (2012). The Evolution of the IASC into the IASB, and the Challenges It Faces. *The Accounting Review* Vol. 87(3), 819.