



Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra Regolazione Finanziaria e Innovazione

**Investimenti ESG in Europa: evoluzione e
impatti economici**

Prof.ssa Mirella Pellegrini

RELATORE

Angelo Chimienti

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

Investimenti ESG in Europa: evoluzione e impatti economici

Indice

Introduzione.....	2
CAPITOLO 1.....	4
Gli investimenti ESG.....	4
1.1 Definizione di ESG	4
1.2 Gli obiettivi degli ESG	6
1.3 Il rischio ESG	8
1.4 Finanza e Sostenibilità.....	9
1.4.1 Investimento Sostenibile e Responsabile	10
1.5 Le strategie di investimento	12
CAPITOLO 2.....	15
Regolamentazione Europea ESG	15
2.1 Validità Giuridica degli SDGs	15
2.2 Interventi normativi della Commissione Europea	17
2.3 Le novità introdotte dalla Commissione Europea.....	22
CAPITOLO 3.....	31
Sviluppi recenti: analisi dei casi	31
3.1 Aspettative di previsione	31
3.2 Provvedimenti sanzionatori.....	36
3.3 Il caso DWS.....	40
Conclusione	41
Bibliografia.....	43
Sitografia	46

Introduzione

Al fine di comprendere i motivi dell'importanza che la finanza sostenibile sta assumendo all'interno dei sistemi economici è necessario procedere con una breve premessa menzionando i fattori più importanti che nel tempo hanno fatto emergere l'esigenza di un modello di sviluppo economico più sostenibile a livello globale. Negli ultimi due secoli l'impatto delle attività umane sul nostro Pianeta è stato talmente ampio da causare effetti addirittura superiori a quelli dovuti alle forze di origine astronomica, geofisica e interna allo stesso sistema¹ : in questo periodo l'umanità ha attuato sistemi di produzione e consumo particolarmente complessi e fatto sorprendenti progressi nella tecnologia, trattando il nostro Pianeta come una fonte interminabile di risorse da sfruttare e un sistema capace di metabolizzare quantità di rifiuti inimmaginabili. I sistemi sociali ed economici si sono evoluti in una dimensione culturale sempre meno coinvolta e più lontana da quegli stessi sistemi naturali da cui deriva e senza i quali non può sopravvivere². In particolare, la Rivoluzione Industriale ha portato floridezza sotto forma di crescita economica, la quale però, essendo basata su processi produttivi totalmente dipendenti da combustibili fossili e da altre risorse naturali, ha creato sfide sociali e ambientali concrete e rilevanti. La produzione e il consumo di massa, infatti, hanno portato a lunghissimi orari di lavoro, salari estremamente bassi e sfruttamento minorile, oltre ad aver causato rilevanti danni all'ambiente attraverso l'emissione di gas serra e l'uso spropositato delle risorse naturali.³ Come emerso dal *World Economic Forum 2007-2020* i rischi ambientali (l'inquinamento atmosferico, le catastrofi naturali, la perdita della biodiversità e la scarsità delle risorse naturali), geopolitici (conflitti mondiali, attacchi terroristici, armi di distruzione di massa), sociali (carenza di cibo e di acqua, migrazioni involontarie) e tecnologici (attacchi informatici, frodi di dati), stanno scavalcando quelli economici e finanziari.⁴

Infatti, è sempre più diffusa la consapevolezza che il modello di sviluppo economico sin qui adottato, diffuso nelle società di tutto il mondo, è in palese conflitto con gli ecosistemi del nostro Pianeta, e che la sfida più grande che l'umanità si trova a fronteggiare è la ricerca delle soluzioni per arrivare ad una relazione equilibrata tra i sistemi sociali ed economici, da un lato, e le capacità rigenerative e ricettive dei sistemi naturali dall'altro. Si tratta quindi della sostenibilità ambientale. Al contempo, sta emergendo con crescente nitidezza anche la rilevanza dei fattori sociali dello sviluppo economico. La necessità di tutelare la sostenibilità e l'equità intergenerazionale del sistema di welfare alla luce dei cambiamenti demografici, di promuovere la parità di genere, di ridurre le diseguaglianze,

¹ Gaffney O. e Steffen W., *The Anthropocene equation, The Anthropocene Review*, 2017.

² Bologna G. e Giovannini E., *L'economia della ciambella: come rendere operativa la sostenibilità*, introduzione al volume di Kate Raworth *L'economia della ciambella. Sette mosse per pensare come un economista del XXI secolo*, edizioni Ambiente, 2017.

³ Schoenmaker D., Schramade W., *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, 2019.

⁴ *World Economic Forum 2007-2020, Global risks report 2020, 15th Edition*.

di promuovere pari condizioni di accesso dei minori alle tecnologie per cogliere le opportunità dell'innovazione digitale sono solo alcune delle numerose sfide sociali del nuovo millennio. Dal venir meno della fiducia in un modello di sviluppo economico orientato al breve periodo, che non tenga adeguatamente in considerazione i rischi ambientali, sociali e di governance e, soprattutto, dalla diffusa consapevolezza che il peso dell'attività umana sui sistemi naturali è oramai del tutto insostenibile trae origine la riflessione riguardo un nuovo modello di sviluppo economico sostenibile.

CAPITOLO 1

Gli investimenti ESG

1.1 Definizione di ESG

Con il termine ESG (*Environmental, Social, Governance*) si intendono i 3 ambiti fondamentali del bilancio di sostenibilità.

Quando si parla di sostenibilità si tende a pensare solamente agli aspetti ambientali, ma per poter definire un'attività realmente sostenibile, sono tre le macro-aree su cui agire.

- *Environmental*: tutto ciò che ha a che fare con la tutela dell'ambiente e della biodiversità, la riduzione di emissioni di CO₂, la gestione dei rifiuti e delle sostanze tossiche.
- *Social*: i criteri che riguardano le condizioni e il benessere di lavoratori e lavoratrici, come la salute e la sicurezza, il supporto all'istruzione e alla formazione, e la gestione di orari e salari.
- *Governance*: rientrano in quest'area le scelte etiche aziendali che riguardano la lotta alla corruzione, la concorrenza leale, l'assetto societario e molto altro.



Figura 1: Gli ambiti d'interesse degli ESG (Fonte: *empoweryourlifethinktank*)

Gli ESG sono sempre di più uno strumento fondamentale per definire l'operato delle aziende agli occhi di investitori e consumatori. Le generazioni più giovani, ma non solo, sono sempre più attente a verificare che le aziende per cui lavorano, su cui investono o da cui comprano, rispettino i propri valori.

Inoltre sono sempre di più le direttive e gli obblighi normativi relativi alle tematiche ESG.⁵

Per supportare gli investitori e i consumatori, nell'esaminare le performance ESG delle organizzazioni, esistono diversi strumenti di rendicontazione, analisi e valutazione. Questi strumenti si dividono in 3 categorie:

1. *Standard*⁶
2. *Framework*⁷
3. *Rating*⁸

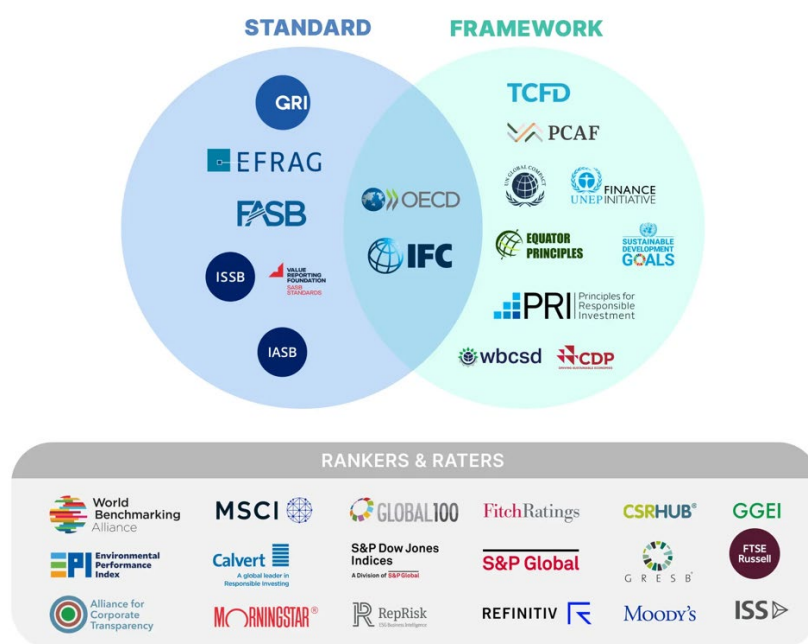


Figura 2: <https://www.u2y.io/blog/obiettivi-esg-cosa-sono-e-come-raggiungerli-up2you>

⁵ La direttiva CSRD, per esempio, allarga il numero di imprese sottoposte all'obbligo di rendicontazione ESG e definisce requisiti più stringenti sulle informazioni da rendicontare.

⁶ Uno standard ESG specifica il livello di qualità che deve avere un report ESG, e fornisce una chiara indicazione di quali informazioni raccogliere e come utilizzarle per produrre la rendicontazione.

⁷ Un *framework* delinea un insieme di principi che guidano e modellano la comprensione di un determinato argomento, indicando aspetti che dovranno essere affrontati e analizzati nella rendicontazione.

⁸ Un *rating* ESG è quindi la valutazione della *performance* di un'organizzazione rispetto ai Temi ambientali, sociali e di *governance*.

Perché è importante un *rating* ESG alto?

- Attrarre gli investitori: avere delle buone performance ESG può essere cruciale per attrarre partner e investitori allineati agli stessi valori, e interessati all'etica delle realtà con cui lavorano o nelle quali investono.
- Ridurre gli impatti legali e normativi: la transizione verso un'economia a emissioni nette zero è uno degli obiettivi principali della Commissione Europea, che a dicembre 2019 ha adottato il *Green Deal*, la strategia di sviluppo dell'Unione Europea. Essere in linea con questi obiettivi vuol dire evitare di incorrere in penalizzazioni o sanzioni per l'azienda.
- Essere in linea con gli interessi dei consumatori: consumatori e consumatrici desiderano che le aziende agiscano per migliorare il loro impatto sulla società e sull'ambiente.⁹

1.2 Gli obiettivi degli ESG

Gli obiettivi dell'ESG sono incentrati sulla creazione di valore a lungo termine per tutti gli *stakeholder*, compresi gli investitori, i dipendenti, le comunità e l'ambiente.

Più nel dettaglio, possono comprendere:

- Riduzione dell'impatto ambientale: Promuovere pratiche sostenibili per ridurre l'inquinamento, l'uso delle risorse naturali e le emissioni di gas serra.
- Miglioramento delle relazioni sociali: Favorire un ambiente di lavoro inclusivo e sicuro, promuovere la diversità e l'inclusione e contribuire al benessere delle comunità in cui opera l'azienda.
- Rafforzamento della *governance* aziendale: Migliorare la trasparenza, l'*accountability* e l'etica aziendale per garantire una gestione responsabile e sostenibile dell'azienda.

⁹ Secondo un rapporto del *Consumer Survey* di Google, il 74% dei consumatori italiani vorrebbe che i brand fossero più trasparenti e fornissero più informazioni in relazione alla propria sostenibilità.



Figura 3: obiettivi per lo sviluppo sostenibile Fonte: sito ufficiale delle Nazioni Unite <https://sdgs.un.org>

Gli SDGs (*sustainable development goals*) sono diventati una sorta di linguaggio comune, a livello internazionale, sulla base del quale i governi, da una parte, sono chiamati a rivedere politiche, normative e modelli di governance, e le imprese, dall'altro, sono chiamate ad operare¹⁰. In riferimento al goal 13 dell'Agenda 2030, riguardante il problema del riscaldamento globale, nel dicembre del 2015 si è tenuta la Conferenza sul clima di Parigi (COP21), iniziativa delle Nazioni Unite per portare avanti l'azione climatica a livello globale. In tale occasione è stato firmato il primo accordo universale e giuridicamente vincolante sul clima (c.d. "Accordo di Parigi"), il quale definisce un quadro di regole per evitare cambiamenti climatici dannosi per il Pianeta, stabilendo di proseguire con gli sforzi per limitare il riscaldamento globale a 1,5°C o di mantenerlo comunque al di sotto dei 2°C. L'accordo è stato firmato da 194 paesi e dall'UE, i cui membri sono firmatari per conto proprio, ma coordinano reciprocamente le loro strategie e fissano obiettivi in comune. Gli SDGs delle Nazioni Unite e le relative politiche di sostenibilità definite a livello UE rappresentano le linee guida per i Paesi Membri nella definizione degli specifici obiettivi strategici di sviluppo. In Italia, infatti, in continuità con gli obiettivi internazionali ed europei, è stata approvata nel 2017 la Strategia Nazionale per lo sviluppo sostenibile (SNSVS), che delinea una prospettiva di sviluppo basata sulla sostenibilità quale valore guida per affrontare le sfide globali del Paese¹¹.

¹⁰ Gragnoli B., La dimensione giuridica degli SDGs, R&P Legal, 2018

¹¹ Ulivieri S. Le emergenze educative della società contemporanea progetti e proposte per il cambiamento, Cap XVII, Pensa Multimedia Editore, 2018.

1.3 Il rischio ESG

Il Rischio ESG (di cui il Rischio E è una variante) è una metrica di rischio proprietaria di Etica Sgr, elaborata dall'Area Risk Management. Il Rischio ESG (acronimo di *Environmental, Social, Governance*) calcola il rischio derivante da fattori riconducibili a problematiche ambientali, sociali e di *governance*, che abbiano impatto sulle performance dei titoli di un fondo comune d'investimento. Il Rischio E (la E sta per *Environmental*) è una variante del Rischio ESG e calcola il rischio derivante da fattori riconducibili prevalentemente a problematiche ambientali, che abbiano impatto sulle performance dei titoli di un fondo comune d'investimento. Il Rischio ESG (e il Rischio E nel caso di Etica Impatto Clima) è l'indicatore che meglio sintetizza l'obiettivo di sostenibilità perseguito dai fondi Etica Azionario, Etica Bilanciato ed Etica Impatto Clima (più specificatamente, per Etica Impatto Clima, si fa riferimento al Rischio E), prodotti classificati ex articolo 9 del Regolamento UE 2019/2088. La metrica, calcolata a partire dai punteggi di sostenibilità elaborati dall'Area Analisi e Ricerca di Etica Sgr attraverso la metodologia proprietaria ESG *EticaApproach*.¹² Valuta sinteticamente la sostenibilità degli emittenti e, in aggregato, dei portafogli. L'obiettivo di sostenibilità, secondo quanto previsto dall'art. 9 del Regolamento 2019/2088, si traduce per i fondi sopra menzionati nella definizione di un prefissato limite percentuale di Rischio ESG (o Rischio E per Etica Impatto Clima), inferiore al livello massimo teorico implicito nel modello utilizzato per stimare il rischio di sostenibilità.

3 Pillars	10 Themes	37 ESG Key Issues	
Environment	Climate Change	Carbon Emissions Product Carbon Footprint	Financing Environmental Impact Climate Change Vulnerability
	Natural Resources	Water Stress Biodiversity & Land Use	Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Toxic Emissions & Waste Packaging Material & Waste	Electronic Waste
	Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech Opportunities in Green Building	Opp's in Renewable Energy
Social	Human Capital	Labor Management Health & Safety	Human Capital Development Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Product Safety & Quality Chemical Safety Financial Product Safety	Privacy & Data Security Responsible Investment Health & Demographic Risk
	Stakeholder Opposition	Controversial Sourcing	
	Social Opportunities	Access to Communications Access to Finance	Access to Health Care Opp's in Nutrition & Health
Governance	Corporate Governance*	Board* Pay*	Ownership* Accounting*
	Corporate Behavior	Business Ethics Anti-Competitive Practices Tax Transparency	Corruption & Instability Financial System Instability

Figura 4. Potenziali rischi associati a ciascun fattore ESG (Fonte: MSCI ESG Ratings Methodology)

¹² <https://www.eticasgr.com/investimento-responsabile/selezione-dei-titoli>

Uno dei principali obiettivi dell'investimento è senza dubbio il rendimento. Tuttavia, non esiste rendimento senza rischio. Pertanto, è necessario monitorare le variabili di rischio che potrebbero determinare un impatto negativo sulle performance degli investimenti. Alcuni esempi sono: il rischio di variazione del tasso di interesse e il rischio connesso al cambio di valute. La storia recente ci ha dimostrato che il rischio – e quindi la potenziale perdita di rendimento – può derivare anche da fattori riconducibili a problematiche ambientali, sociali e di governance (ESG). Eppure, fino a poco tempo fa, non esistevano misurazioni soddisfacenti per valutarle. Ci ha pensato Etica Sgr. Il *Risk Management* di Etica Sgr ha realizzato una metrica proprietaria dal connotato statistico e predittivo in grado di stimare ex ante il “Rischio ESG”.

Ad ogni titolo presente nel portafoglio, viene assegnato un punteggio ESG: più alto ai titoli di aziende e Paesi virtuosi, più basso a quelli meno attenti a queste tematiche. Tutto ciò permette di organizzare i titoli in classi di Rischio ESG (o Rischio E per il fondo Etica Impatto Clima). Data questa distribuzione, risulta che il Rischio ESG (o Rischio E) è tanto più basso quanto più i titoli virtuosi in termini ambientali, sociali e di governance (o ambientali per il Rischio E) si concentrano nelle classi con punteggio più elevato.

1.4 Finanza e Sostenibilità

Il sistema finanziario svolge un ruolo fondamentale per una completa attuazione del modello di sviluppo sostenibile. Nel ruolo di allocazione delle risorse verso il loro uso più fruttuoso, il sistema finanziario può prendere decisioni strategiche su *trade-off* di obiettivi sostenibili e può contribuire a velocizzare la transizione verso un'economia sostenibile. In aggiunta, le attività di *risk management* degli intermediari finanziari sono in grado di affrontare i problemi interni alle questioni ambientali, riassorbendo tali rischi nelle valutazioni finanziarie. In fine, gli investitori possono controllare i propri investimenti, influenzando la governance delle aziende in cui investono per bilanciare gli interessi degli stakeholder e incentivare comportamenti corretti in termini di sostenibilità ambientale, sociale e di governance.¹³ Quando il concetto di sviluppo sostenibile si applica all'attività finanziaria nasce la finanza sostenibile, con l'obiettivo «di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano al contempo utili alla società e non siano a carico del sistema ambientale»¹⁴. Questo fenomeno si è evoluto negli ultimi decenni come parte del concetto più ampio di finanza etica, che comprende anche fenomeni diversi da quelli legati allo sviluppo sostenibile. Tra le numerose forme di applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria, un fenomeno sempre più in crescita nel mondo

¹³ Vedi nota 3.

¹⁴ definizione della Consob, vedi “<http://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile>”

della finanza è quello dell'Investimento Sostenibile e Responsabile (ISR) noto anche come Investimento ESG.

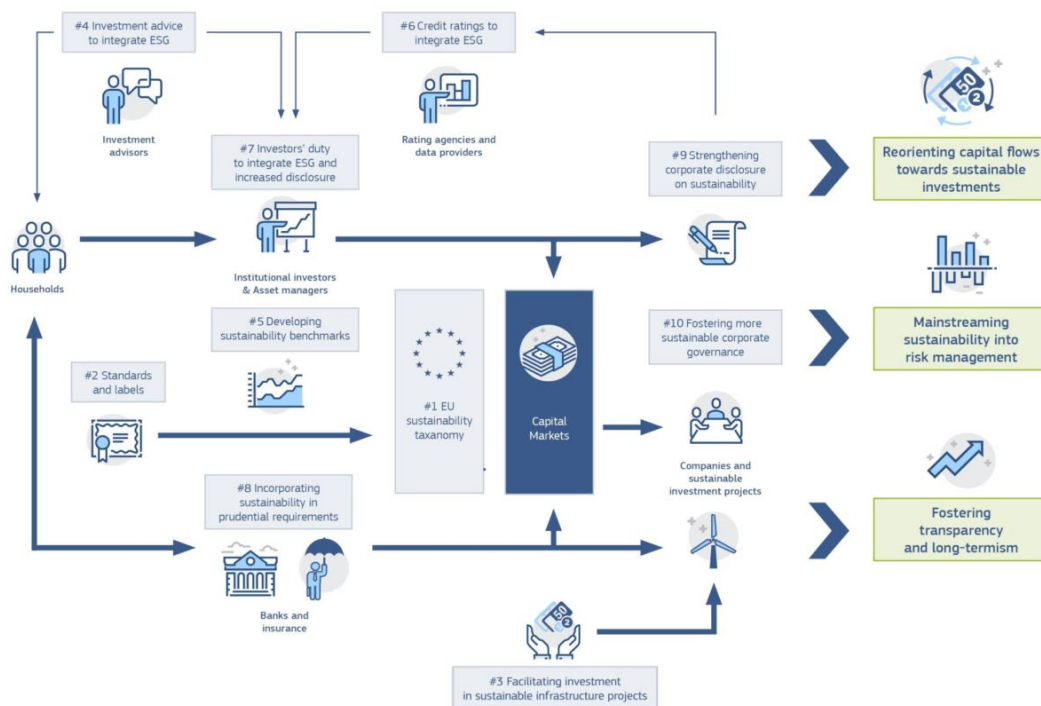


Figura 5: I dieci passi del piano d'azione Europeo per finanziare la crescita sostenibile (Fonte EU).

1.4.1 Investimento Sostenibile e Responsabile

Con investimento Sostenibile e Responsabile intendiamo « una strategia di investimento orientata al medio- lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso». ¹⁵ In altre parole questo metodo va oltre la semplice analisi finanziaria tradizionale, valutando anche l'impatto a lungo termine delle imprese sul pianeta e sulla società. Gli investitori che adottano l'SRI mirano a generare rendimenti competitivi, promuovendo al contempo pratiche aziendali sostenibili e responsabili. Questa strategia di investimento si sta diffondendo rapidamente, spinta dalla crescente

¹⁵ Forum per la Finanza Sostenibile, L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi. La posizione ufficiale del Forum per la Finanza Sostenibile, Milano, 2014.

consapevolezza delle questioni ambientali e sociali e dalla domanda di trasparenza e etica nei mercati finanziari. Ed è proprio in un'attenta analisi dell'impatto dei potenziali investimenti affonda le proprie radici questo concetto: gli investimenti sostenibili richiedono un'analisi approfondita che vada oltre i meri risultati finanziari.

È essenziale valutare l'impatto ambientale e sociale delle imprese in cui si investe attraverso uno studio che permetta di identificare aziende che non solo offrano rendimenti finanziari ma contribuiscano positivamente alla società e all'ambiente. L'obiettivo dell'SRI è creare valore sia per l'investitore che per la società nel suo complesso. Investire in energie rinnovabili o in imprese socialmente responsabili significa contribuire a un mondo più sostenibile, affrontando sfide globali come il cambiamento climatico e promuovendo il benessere collettivo.

Gli investimenti in microfinanza, *social housing* e green o *social bond* rappresentano esempi concreti di come il capitale possa essere utilizzato per generare impatti sociali e ambientali positivi. La microfinanza, per esempio, offre servizi finanziari ai piccoli imprenditori e alle famiglie che non hanno accesso al sistema bancario tradizionale, contribuendo a ridurre la povertà e promuovere l'imprenditorialità nei paesi in via di sviluppo.

- Il *social housing* si concentra sulla costruzione e la gestione di alloggi a prezzi accessibili per le comunità a basso reddito, migliorando le condizioni abitative e promuovendo l'inclusione sociale.
- I *green bond* e i *social bond* sono strumenti finanziari emessi per finanziare progetti sostenibili, come le energie rinnovabili o le infrastrutture sociali, offrendo agli investitori l'opportunità di supportare iniziative che contribuiscono alla sostenibilità ambientale e al progresso sociale.

Con la crescita della domanda di investimenti ESG è aumentato anche il numero di fondi ESG *open-ended* (fondi aperti) e di *exchange-traded funds* (ETF) (fondi a gestione passiva, che replicano *benchmark* di riferimento). Secondo un report di Morningstar del 2019¹⁶, solo tra il 2017 e il 2018 il numero di fondi sostenibili è cresciuto del 50%, e i flussi netti in media del 2013- 2018 sono stati 30 volte maggiori rispetto al periodo 2009-2012. Fra le maggiori società di gestione che offrono due o più fondi ESG figurano BlackRock, Calvert, Dreyfus, Fidelity, Goldman Sachs.¹⁷

Per comprendere meglio il fenomeno in crescita degli investimenti ESG, possiamo notare che in una ricerca di Amundi¹⁸, si evince che dal 2014 al 2017 l'integrazione della componente "S" (*social*) del paradigma ESG negli investimenti era decisamente inferiore

¹⁶ Hale J. *Sustainable Funds U.S. Landscape Report*, Morningstar Research, 2019.

¹⁷ Tucker III, J. J., & Jones, S., *Environmental, Social, and Governance Investing: Investor Demand, the Great Wealth Transfer, and Strategies for ESG Investing*, *Journal of Financial Service Professionals*, 2020.

¹⁸ Amundi, *Gli investimenti ESG e il processo di definizione del prezzo degli asset azionari: i principali risultati*, 2018.

rispetto al fattore ambientale, mentre nel periodo 2018-2019 la sensibilità degli investitori per i temi sociali è cresciuta notevolmente.

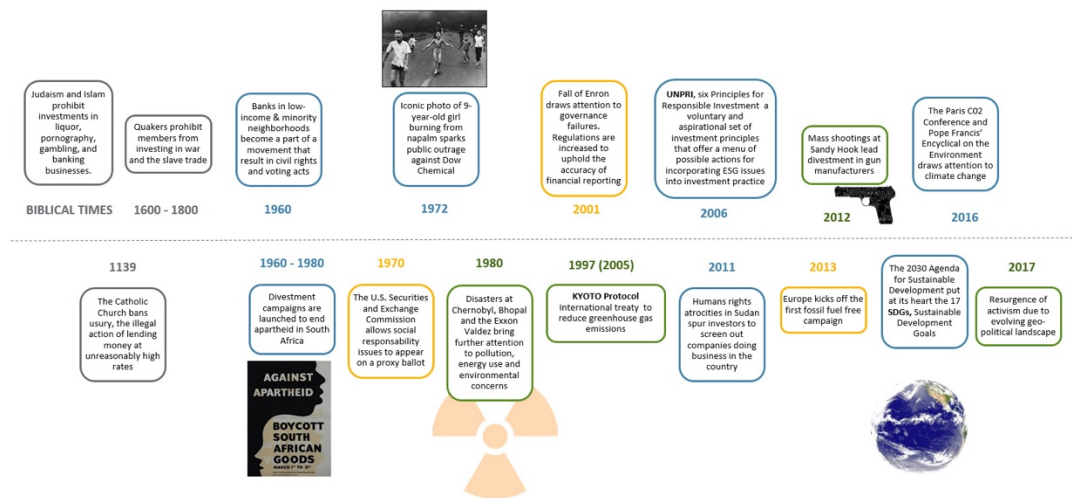


figura 6: L'evoluzione degli investimenti responsabili (Fonte: empoweryourlifethinktank).

1.5 Le strategie di investimento

Possiamo proseguire ora analizzando quante e quali sono le principali strategie per poter investire in modo responsabile, con riferimento alle motivazioni che potrebbero spingere gli investitori a preferirne una rispetto a un'altra.

L'*European SRI Study*¹⁹ ne identifica sette:

1. *Investimento tematico*: che si concentra su temi specifici di sostenibilità che rispondono a sfide globali, come i cambiamenti climatici, la salute, l'efficienza energetica e la gestione delle risorse idriche. Questo approccio cerca di capitalizzare le opportunità offerte da tendenze a lungo termine che promuovono uno sviluppo sostenibile. Gli investitori tematici identificano aziende e settori che sono ben posizionati per trarre vantaggio da queste tendenze, contribuendo allo stesso tempo a risolvere problemi globali.
2. *Investimento Best in Class*: che premia le aziende che eccellono nei criteri ESG rispetto ai loro pari. Questo metodo seleziona o pesa maggiormente le imprese che dimostrano migliori performance ambientali, sociali e di governance all'interno di un particolare settore o categoria. Investire nelle

¹⁹ pubblicato nel 2012 dall'Eurosif (Forum Europeo per gli Investimenti Sostenibili e Responsabili)

aziende “*best in class*” significa sostenere leader di settore che adottano pratiche sostenibili e responsabili, promuovendo così comportamenti virtuosi nel mercato.

3. *Impact investing*: un approccio che cerca di generare un impatto sociale e ambientale positivo e misurabile, oltre a un ritorno finanziario. Questo tipo di investimento si concentra su settori come la microfinanza, il *social housing*, i *green bond* e altri strumenti che sostengono iniziative benefiche per la società. Gli investitori *impact* sono motivati dal desiderio di fare la differenza attraverso i loro investimenti, sostenendo progetti che hanno un impatto concreto e positivo sul mondo.
4. *Approccio di esclusione*: che consiste nell’eliminare specifici settori, aziende o pratiche dall’universo investibile in base a criteri etici e di sostenibilità. Questo metodo esclude, ad esempio, investimenti in industrie legate al tabacco, alle armi, ai combustibili fossili o alla pornografia. Gli investitori che adottano questo approccio cercano di evitare il coinvolgimento in attività che hanno un impatto negativo significativo sulla società e sull’ambiente:
5. Integrazione dei fattori ESG nell’analisi finanziaria: questa strategia prevede l’inclusione esplicita, al pari dei parametri finanziari tradizionali, dei fattori ESG nell’analisi finanziaria tradizionale. È un metodo che considera l’impatto potenziale (positivo o negativo) dei fattori ESG sulla finanza aziendale, dato che esso può influenzare la decisione di investimento. In questo modo le istanze ESG assumono un ruolo fondamentale nella decisione d’investimento e nei rendimenti finanziari attesi.
6. *Screening basato su norme e standard internazionali (norms-based screening)*: è una strategia secondo cui si sceglie di investire solamente sulle imprese e sugli stati che rispettano determinate norme e trattati internazionali. Le norme, reputate come criteri di valutazione, trattano solitamente aree quali la protezione dell’ambiente e i diritti umani e sono principalmente contenute in linee guida internazionali, tra cui, ad esempio, le Linee Guida dell’OCSE per le Imprese Multinazionali²⁰.

²⁰ OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development), *Guidelines for Multinational Enterprises*, 2011.

7. *Engagement e proprietà attiva (active ownership)*: rappresenta una strategia d'investimento in cui l'investitore si impegna direttamente con le aziende, sia attraverso il dialogo che mediante la partecipazione azionaria, con l'obiettivo di influenzare positivamente i comportamenti e le politiche aziendali in ambito ESG (ambientale, sociale e di governance). A differenza di altre strategie più passive, questa richiede un coinvolgimento diretto e continuativo con il *management* aziendale, rendendola una delle pratiche più complesse. Si tratta infatti di un approccio orientato al lungo periodo, basato sulla costruzione di un rapporto di fiducia e collaborazione, per favorire l'adozione di modelli di business più sostenibili. Esistono due modalità principali di *engagement*:

- Il *soft engagement*, che consiste nel confronto e nella cooperazione con il management, ed è applicabile a qualsiasi tipo di investimento.
- L'*hard engagement*, che implica l'esercizio del diritto di voto nelle assemblee degli azionisti su questioni ESG, possibile solo nel caso in cui l'investitore detenga effettivamente azioni della società.²¹

²¹ 8 Forum per la Finanza Sostenibile, Engagement su temi di sostenibilità. Le società quotate e il dialogo con gli investitori, 2015.

Capitolo 2

Regolamentazione Europea ESG

2.1 Validità Giuridica degli SDGs

Prima di analizzare gli sviluppi più recenti del quadro normativo europeo in materia di finanza sostenibile, è importante soffermarsi sui 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) inclusi nell'Agenda 2030, approvata da tutti i Paesi membri delle Nazioni Unite con una risoluzione nel 2015. L'Agenda si propone di realizzare un profondo cambiamento globale, invitando ogni Stato della comunità internazionale a definire e attuare strategie e programmi nazionali orientati al raggiungimento dell'obiettivo generale dello sviluppo sostenibile.

Gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) sono comunemente riconosciuti quale espressione della *soft law* nell'ambito del diritto internazionale, configurandosi pertanto come strumenti idonei a svolgere una funzione interpretativa sussidiaria rispetto alle norme convenzionali contenute nei trattati. L'espressione *soft law* fa riferimento a quell'insieme di norme, principi e indirizzi che, pur collocandosi al di fuori del sistema delle fonti formali del diritto, esercitano un'influenza concreta sui destinatari, i quali, in molti casi, vi aderiscono in maniera spontanea e volontaria.

In particolare, nell'ambito del diritto dell'economia, si riscontrano numerosi fenomeni normativi che, pur privi di vincolatività formale, sono percepiti dagli operatori del mercato come cogenti, producendo conseguentemente effetti giuridici ed economici rilevanti. Tra tali fenomeni si annoverano, ad esempio, le comunicazioni e gli atti di indirizzo emanati da autorità tecniche di regolazione e vigilanza, le linee guida dei *policy maker* e le *best practices* affermatesi nei mercati di riferimento. Il concetto di *soft law* ricomprende dunque tali dinamiche, presentandosi come un complemento – talvolta una vera e propria alternativa – alle fonti tradizionali del diritto, definite comunemente come *hard law*.

Tuttavia, nell'ambito del diritto internazionale – contesto entro cui si collocano gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) – si rende necessaria un'ulteriore riflessione di natura sistematica. L'articolo 38 dello Statuto della Corte Internazionale di Giustizia elenca in modo tassativo le fonti formali del diritto internazionale: le convenzioni internazionali, la consuetudine internazionale, intesa come prassi generale accettata come

diritto, i principi generali di diritto riconosciuti dalle nazioni civili, nonché, in via sussidiaria, le decisioni giudiziarie e la dottrina dei più autorevoli studiosi.²²

Non vi è, dunque, alcun riferimento esplicito ad altri strumenti quali le risoluzioni o le dichiarazioni adottate dalle organizzazioni internazionali o dai loro organi deliberativi. In base a una lettura strettamente positivista, ciò condurrebbe a ritenere che gli SDGs – al pari di altre dichiarazioni di carattere programmatico approvate in sede multilaterale ma non riconducibili alle fonti indicate dall'art. 38 – non possano essere qualificati come giuridicamente vincolanti. Pur rispecchiando valori condivisi e orientamenti etico-normativi largamente accettati a livello globale, essi non possiederebbero forza normativa. In dottrina, tale impostazione è stata sostenuta, tra gli altri, da French²³, il quale ha affermato che gli SDGs si configurano essenzialmente come un documento politico, privo di contenuto giuridico vincolante, la cui funzione è eminentemente aspirazionale. Secondo questa prospettiva, pertanto, gli SDGs non sarebbero nemmeno riconducibili alla categoria della *soft law* in senso proprio, non essendo dotati di alcun grado di giuridicità nel contesto del diritto internazionale.

Tuttavia, qualora si adotti una concezione del diritto che vada oltre la sua mera dimensione normativa e procedurale, esso si configura come un fenomeno dinamico e in continua evoluzione, capace di adattarsi ai mutamenti della realtà sociale. In tale prospettiva, anche l'ordinamento giuridico internazionale ha conosciuto profonde trasformazioni rispetto al passato, divenendo sempre più permeabile a forme di regolazione giuridica non tradizionali, tra cui la *soft law*, la cui incidenza è divenuta ormai centrale in diversi ambiti. Un caso emblematico di tale evoluzione è rappresentato dall'introduzione delle norme in materia di tutela dei diritti umani nel secondo dopoguerra, attraverso l'adozione della Dichiarazione Universale dei Diritti Umani da parte dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite nel 1948. Pur non trattandosi di uno strumento formalmente vincolante, la Dichiarazione è oggi ampiamente riconosciuta come dotata di rilevanza giuridica nel contesto del diritto internazionale dei diritti umani, anche grazie al suo impatto normativo e interpretativo su prassi statali e strumenti convenzionali successivi.

Assumendo, dunque, un'impostazione ermeneutica meno rigida rispetto al concetto di fonte giuridica, è possibile collocare le varie dichiarazioni e strumenti di matrice internazionale lungo un continuum concettuale tra *hard* e *soft law*, riconoscendo agli SDGs una legittimazione giuridica quale espressione di *soft law* internazionale. Secondo una parte significativa della dottrina, infatti, gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile svolgerebbero una funzione integrativa dell'ordinamento internazionale, contribuendo

²² ONU, Carta delle Nazioni Unite e Statuto della Corte internazionale di Giustizia, San Francisco, 1945.

²³ 8 French D., *The Global Goals: Formalism Foregone, Contested Legality* 2017

all'interpretazione evolutiva delle disposizioni vincolanti contenute nei trattati esistenti e promuovendo una maggiore coerenza e qualità delle norme.²⁴

In tal senso, la loro validità giuridica non deriva tanto da una qualificazione formale quale fonte del diritto, quanto piuttosto dal consenso diffuso espresso dalla comunità internazionale, che li riconosce come strumenti normativi dotati di rilevanza. Ne consegue che, pur non rientrando nel novero delle fonti classiche del diritto internazionale – in quanto privi di natura pattizia o consuetudinaria – gli SDGs possono comunque assumere una funzione normativa sussidiaria, sia in qualità di criteri interpretativi delle norme convenzionali, sia come espressione di principi generali cui gli Stati sono chiamati a conformarsi.

2.2 Interventi normativi della Commissione Europea

La finanza sostenibile è l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria. La finanza sostenibile, quindi, si pone l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano al contempo utili alla società e non siano a carico del sistema ambientale.

Nel marzo 2018, la Commissione Europea ha pubblicato un “Piano d'Azione per la finanza sostenibile”, in cui viene delineata la strategia per la realizzazione di un sistema finanziario in grado di promuovere uno sviluppo sostenibile sotto il profilo economico, sociale e ambientale, contribuendo ad attuare l'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile. Tale strategia è stata successivamente innovata con la pubblicazione nel luglio del 2021 della “Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile”²⁵, che ha fatto seguito all'adozione da parte della Commissione europea del *Green Deal Europeo* nel giugno 2019.

In attuazione della richiamata strategia per la finanza sostenibile, su proposta della Commissione europea, i legislatori europei hanno adottato alcuni atti normativi, che costituiscono i principali elementi del quadro normativo europeo in materia di finanza sostenibile. In particolare, si tratta dei seguenti atti: il “Regolamento Tassonomia”²⁶ pubblicato il 22 giugno 2020 che disciplina una tassonomia delle attività eco-sostenibili, ossia un sistema condiviso a livello europeo di classificazione delle attività economiche eco-sostenibili in ragione del contributo al raggiungimento di specifici obiettivi

²⁴ Montini M., L'interazione tra gli SDGs ed il principio dello sviluppo sostenibile per l'attuazione del diritto internazionale dell'ambiente, *Federalismi.it*, Rivista di diritto pubblico italiano, comparato, europeo, 2019.

²⁵ *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy* / Strasburgo 6.7.2021

²⁶ Regolamento (UE) 2020/852

ambientali, sulla base di criteri e metriche scientifici; il “Regolamento *Disclosure*”²⁷, pubblicato il 19 dicembre 2019 e direttamente applicabile nell’UE dal 10 marzo 2021, che introduce nuovi obblighi di trasparenza informativa in materia di sostenibilità in capo ad alcune tipologie di intermediari, in merito alle modalità adottate per l’integrazione nelle scelte di investimento e nell’attività di consulenza dei “fattori di sostenibilità”; il Regolamento (UE) 2019/2089 pubblicato il 9 dicembre 2019, che modifica il “Regolamento *Benchmark*”²⁸, introducendo due nuove categorie di indici di riferimento che tengono conto di alcuni aspetti di sostenibilità ambientale.

Inoltre, sempre in attuazione della strategia sulla finanza sostenibile, la Commissione europea ha pubblicato il 2 agosto 2021 alcuni atti delegati con cui sono state emendate le disposizioni di attuazione delle discipline MiFID II (Direttiva 2014/65/UE), IDD (Direttiva (UE) 2016/97), UCITS (Direttiva 2014/91/UE) e AIFMD (Direttiva 2011/61/UE), al fine di favorire l’integrazione dei profili di sostenibilità nei processi degli intermediari, nei processi di *product governance*, nonché delle preferenze della clientela per i fattori ESG nella prestazione dei servizi di investimento e nella distribuzione degli IBIP, anche in relazione alla valutazione di adeguatezza.

In aggiunta, la Commissione europea sta proseguendo nel processo di adozione delle misure di livello 2 in attuazione degli atti normativi sopra descritti, nella prospettiva di completare il quadro normativo di riferimento in materia di finanza sostenibile. In questo senso, si segnala da ultimo la pubblicazione il 25 luglio 2022 del Regolamento Delegato (UE) 2022/1288 della CE, recante norme tecniche di attuazione del Regolamento *Disclosure*, direttamente applicabili nell’Unione Europea a partire dal 1° gennaio 2023, con le quali sono state specificate numerose disposizioni di livello 1 con riguardo a contenuti, metodologie e modalità di rappresentazione delle informazioni che i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari sono tenuti a pubblicare.

Il quadro normativo di riferimento in materia di sostenibilità risulta peraltro ancora in fase evolutiva. Infatti, nella prospettiva di attuare altre misure previste nella strategia dell’UE in materia di finanza sostenibile, la CE ha presentato ulteriori proposte normative attualmente oggetto di negoziato tra Parlamento europeo e Consiglio dell’UE.

Si tratta in particolare:

- del processo, non ancora concluso, di revisione della direttiva 2014/95/UE in materia di informazioni di carattere non finanziario (DNF), mediante la proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di comunicazione societaria sulla sostenibilità del 21 aprile 2021. Su tale proposta, finalizzata a modificare in modo significativo la disciplina del *reporting* di sostenibilità, è stato

²⁷ Regolamento (UE) 2019/2088

²⁸ Regolamento (UE) 2016/1011

della proposta di regolamento sulle obbligazioni verdi europee del 6 luglio 2021 (*European Green Bond Standard – EU GBS*) che mira a facilitare e sostenere lo sviluppo del mercato delle obbligazioni verdi, definendo un marchio di alto livello a cui soggetti europei e di Paesi terzi potranno assoggettarsi volontariamente in occasione dell’emissione di un *green bond*;

della proposta di direttiva in materia di *corporate sustainability due diligence*, del 23 febbraio 2022, con la quale si intende introdurre obblighi di *due diligence* in capo a certe categorie di società rispetto agli impatti negativi, attuali o potenziali, sui diritti umani e sull’ambiente derivanti dalla loro attività, dalle attività delle controllate e delle imprese incluse nella catena del valore.

- a) A una possibile iniziativa (legislativa o non legislativa) per il rafforzamento dell'affidabilità e della comparabilità dei rating ESG;
- b) A una possibile revisione mirata del quadro giuridico relativo alle agenzie di rating del credito o all'adozione di misure non legislative volte a rafforzare la trasparenza in merito alla considerazione dei fattori ESG nei rating del credito.

Il Regolamento I(UE) 2020/852 detto Regolamento Tassonomia²⁹ è un sistema di classificazione comune coniato dall'UE che fornisce al mondo della finanza, ai governi (che devono stabilire gli incentivi ad aziende *green*) e alle aziende (che devono rendicontare il proprio impatto sull'ambiente) definizioni appropriate per le quali le attività economiche possono essere considerate sostenibili dal punto di vista ambientale.

²⁹ *EU taxonomy for sustainable activities | European Commission (europa.eu)*

rispettose del clima e indirizzare gli investimenti verso progetti e attività sostenibili, raggiungendo così più probabilmente gli obiettivi climatici ed energetici globali.

Risvolto interessante è che questo regolamento e la sua attuazione incideranno sempre più anche nell'ambito della progettazione. La documentazione di gara delle “grandi opere” (quelle infrastrutture che avranno un ruolo centrale per lo sviluppo e dunque potranno accedere ai finanziamenti europei) cita infatti la Tassonomia UE e richiede il rispetto del regolamento stesso e dei suoi documenti attuativi.

Il Regolamento Tassonomia è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il 22 giugno 2020 ed è entrato in vigore il 12 luglio 2020. Definisce le basi per la Tassonomia dell'UE stabilendo tre condizioni generali che un'attività economica deve soddisfare per potersi qualificare come ecosostenibile.

Per essere eco-compatibile, un'attività dovrà soddisfare i seguenti criteri:

- Mitigazione del cambiamento climatico
- Adattamento ai cambiamenti climatici
- L'uso sostenibile e la protezione dell'acqua e delle risorse marine
- La transizione verso un'economia circolare
- Prevenzione e controllo dell'inquinamento
- La tutela e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi
- Non arrecare un danno significativo³⁰ a nessuno degli obiettivi ambientali
- Essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime³¹.

Il Regolamento Disclosure

La *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) è un regolamento europeo che mira a rafforzare e promuovere pratiche di investimento sostenibile nel settore dei servizi finanziari. Adottata nel 2019 ed entrata in vigore il 10 marzo 2021, il Regolamento Ue 2019/2988 della Commissione europea sulla sostenibilità dei servizi finanziari fa parte del “Piano d'Azione dell'Unione Europea per la Finanza Sostenibile,” con cui l'Unione Europea si è posta l'obiettivo di indirizzare i flussi di capitale verso un'economia più sostenibile per riuscire a integrare la sostenibilità nei processi decisionali finanziari e aumentare la trasparenza in materia di sostenibilità.

³⁰ *Do No Significant Harm* – DNSH.

³¹ *Esempio*: quelle previste dalle linee guida dell'OCSE e dai documenti delle Nazioni Unite.

Per comprendere l'importanza della *Sustainable Finance Disclosure Regulation* occorre considerare il contesto nel quale è collocata e per la precisione occorre considerare e approfondire il ruolo del Piano d'Azione dell'Unione Europea per la Finanza Sostenibile. Nato nel marzo 2018 per opera della Commissione Europea il Piano d'Azione dell'Unione Europea per la Finanza Sostenibile punta a definire una strategia e una serie di misure (tra cui appunto la SFDR) per la creazione di un sistema finanziario in grado di favorire le condizioni per uno sviluppo sostenibile.

Il Piano intende considerare tutti gli aspetti che attengono allo sviluppo sostenibile, da quelli economici e sociali a quelli ambientali ed etici con l'obiettivo di creare le condizioni in Europa per l'attuazione delle misure previste dall'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite.

Il ruolo della *Sustainable Finance Disclosure Regulation* rappresenta un tassello fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi previsti dal Piano d'Azione dell'Unione Europea per la Finanza Sostenibile in particolare per quanto attiene i seguenti punti:

- un contributo per indirizzare gli investimenti finanziari verso iniziative economiche sostenibili.
- una spinta a integrare la sostenibilità nelle procedure di *risk management*.
- un impegno ad aumentare la trasparenza relativamente agli specifici fattori di rischio che impattano sugli investimenti di lungo periodo.
- un miglioramento della qualità nella rendicontazione non finanziaria.
- un lavoro specifico per portare la sostenibilità al centro del processo decisionale degli investitori e per valorizzare i fattori di sostenibilità.
- un impegno per rendere più stringenti gli obblighi di comunicazione.
- un'accelerazione nell'integrazione della sostenibilità nelle valutazioni relative ai rating e nelle analisi di mercato.
- un'azione per attuare una reale integrazione della sostenibilità nel *credit risk* bancario.
- un ulteriore tassello per la creazione di Ecolabel o marchi UE dedicati ai prodotti finanziari sostenibili e per permettere a tutti gli investitori di individuare e comparare in modo sempre più semplice gli investimenti che si pongono *target* di sostenibilità.

La “*Sustainable Finance Disclosure Regulation*” e la “*Corporate Sustainability Reporting Directive*” sono due iniziative legislative dell'Unione Europea volte a promuovere la sostenibilità nel settore finanziario e aziendale.

La “*Sustainable Finance Disclosure Regulation*” è un regolamento che obbliga le società di investimento e i consulenti finanziari a divulgare informazioni sulla sostenibilità dei loro prodotti finanziari. L'obiettivo è guidare il capitale verso investimenti sostenibili e prevenire il cosiddetto “*greenwashing*”. Le società sono tenute a divulgare le potenziali

impatti negativi dei loro investimenti sulla sostenibilità e a spiegare come gestiscono questi rischi.

La “*Corporate Sustainability Reporting Directive*” è una direttiva che si concentra sulla divulgazione di informazioni sulla sostenibilità da parte delle aziende. Sostituisce e amplia la precedente *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD) e obbliga un numero maggiore di aziende (circa 50.000) a rendere pubblici rapporti più dettagliati sulla sostenibilità. Le aziende devono seguire standard specifici per la presentazione dei report, che devono coprire aspetti come il clima, l’ambiente, la salute e la sicurezza dei lavoratori, i diritti umani e la lotta contro la corruzione. Entrambe queste iniziative fanno parte del piano d’azione dell’UE per finanziare la crescita sostenibile e sono strettamente collegate. Ad esempio, le informazioni sulla sostenibilità divulgate dalle aziende in base alla CSRD possono essere utilizzate da investitori e consulenti finanziari per conformarsi alle loro obbligazioni di divulgazione in base alla SFDR. In questo modo, l’UE punta a creare un circolo virtuoso di investimenti sostenibili.

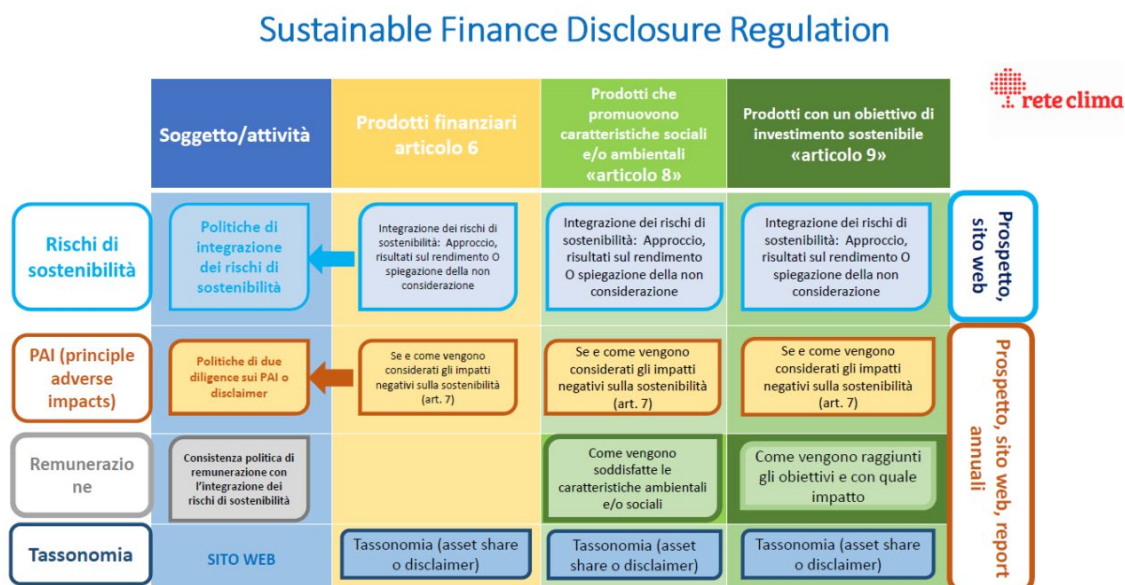


Figura 7: <https://www.reteclima.it/il-regolamento-sfdr-e-la-trasparenza-dei-fondi-esg/>

Le novità introdotte dalla Commissione Europea

Le novità più importanti contenute all’interno delle proposte della Commissione si possono analizzare considerando quattro ambiti³²:

³² Siri, M.; Zhu, S. *Will the EU Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda*. Sustainability 2019, 11, 6292.

1. Trasparenza verso la clientela
2. Regole di condotta
3. *Corporate governance*
4. Conflitto di interesse

Tali profili erano già stati oggetto di attenzione da parte del legislatore europeo, nell'ambito di un più ampio disegno volto ad assicurare un elevato livello di protezione degli investitori e una maggiore trasparenza nell'erogazione dei servizi finanziari. La necessità di rafforzare i presidi di tutela nei confronti degli investitori si era imposta con particolare urgenza all'indomani della crisi finanziaria del 2007, la quale aveva messo in luce, in modo drammatico, i rischi connessi alla crescente complessità e opacità dei mercati finanziari, e il loro potenziale destabilizzante per l'intero sistema economico globale.

In risposta a tali criticità, l'Unione Europea ha progressivamente sviluppato un impianto normativo articolato, volto a regolamentare l'attività degli intermediari finanziari mediante l'introduzione di obblighi stringenti e standard di condotta. Questo assetto normativo include, tra gli altri, la Direttiva 2014/65/UE sui mercati degli strumenti finanziari (*MiFID II*), che ha sostituito la previgente *MiFID I*, nonché il Regolamento (UE) n. 600/2014 (*MiFIR*); la Direttiva 2009/65/CE (*UCITS*), relativa agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari; la Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (*AIFMD*); la Direttiva (UE) 2016/97 sulla distribuzione assicurativa (*IDD*); e la regolamentazione sui *Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (PRIIPs)*, che impone l'obbligo di fornire documenti informativi chiave per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati.

Le più recenti innovazioni normative introdotte a livello unionale mirano a ridefinire e aggiornare gli elementi essenziali di questo *framework* regolatorio, mediante l'integrazione sistematica dei fattori di sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG) nel regime di tutela degli investitori. Nelle pagine seguenti, si procederà all'analisi delle novità normative introdotte, con riferimento specifico ai quattro ambiti tematici precedentemente richiamati.

Trasparenza verso la clientela

La trasparenza verso la clientela è un punto fondamentale su cui è stata posta attenzione da parte del regolatore. Un'inadeguata informativa riguardo un investimento, infatti, limita fortemente lo sviluppo di forme di investimento responsabili, incentivando il

fenomeno del “*greenwashing*”³³. Questo termine comprende numerose strategie di comunicazione ingannevoli da parte di alcune imprese, con l’obiettivo di costruirsi una falsa immagine positiva sotto il profilo dell’impatto ambientale.

Le misure proposte dal regolatore europeo hanno l’obiettivo di aumentare le quantità e le qualità delle informazioni in materia di fattori ESG che gli intermediari finanziari devono obbligatoriamente comunicare ai clienti. Con riferimento a quanto detto, le principali disposizioni in materia di disclosure e trasparenza riguardano:

- La comunicazione di informazioni sui principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità riguardanti l’investimento
- L’informativa precontrattuale del modo in cui i fattori ESG (con i relativi rischi) sono integrati nell’investimento
- La comunicazione di informazioni di eventuali effetti negativi in ambito della sostenibilità, derivanti da scelte di investimento

A questo è opportuno aggiungere che, in quanto previsto dal Regolamento, gli intermediari sono tenuti a comunicare informazioni sulle proprie attività anche nel caso in cui siano assenti rilevanti rischi di sostenibilità.³⁴

Regole di condotta

La disciplina concernente le regole di comportamento (*conduct-of-business rules*) applicabili agli intermediari finanziari ha come finalità primaria la tutela degli investitori, mediante la prevenzione di potenziali pregiudizi derivanti dalla condotta degli operatori durante l’esecuzione di operazioni effettuate per conto della clientela. Una prima codificazione organica di tali regole è stata introdotta con la Direttiva 2004/39/CE (*MiFID I*), successivamente oggetto di un processo di revisione e rafforzamento culminato nell’adozione della Direttiva 2014/65/UE (*MiFID II*) e del Regolamento (UE) n. 600/2014 (*MiFIR*), che ne rappresentano oggi il principale riferimento normativo.

La norma cardine in materia di obblighi comportamentali è contenuta nell’articolo 24 della *MiFID II*, il quale impone alle imprese di investimento, nell’ambito della prestazione di servizi di investimento o accessori, di operare «in modo onesto, equo e professionale, nel miglior interesse dei clienti». Tale disposizione esprime un principio generale di correttezza e trasparenza che informa l’intero impianto regolatorio europeo in materia di protezione degli investitori. Per la concreta attuazione di tale obbligo generale, con particolare riferimento ai servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione

³³ Whellams M., *Greenwashing*, *The Sage encyclopedia of business ethics and society*, Los Angeles, 2018; Athanasiou, T. Lera del greenwashing. Il capitalismo, la natura, il socialismo, 7(1), 1-36, 1996. Torelli R, Balluchi F, Lazzini A., *Greenwashing and environmental communication: Effects on stakeholders perceptions*. *Bus Strat Env*. 2020; 29: 407–421. <https://doi.org/10.1002/bse.2373>.

³⁴ Abate D., Travanini A., La trasparenza sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari nel nuovo Regolamento (UE) 2019/2088, 8 gennaio 2020, www.dirittobancario.it

individuale di portafogli, il legislatore europeo ha individuato alcuni strumenti applicativi fondamentali. Tra questi si annoverano:

- 1) la valutazione dell'adeguatezza degli strumenti finanziari rispetto al profilo di rischio, agli obiettivi e alla situazione finanziaria del cliente (*suitability test*);
- 2) la disciplina in materia di *product governance*, intesa come processo di individuazione e monitoraggio del mercato di riferimento dei prodotti finanziari;
- 3) i meccanismi di *product intervention*, che conferiscono alle autorità di vigilanza il potere di limitare o vietare la commercializzazione di determinati prodotti al fine di prevenire rischi per la protezione degli investitori.

1. Valutazione dell'adeguatezza

Secondo la Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), una società di investimento che fornisce servizi di consulenza finanziaria o gestione del portafoglio su base individuale è tenuta a effettuare una valutazione di adeguatezza come definito nella MiFID II, che considera gli strumenti finanziari proposti rispetto al profilo del cliente. Questa valutazione richiede la raccolta di informazioni riguardanti: i) il livello di conoscenza ed esperienza del cliente in relazione agli investimenti; ii) la sua capacità di sopportare eventuali perdite; iii) obiettivi di investimento prestando particolare attenzione al suo orizzonte temporale e all'appetito per il rischio.

Per quanto riguarda l'esecuzione di altri servizi di investimento, come l'esecuzione degli ordini o la ricezione e trasmissione degli ordini, l'intermediario è tenuto ad effettuare un giudizio valutativo chiamato test di appropriatezza, che si occupa esclusivamente di verificare la conoscenza e l'esperienza del cliente riguardo al prodotto o al servizio offerto. In questo caso, l'impresa è tenuta a richiedere i documenti necessari al cliente, mentre questo non obbliga in alcun modo il cliente a fornirli. Tuttavia, in questo caso, l'intermediario deve assicurarsi che il cliente sia informato che la mancanza di questi specifici documenti rende impossibile una valutazione. Qualora, sulla base delle informazioni acquisite, emerga che il prodotto o servizio risulti non appropriato rispetto al livello di conoscenza ed esperienza del cliente, l'intermediario è tenuto a comunicarlo esplicitamente al medesimo. Tuttavia, l'obbligo informativo si esaurisce con tale comunicazione: nel caso in cui il cliente decida comunque di procedere all'operazione, l'intermediario non risponde di eventuali conseguenze negative derivanti dall'inadeguatezza dell'investimento.³⁵ Con la Proposta di Regolamento 2018/1079, la Commissione Europea ha introdotto l'obbligo, a carico delle imprese di investimento, di considerare le preferenze ambientali, sociali e di governance (ESG) dei clienti nell'ambito

³⁵ Troiano V., Motroni R., La MiFID II, CEDAM, 2016.

del processo di consulenza, coerentemente con il principio generale secondo cui gli intermediari hanno l'obbligo di agire a favore della clientela.

In questo contesto, a seguito della richiesta di parere tecnico avanzata dalla Commissione, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ha proposto di revisionare le proprie Linee Guida riguardanti alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza previsti dalla *MiFID II*.³⁶ In particolare, l'ESMA ha esplicitamente richiesto l'introduzione della *good practice* secondo cui le imprese dovrebbero integrare le preferenze ESG nella fase di valutazione degli obiettivi di investimento della clientela, nonché tenere in considerazione i fattori ESG nella classificazione dei prodotti finanziari.

A tal proposito, è richiesto agli intermediari di provvedere a modificare i questionari di profilazione della clientela, includendovi specifici quesiti volti a rilevare le preferenze in materia di sostenibilità. Le informazioni raccolte dovranno essere analizzate e adoperate per definire la gamma di strumenti finanziari da proporre al cliente. Inoltre, le imprese saranno tenute a integrare i fattori ESG all'interno dei propri sistemi informatici, affinché possano consentire un monitoraggio continuo dell'adeguatezza delle operazioni, anche sotto il profilo della sostenibilità.³⁷

Tuttavia, l'ESMA sottolinea che le preferenze ESG non dovrebbero imporsi sugli altri criteri di idoneità se ciò porterebbe a ripercussioni negative ai danni del cliente. Dunque, le preferenze di sostenibilità dovrebbero essere valutate dopo che l'adeguatezza è stata analizzata in base ai criteri fondamentali.³⁸ È importante evidenziare pertanto, che l'integrazione delle preferenze ESG non implica un'automatica esclusione dei prodotti non ESG nei confronti dei clienti che hanno espresso preferenze per investimenti sostenibili e dei prodotti ESG nei confronti dei clienti che, invece, non hanno espresso preferenze di sostenibilità. L'adeguatezza dell'investimento al profilo del cliente può solo derivare da una valutazione integrata che tenga in considerazione vari fattori tra cui: conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria, obiettivi di investimento e preferenze di sostenibilità.

2. *Product Governance*

Un'altra tematica affrontata dalla Commissione Europea è rappresentata dall'integrazione dei fattori ESG all'interno della disciplina di *product governance*.

La disciplina della *Product Governance* nasce dalla necessità di tutelare i clienti da prodotti finanziari inadatti e dannosi. Questa necessità è stata percepita in maniera

³⁶ ESMA. *Final Report, Guidelines on Certain Aspects of the MiFID II Suitability Requirements*, 35-43-869; ESMA: Paris, France, 2018.

³⁷ PWC, 28 aprile 2019: Pwc's Top Trend 03. Finanza Sostenibile. L'evoluzione del quadro normativo europeo per favorire la transizione *alla green economy* e gli impatti per gli Intermediari Finanziari.

³⁸ Siri M., Zhu S., L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori, MulinoRivisteweb, 2020.

evidente in seguito ai problemi finanziari del 2007-2008. Prima della Grande Crisi, infatti, il legislatore europeo, al fine di promuovere l'innovazione del mercato finanziario, ha negato la possibilità di imporre requisiti troppo stringenti per la produzione e per la distribuzione di prodotti finanziari. I primi requisiti di qualità sono stati introdotti dalla Direttiva "UCITS" e dalla Direttiva "AIFMD"³⁹. Il legislatore europeo ha successivamente introdotto numerose regole di product governance e product intervention nella MiFID II e nella IDD. Bisognerà però aspettare il 2018 quando, con il contributo del "Consultation Paper" dell'ESMA, la normativa europea inizierà a richiedere agli intermediari sottoposti alla disciplina di product governance della MiFID II di includere anche le variabili ESG. Così facendo, i fattori di sostenibilità sono considerati non solo in fase di distribuzione del prodotto finanziario, ma anche durante tutto il ciclo di vita dello stesso.

Nella disciplina di *product governance* della MiFID II viene fatta una netta distinzione tra le imprese che fabbricano il prodotto (*manufacturer*) e le imprese che distribuiscono il prodotto (i *distributor*), vengono poi stabiliti specifici obblighi per ambedue le categorie, affinché la valutazione della qualità del prodotto finanziario copra per intero il ciclo di vita dello stesso. Per riassumere, i *manufacturers* devono individuare il mercato compatibile con le esigenze, le preferenze e gli obiettivi dei clienti, e in cui pertanto tale prodotto potrà essere distribuito (cd. *Target market*). Questi devono anche individuare il cd. *Target market* negativo, vale a dire l'insieme di clienti ideali per i quali il prodotto risulta inadatto, ed elaborare quindi una strategia di distribuzione che sia coerente con i mercati di riferimento. Tutto questo permette di monitorare l'adeguatezza del prodotto sin dalla fase della sua progettazione.

In seguito, i *distributors* dovranno essere capaci di comprendere le caratteristiche del prodotto (cd. "*know your product*") al fine di individuare un *target market* più "concreto"⁴⁰ e stabilire una strategia di distribuzione adatta. I distributori devono inoltre verificare periodicamente che lo strumento finanziario e la relativa strategia di distribuzione rimangano coerenti con le caratteristiche del mercato identificato. A tal proposito, è previsto che le autorità di vigilanza europee possano vietare per un determinato periodo la commercializzazione, la distribuzione e la vendita di determinati prodotti agli investitori *retail*, con l'obiettivo di tutelare gli investitori e di preservare l'integrità del sistema finanziario. Questo permette di tutelare l'investitore sia mediante l'imposizione di norme di comportamento relative al rapporto intermediario-cliente, sia attraverso un insieme di procedure che permettono di incorporare la tutela del cliente nelle dinamiche organizzative dell'intermediario.⁴¹

³⁹ Direttiva sui gestori di fondi d'investimento alternativi

⁴⁰ ESMA, Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II (05/02/2018)

⁴¹ Morlino S., *La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2*, 2015.

Corporate governance

Tra le novità scaturite dalla normativa europea, emerge anche l'integrazione della sostenibilità nei sistemi di *governance* degli intermediari. Banche, *asset manager* e assicurazioni avranno l'obbligo di valutare anche i fattori ESG nei processi organizzativi interni. Sarà in tal senso necessario:

- a) adeguare le strutture di governance mediante la piena integrazione dei criteri ESG nei processi decisionali del Consiglio di Amministrazione;
- b) verificare le competenze del personale riguardo i fattori ESG e offrire percorsi formativi;
- c) integrare i rischi ESG all'interno del sistema di *Compliance*;
- d) includere i rischi ESG all'interno dei processi e nelle metodologie della Funzione di *Risk Management*;
- e) aggiornare periodicamente la normativa aziendale interna riguardante la modalità di inclusione dei fattori ESG nei processi interni, pubblicarla infine sul sito web;
- f) munirsi di presidi organizzativi adatti per gestire i conflitti di interesse derivanti dall'inclusione di fattori ESG nel servizio di consulenza e di gestione portafogli.

Conflitto di interesse

Riprendendo le ultime righe del paragrafo precedente, la disciplina sui conflitti di interesse è un pilastro fondamentale della normativa a tutela dell'investitore.⁴² La sempre maggiore necessità di intervento da parte degli intermediari, dovuta alla crescente complessità delle dinamiche dei mercati finanziari, conduce ad un elevato grado di rischio di conflitti di interesse a danno dell'investitore.⁴³ Nella consapevolezza che la complessità strutturale dei mercati finanziari contemporanei rende insufficiente l'affidamento esclusivo a misure preventive per eliminare i conflitti di interesse, la Direttiva 2014/65/UE (*MiFID II*) impone agli intermediari obblighi stringenti in materia di individuazione, gestione e comunicazione dei potenziali conflitti. In particolare, la normativa richiede che le imprese di investimento siano dotate di assetti organizzativi idonei a garantire una gestione efficace di tali situazioni, al fine di neutralizzare – o quantomeno attenuare – gli effetti pregiudizievoli che potrebbero ricadere sui clienti.

Sotto il profilo organizzativo, *MiFID II* stabilisce l'obbligo per le imprese di investimento di «adottare tutte le misure appropriate per individuare e prevenire o gestire i conflitti di

⁴² Kumpan, C.; Leyens, P.C. *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries -Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*. *Eur. Co. Financ. Law Rev.* 2008, 4, 72-100. Merusi F., Il conflitto di interessi fra tutela del risparmio e normativa comunitaria, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 2/2008, pp. 183- 192, doi: 10.1435/27660; Grundmann S., Hacker P., *Conflicts of Interest*, in Busch D., Ferrarini G., *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*.

⁴³ J.R. Boatright, *Financial Services*, in M. Davis - A. Stark (a cura di), *Conflict of Interest in the Professions*, Oxford, 2011, pp. 217-236.

interesse [...] che si presentano nel corso della prestazione di qualsiasi servizio di investimento o accessorio, o di una combinazione di tali servizi». Tale disposizione riflette un approccio improntato alla trasparenza e alla responsabilizzazione dell'intermediario, chiamato non solo a mappare le potenziali aree di conflitto, ma anche a predisporre procedure interne e strumenti operativi che assicurino un'adeguata tutela degli interessi della clientela.

Il regolamento delegato della MiFID II elenca una serie di situazioni in cui potrebbero sorgere conflitti di interesse: 1) situazioni di probabile guadagno finanziario o prevenzioni di perdite a carico del cliente, 2) interesse dell'impresa differente dall'interesse del cliente, 3) incentivi a favorire gli interessi di altri clienti, 4) la concorrenza tra attività dell'impresa e attività della clientela.

Anche con riferimento alla disciplina dei conflitti di interesse, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) è intervenuta, su sollecitazione della Commissione Europea, al fine di estendere l'obbligo per le imprese di investimento e per i gestori di fondi soggetti alla normativa UCITS e AIFMD, di tenere in considerazione i fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nell'identificazione e nella gestione delle situazioni potenzialmente conflittuali.

In particolare, il nuovo considerando 59-bis introdotto nel Regolamento Delegato (UE) 2017/565, adottato in attuazione della Direttiva MiFID II, stabilisce che le imprese di investimento devono valutare i potenziali conflitti di interesse anche alla luce delle implicazioni connesse alla distribuzione di prodotti finanziari sostenibili. In tal senso, è richiesto l'adeguamento dei presidi organizzativi per assicurare che l'integrazione dei criteri ESG nei servizi di consulenza e nella gestione di portafogli non dia luogo a pratiche commerciali scorrette, quali fenomeni di *mis-selling*.⁴⁴

A completamento di tale orientamento, l'ESMA ha inoltre proposto l'inserimento di ulteriori chiarimenti nei testi normativi applicabili ai gestori di fondi, al fine di estendere espressamente le medesime prescrizioni anche ai soggetti disciplinati dalle Direttive UCITS e AIFMD, garantendo così un'applicazione coerente e omogenea del principio ESG anche nel comparto della gestione collettiva del risparmio.

Possiamo dire quindi che l'impegno profuso dall'Unione Europea nell'attuazione del *Sustainable Finance Action Plan* e, più in generale, nella promozione degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) adottati a livello internazionale, risulta chiaramente evidenziato dal recente sviluppo del quadro normativo, sia sotto il profilo delle proposte legislative che delle misure già implementate.

⁴⁴ Vedi nota 40.

Particolarmente rilevante è il fatto che uno dei primi ambiti oggetto di intervento è stato quello della protezione degli investitori, a dimostrazione di come la considerazione delle preferenze ESG rappresenti un elemento imprescindibile non solo per il consolidamento della finanza sostenibile, ma anche per il rafforzamento delle garanzie a tutela della clientela. A tale riguardo, studi empirici recenti hanno evidenziato come l'interesse crescente degli investitori per i temi di sostenibilità non trovi sempre un'adeguata rispondenza nella prassi operativa degli intermediari finanziari, compromettendo, di fatto, la piena espressione del potenziale del mercato degli investimenti ESG.

Sebbene le riforme introdotte costituiscano un avanzamento significativo nel percorso verso l'integrazione della sostenibilità nei mercati finanziari, il processo di transizione verso un sistema economico e finanziario pienamente sostenibile appare ancora in fase di consolidamento. Tale processo richiede un coordinamento strutturato e continuo tra la Commissione Europea, il *Technical Expert Group* (TEG), le autorità di vigilanza competenti e gli Stati membri, al fine di garantire un'applicazione coerente ed efficace delle nuove disposizioni e di rafforzare la fiducia degli investitori nei prodotti finanziari sostenibili.

Capitolo 3

Sviluppi recenti: analisi dei casi

3.1 Aspettative di previsione

L'integrazione dei fattori di sostenibilità (ESG) nei processi aziendali e di supervisione figura tra le priorità strategiche per i prossimi anni: l'obiettivo è accrescere la consapevolezza degli intermediari, bancari e non bancari, circa sfide e opportunità che possono derivare dai fattori ESG per i rispettivi modelli di business e sviluppare adeguati percorsi di valutazione di vigilanza. Nell'ambito del Meccanismo Unico di Vigilanza, la Banca d'Italia contribuisce alla valutazione e al monitoraggio dei piani di adeguamento delle banche significative alle aspettative di vigilanza emanate dalla BCE sui rischi climatici e ambientali e allo svolgimento di esercizi di stress test climatico.

In seguito all'adozione dell'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici⁴⁵ e dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile nel 2015, i governi stanno compiendo passi avanti nella transizione verso economie più circolari e a basse emissioni di carbonio su scala globale. Per quanto riguarda l'Europa, il *Green Deal* europeo definisce l'obiettivo di trasformare l'Europa nel primo continente neutro dal punto di vista climatico entro il 2050. Il settore finanziario dovrebbe svolgere un ruolo fondamentale in questo contesto, come enunciato nel piano d'azione della Commissione per finanziare la crescita sostenibile. La transizione a un'economia a basse emissioni di carbonio e più circolare comporta al tempo stesso rischi e opportunità per tutto il sistema economico e per le istituzioni finanziarie⁴⁶, mentre i danni fisici causati dai cambiamenti climatici e dal degrado ambientale possono avere un impatto significativo sull'economia reale e sul settore finanziario. Per il secondo anno consecutivo la Banca centrale europea (BCE) ha identificato i rischi climatici tra i principali fattori di rischio nella mappa dei rischi del Meccanismo di vigilanza unico (MVU) per il sistema bancario dell'area dell'euro. La BCE ritiene che gli enti creditizi debbano inquadrare i rischi climatici e ambientali nell'ambito di un approccio strategico, complessivo e lungimirante. La BCE segue da vicino gli sviluppi che avranno verosimilmente un impatto per gli enti dell'area dell'euro. Il piano d'azione della Commissione europea per finanziare la crescita sostenibile si prefigge di reindirizzare i flussi finanziari verso investimenti sostenibili, di integrare

⁴⁵ Analogamente, anche a seguito della relazione di valutazione globale dell'*Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services* (IPBES), ci si attende che ulteriori accordi internazionali siano conclusi nell'ambito della Convenzione delle Nazioni Unite sulla diversità biologica al fine di promuovere l'uso sostenibile degli ecosistemi e ridurre le cause della perdita di biodiversità.

⁴⁶ cfr. ad esempio *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2019.

sistematicamente la sostenibilità nella gestione del rischio e di rafforzare la trasparenza e la visione a lungo termine. Per quanto riguarda in particolare il settore bancario, l'Autorità bancaria europea (ABE) è stata incaricata di valutare in vari ambiti come integrare i rischi ambientali, sociali e di governance nei tre pilastri della vigilanza prudenziale. Su queste basi l'ABE ha pubblicato un piano d'azione sulla finanza sostenibile e un *Discussion Paper* sull'integrazione dei rischi ambientali, sociali e di governance nel quadro normativo e di vigilanza.

La BCE mira quindi a una gestione sicura e prudente dei rischi climatici e ambientali nell'ambito del quadro prudenziale vigente, descrivendo le sue aspettative riguardo a come gli enti dovrebbero tenere conto di tali rischi (quali fattori determinanti per le categorie di rischi preesistenti) nella formulazione e attuazione delle strategie aziendali e dei sistemi di *governance* e di gestione dei rischi. Vediamo inoltre come, secondo la BCE, gli enti dovrebbero accrescere la propria trasparenza rafforzando l'informativa sugli aspetti climatici e ambientali.

Questa guida che si viene a creare, non ha carattere vincolante per gli enti, bensì va intesa come base per il dialogo di vigilanza. In tale sede la BCE discuterà con gli enti le proprie aspettative, definite nella presente guida, focalizzando l'attenzione su eventuali divergenze nelle prassi di ciascuno. La BCE continuerà a elaborare nel tempo il proprio approccio di vigilanza in materia di gestione e informativa per i rischi climatici e ambientali, tenendo conto degli sviluppi sul piano della regolamentazione e dell'evoluzione delle prassi del settore e della comunità delle autorità di vigilanza.

Le aspettative definite nella presente guida sono intese come base per il dialogo di vigilanza della BCE con gli enti significativi sottoposti alla sua vigilanza diretta. Il documento, elaborato congiuntamente dalla BCE e dalle autorità nazionali competenti (ANC), si prefigge di illustrare con maggiore trasparenza la visione della BCE in merito a una gestione solida, efficace e completa dei rischi climatici e ambientali nonché la relativa informativa nell'ambito del quadro prudenziale vigente. Si propone inoltre di sensibilizzare il settore e di promuoverne la preparazione a gestire i rischi climatici e ambientali. La guida non intende sostituire né inficiare alcuna disposizione legislativa vigente. Va letta congiuntamente alle altre guide della BCE, in particolare alla Guida della BCE sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale (guida della BCE sull'ICAAP)⁴⁷.

Ci si attende che gli enti significativi facciano uso di questa guida, tenendo conto della rilevanza della propria esposizione ai rischi climatici e ambientali. A tal fine, la rilevanza andrebbe considerata alla luce delle disposizioni applicabili della CRD e del CRR. Si fa presente che la valutazione della rilevanza riguarda ogni singolo ente e tiene conto delle specificità del rispettivo modello imprenditoriale, contesto operativo e profilo di rischio. A seconda di tali specificità, un ente, indipendentemente dalle dimensioni, potrebbe

⁴⁷ cfr. Guida della BCE sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale (ICAAP), BCE, 2018. Questa guida precisa ulteriormente le aspettative riguardo a come le specificità dei rischi climatici e ambientali dovrebbero essere prese in considerazione nella gestione dei rischi di capitale.

essere concentrato in un mercato, un settore o un'area geografica esposti a rischi fisici e di transizione rilevanti, e potrebbe pertanto essere estremamente vulnerabile agli effetti dei cambiamenti climatici e del degrado ambientale⁴⁸.

La guida si applica a decorrere dalla sua data di pubblicazione. Ci si attende che gli enti significativi valutino in quale misura le proprie prassi di gestione e informativa per i rischi climatici e ambientali siano solide, efficaci e complete alla luce delle aspettative definite nella guida. Ove necessario, gli enti dovrebbero prontamente iniziare a migliorare le proprie prassi. Nell'ambito del dialogo di vigilanza, a partire dall'inizio del 2021, i gruppi di vigilanza congiunti chiederanno agli enti significativi di informare la BCE riguardo a qualsiasi divergenza nelle loro prassi rispetto alle aspettative definite nella presente guida nonché riguardo alle iniziative finalizzate ad assicurare la progressiva conformità a tali aspettative. La BCE riconosce che la gestione e l'informativa per i rischi climatici e ambientali, nonché le metodologie e gli strumenti utilizzati per fronteggiarli, sono in fase di evoluzione e dovrebbero maturare nel tempo.

Questa guida, elaborata congiuntamente dalla BCE e dalle ANC, si prefigge di assicurare la coerente applicazione di *standard* di vigilanza elevati in tutta l'area dell'euro. Si raccomanda pertanto alle ANC di riflettere le aspettative definite in questa guida nella vigilanza degli enti meno significativi, in modo proporzionato alla natura, alla portata e alla complessità delle attività di ciascuno.

Nel nostro Paese, La Banca d'Italia è consapevole del fatto che i rischi climatici e ambientali – che possono a loro volta essere ricondotti ai rischi finanziari tradizionali (di credito, di mercato, operativo e di liquidità) – comportano implicazioni anche per le banche e gli intermediari finanziari non bancari sotto la sua diretta supervisione⁴⁹. In linea con analoghe iniziative già adottate dalla BCE e da altre autorità di vigilanza nazionali, è stato presentato un documento contenente un primo insieme di aspettative di vigilanza in merito all'integrazione dei rischi climatici e ambientali nelle strategie aziendali, nei sistemi di governo e controllo, nel *risk management framework* e nella disclosure degli intermediari bancari e finanziari vigilati. La Banca d'Italia si riserva la possibilità di integrare il documento nel corso del tempo, per tenere conto dello sviluppo di *best practices* e dell'evoluzione del quadro normativo di riferimento, eventualmente ampliandolo anche alle tematiche sociali e di *governance*. Nel tenere conto delle molteplici attività regolamentari e di supervisione in corso a livello internazionale, il documento si concentra sulle materie di pertinenza della Banca d'Italia e riconducibili alle finalità che l'ordinamento le assegna, senza pregiudizio delle responsabilità rimesse alle altre autorità di settore. Benché focalizzate sugli aspetti ambientali, gli intermediari potranno considerare le presenti aspettative anche con riferimento alla categoria più

⁴⁸ cfr. "Guide for Supervisors: Integrating climate-related and environmental risks in prudential supervision", Technical document, NGFS, maggio 2020.

⁴⁹ Per un'analisi di questi rischi per le banche centrali si veda Bernardini E., Faiella I., Lavecchia L., Natoli F. e Mistretta A. (2021), "Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile", Questioni di economia e finanza, No. 608, Banca d'Italia.

generale dei rischi ESG, ove rilevanti per la loro operatività e tenuto conto delle prescrizioni normative di settore. Il documento è rivolto a tutti i soggetti la cui attività è sottoposta ad autorizzazione e vigilanza della Banca d'Italia ai sensi del Testo Unico Bancario e del Testo Unico della Finanza (banche, SIM, SGR, SICAV/SICAF autogestite, intermediari finanziari ex Articolo 106 TUB e relative società capogruppo, istituti di pagamento, IMEL), secondo un principio di proporzionalità, da declinare in base alla complessità operativa, dimensionale e organizzativa degli intermediari nonché alla natura dell'attività svolta. Le aspettative mirano a fornire indicazioni di carattere generale non vincolanti; la loro declinazione a livello operativo è rimessa al singolo intermediario. È quindi prioritario che ogni intermediario svolga in via autonoma approfondimenti e valutazioni per accertare la rilevanza delle tematiche in oggetto sulla base del proprio modello di business. Spetta alle singole aziende applicare le soluzioni maggiormente coerenti con l'effettivo grado e intensità di esposizione ai rischi, in funzione della tipologia, dimensione e complessità delle attività svolte e dell'apparato aziendale.

Il documento utilizza le definizioni di rischi climatici e ambientali adottate dalla BCE (*ECB Guide on climate-related and environmental risks*) e dall'EBA (*EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*). Si fa in particolare riferimento al rischio fisico e al rischio di transizione. Il rischio fisico si riferisce all'impatto economico derivante dall'atteso aumento di eventi naturali la cui manifestazione può essere definita "estrema" ovvero "cronica". I rischi fisici acuti dipendono dal verificarsi di fenomeni ambientali estremi (come alluvioni, ondate di calore e siccità) legati ai cambiamenti climatici che ne accrescono intensità e frequenza. I rischi fisici cronici, invece, sono determinati da eventi climatici che si manifestano progressivamente (ad es. il graduale innalzamento delle temperature e del livello del mare, il deterioramento dei servizi ecosistemici e la perdita di biodiversità). Tutte queste tipologie di eventi influenzano il livello dell'attività produttiva e la possono compromettere anche in modo permanente⁵⁰. Il rischio di transizione si riferisce all'impatto economico derivante dall'adozione di normative atte a ridurre le emissioni di carbonio e a favorire lo sviluppo di energie rinnovabili, dagli sviluppi tecnologici nonché dal mutare delle preferenze dei consumatori e della fiducia dei mercati⁵¹. Entrambi i rischi si configurano come elementi che influenzano i rischi prudenziali tradizionali, quali quelli di credito, di mercato, operativo e di liquidità⁵².

⁵⁰ Una valutazione dell'esposizione degli impieghi esposti al rischio fisico, e in particolare al rischio alluvionale, è riportata in Faiella I. e F. Natoli (2018), "*Natural Catastrophes and Bank Lending: the Case of Flood Risk in Italy*", Questioni di economia e finanza, n. 457, Banca d'Italia.

⁵¹ Alcuni indicatori per calcolare l'esposizione dei crediti al rischio di transizione sono presentati nel lavoro Faiella I. e L. Lavecchia (2020), "*The carbon content of Italian loans*", *Journal of Sustainable Finance & Investment*.

⁵² In base a valutazioni recenti circa i due terzi del credito bancario erogato alle imprese italiane è esposto ad almeno uno dei rischi e un settimo ad entrambi.

Una *governance* robusta costituisce un presupposto fondamentale per lo sviluppo di un modello di business sano e resiliente⁵³. Gli organi di amministrazione e controllo e le strutture interne degli intermediari sono costantemente chiamati a confrontarsi con nuove sfide poste dall'evoluzione del contesto esterno, delle fonti di rischio, del *framework* regolamentare e di vigilanza, indirizzando e governando il cambiamento. La crescente rilevanza assunta dai rischi climatici e ambientali richiede quindi agli intermediari di valutare come integrare tali rischi nei processi decisionali e negli assetti organizzativi e operativi, predisponendo appositi piani di azione.

Affinché l'organo di amministrazione corrisponda in maniera efficace alle presenti aspettative, gli intermediari dovrebbero prestare particolare attenzione ai seguenti aspetti:

- a) Competenze: al fine di potere assumere decisioni consapevoli e robuste, l'organo di amministrazione dispone di competenze atte a comprendere e valutare le implicazioni dei rischi climatici e ambientali sul modello di business e sulla strategia. Al riguardo vanno valutate anche specifiche iniziative nell'ambito dei programmi di formazione.
- b) Ruoli e responsabilità: l'organo di amministrazione assegna esplicitamente ruoli e responsabilità in materia di rischi climatici e ambientali ai propri membri e/o ai comitati endoconsiliari già esistenti; in alternativa, gli intermediari possono valutare di istituire un comitato apposito. Tale assegnazione/istituzione dovrà essere oggetto di specifica formalizzazione.
- c) Flussi informativi: per un robusto e affidabile processo decisionale i membri dell'organo di amministrazione devono disporre di adeguate informazioni.

L'organo di amministrazione, quindi, definisce un sistema di *reporting* sui rischi climatici e ambientali con *focus sull'outlook* di medio lungo periodo, specificando contenuto minimo e frequenza delle informazioni. L'organo di amministrazione è incoraggiato a fissare indicatori fondamentali di prestazione (*key performance indicators, KPI*) e indicatori fondamentali di rischio (*key risk indicator, KRI*) misurabili e quantificabili, che tengano conto dei rischi climatici e ambientali, attraverso i quali monitorare e analizzare gli obiettivi prefissati. In assenza di metriche quantitative robuste e coerenti, la reportistica si avvale di informazioni qualitative interne ed esterne allo scopo di assicurare comunque un'adeguata rappresentazione dei rischi climatici e ambientali all'organo di amministrazione.

La Banca d'Italia si attende che gli intermediari siano in grado di valutare la materialità dei rischi climatici e ambientali, fisici e di transizione, suscettibili di ripercuotersi sul

⁵³ I compiti attribuiti all'"organo di amministrazione" di banche, intermediari finanziari ex Titolo V del TUB, SIM, SGR, SICAF, SICAV, IP e IMEL, sono allocati secondo il riparto di competenze tra funzioni previsto nelle relative discipline settoriali (Circ. 285, Parte Prima, Tit. IV, Cap.1; Circ. 288, Tit. III, Cap. 1; Regolamento della Banca d'Italia del 9 dicembre 2109 di attuazione del TUF; Disposizioni di vigilanza per IP e IMEL, Cap. I).

contesto aziendale. La materialità, intesa come capacità di influenzare la sostenibilità dei rendimenti aziendali attuali e futuri, propri e dei portafogli gestiti per conto terzi, va declinata secondo un principio di proporzionalità, tenendo conto della complessità, del profilo di rischio e della tipologia di *business model*. In tale contesto, andranno anche individuati, gli impatti dell'attività di investimento sull'ambiente. Una volta individuati i rischi, ci si attende che gli intermediari siano in grado di comprenderne e misurarne gli impatti sul contesto aziendale, nel breve, medio e lungo termine, anche al fine di orientare le scelte strategiche e assicurare, per questa via, la resilienza del modello di business. È infatti importante che gli intermediari tengano conto delle risultanze dell'analisi di impatto in sede di pianificazione strategica, definendo obiettivi di sostenibilità ambientale (*key performance indicators*) e monitorandone il conseguimento. I rischi climatici e ambientali possono produrre i propri effetti oltre il consueto orizzonte temporale della pianificazione strategica, ad esempio in linea con gli impegni delle politiche pubbliche per una transizione a un'economia più sostenibile. In tale contesto, pur non essendo richiesto agli intermediari di modificare l'orizzonte temporale della propria pianificazione strategica, essi possono includere nella loro pianificazione le valutazioni ottenute dalle analisi di più lungo periodo dei rischi climatici e ambientali.

Una volta che i rischi climatici e ambientali sono stati ricompresi nella strategia, l'organo di amministrazione assicura che essa venga attuata coerentemente. A tal fine individua in modo esplicito le strutture interne incaricate dei rischi climatici e ambientali, descrive con chiarezza il mandato e adegua le *policy* e le procedure rilevanti. Gli incarichi in relazione ai rischi climatici e ambientali possono essere attribuiti alle strutture già esistenti o a un'apposita struttura a cui affidare il coordinamento dell'approccio complessivo alla gestione del rischio sul piano climatico e ambientale. Qualora venga individuata una funzione apposita per i rischi climatici e ambientali, ci si attende che sia chiaramente definito come questa si vada ad integrare nei processi esistenti e a interfacciare con le altre funzioni.

3.2 Provvedimenti sanzionatori

Le sanzioni previste per le banche che non rispettano le linee guida in materia di ESG, sono disciplinate da diverse normative nazionali e internazionali volte a promuovere la sostenibilità e la responsabilità sociale nel settore finanziario. Come illustrato nel capitolo precedente, a livello internazionale, organismi come l'Unione Europea hanno adottato regolamentazioni stringenti per incentivare le istituzioni finanziarie a integrare i criteri ESG nelle proprie strategie.

Un esempio è il *Regolamento (UE) 2019/2088*, che obbliga le banche e altri operatori finanziari a divulgare informazioni riguardanti l'impatto delle loro attività sui fattori ESG. La mancata conformità può comportare sanzioni amministrative. Ancora, la *Direttiva (UE) 2019/878* mira a definire criteri di sostenibilità per le attività economiche, imponendo alle banche di valutare e comunicare la sostenibilità delle proprie operazioni. La non conformità può portare a sanzioni di natura amministrativa e reputazionale.

Le sanzioni previste possono essere di diversa natura, tra cui:

- **Multe pecuniarie:** è la tipologia più comune e consiste in multe stabilite in base alla gravità della violazione. Ad esempio, secondo il *Regolamento (UE) 2019/2088*, le autorità di vigilanza possono imporre multe fino a un massimo di 5 milioni di euro o, nel caso di violazioni più gravi, fino al 3% del fatturato annuo totale.
- **Sanzioni amministrative:** possono includere l'obbligo di adottare piani di miglioramento, restrizioni temporanee o permanenti sull'attività, o la sospensione delle autorizzazioni operative.
- **Responsabilità penale:** in casi estremi di frode o di violazioni gravi delle normative, possono essere applicate sanzioni penali ai dirigenti o ai responsabili.

In aggiunta è necessario sottolineare una quarta tipologia di sanzione, la quale non risulta essere ufficiale ma ugualmente dannosa. Infatti, le banche che non rispettano le linee guida ESG rischiano di subire gravi danni reputazionali, traducibili in perdita significativa di clienti e di fiducia da parte degli investitori. Questo potrebbe indubbiamente influire negativamente sulla capacità di raccogliere nuovo capitale e, di conseguenza, di operare sul mercato.

Tali provvedimenti, pur rappresentando un passo fondamentale verso la transizione ecologica e sociale dell'economia europea, incontrano resistenze e criticità nella loro piena attuazione da parte degli operatori finanziari, in particolare delle banche.

1. Complessità del quadro normativo e difficoltà di implementazione operativa

Il primo fattore ostativo all'adeguamento delle banche ai principi ESG è rappresentato dalla complessità e frammentarietà della normativa. Le disposizioni europee in materia si presentano come un corpus articolato, interconnesso e in continua evoluzione, che impone agli istituti bancari non solo di rivedere le proprie politiche di investimento e concessione del credito, ma anche di modificare profondamente le prassi interne di raccolta dati, rendicontazione e valutazione del rischio. Inoltre, il processo di implementazione dei criteri ESG richiede infrastrutture informatiche avanzate, una formazione mirata del personale e l'adozione di nuove metriche di valutazione del rischio,

elementi che comportano tempi lunghi di adattamento e investimenti rilevanti, non sempre sostenibili per le banche di piccole o medie dimensioni.⁵⁴

2. Carenza e scarsa affidabilità dei dati ESG

Uno degli ostacoli più significativi riguarda la mancanza di dati standardizzati, completi e verificabili relativi alle performance ESG delle imprese finanziate o presenti nei portafogli d'investimento. Tale lacuna si manifesta in modo accentuato nel settore delle PMI, che costituiscono una quota rilevante dell'economia europea ma che, nella maggior parte dei casi, non sono soggette a obblighi di rendicontazione non finanziaria. In assenza di dati affidabili, le banche si trovano nella difficoltà di effettuare valutazioni coerenti e trasparenti, esponendosi a rischi reputazionali e legali legati a possibili accuse di *greenwashing*.⁵⁵

3. Tensioni tra obiettivi ESG e obiettivi economici

Sebbene i principi ESG siano ormai parte integrante delle strategie di lungo termine di molte istituzioni, permane una tensione strutturale tra la sostenibilità e la redditività a breve termine. Numerose attività economiche altamente inquinanti o socialmente controverse (es. settore fossile, armamenti, agribusiness intensivo) continuano a garantire elevati margini di profitto. Per questo motivo, alcune banche esitano ad allineare rigorosamente le proprie politiche creditizie agli standard ESG, temendo un impatto negativo sulla competitività e sul ritorno economico immediato. A ciò si aggiunge il fatto che, in determinati contesti geografici o settori industriali, l'offerta di investimenti pienamente ESG *compliant* è ancora limitata, rendendo difficile, se non impossibile, una transizione immediata del portafoglio verso asset sostenibili.

4. Pratiche di *greenwashing* e rischi reputazionali

Il crescente interesse dell'opinione pubblica e degli investitori verso la sostenibilità ha incentivato molte banche ad adottare strategie comunicative fortemente orientate al marketing ESG, talvolta in modo non corrispondente alla reale operatività interna. Questo fenomeno, noto come *greenwashing*, consiste nella presentazione fuorviante delle proprie attività come sostenibili, senza un effettivo riscontro nei processi di selezione degli investimenti o concessione del credito. Il rischio, in questo senso, è duplice: da un lato si genera una perdita di fiducia da parte degli stakeholder, dall'altro si rischiano sanzioni da

⁵⁴ *EU watchdog to clarify ESG fund naming rules after backlash* By [Virginia Furness](#) / October 11, 2024

⁵⁵ Banca d'Italia: ancora troppe lacune nei dati ESG delle banche / 9 gennaio 2022

parte delle autorità di vigilanza, che stanno rafforzando i meccanismi di controllo e trasparenza.⁵⁶

5. Resistenza culturale e mancanza di competenze interne

La piena integrazione dei fattori ESG richiede un profondo cambiamento culturale e organizzativo. Tuttavia, in molti istituti bancari, soprattutto in quelli di dimensioni più tradizionali, permane una certa resistenza interna al cambiamento, legata sia a fattori generazionali sia a un'impostazione storicamente focalizzata su metriche esclusivamente economiche. A ciò si aggiunge la carenza di professionalità qualificate in grado di valutare il rischio ESG, strutturare prodotti finanziari sostenibili e dialogare con le imprese in chiave di sostenibilità. La formazione del personale, sebbene in crescita, risulta ancora largamente insufficiente.

6. Debolezza dei meccanismi sanzionatori e di vigilanza

Un ulteriore fattore che contribuisce al mancato rispetto dei principi ESG è rappresentato dalla scarsa incisività dei meccanismi sanzionatori. In molti casi, i regolamenti europei prevedono obblighi di trasparenza e rendicontazione, ma non pongono limiti stringenti alla possibilità di finanziare attività non sostenibili. Inoltre, le autorità di vigilanza nazionali non sempre dispongono delle risorse o delle competenze necessarie per esercitare un controllo efficace. Questa situazione produce un contesto in cui l'inadempimento non genera conseguenze immediate o significative, inducendo taluni operatori ad assumere un atteggiamento attendista o di mero adempimento formale.

In conclusione, il mancato rispetto, totale o parziale, dei principi ESG da parte del sistema bancario non va inteso come una semplice disapplicazione normativa, bensì come il risultato di una combinazione di fattori strutturali, economici, organizzativi e culturali. Affinché i criteri ESG vengano effettivamente integrati nel cuore delle attività bancarie, è necessario un approccio sistemico che includa: un rafforzamento del quadro regolatorio, incentivi economici alla sostenibilità, investimenti nella digitalizzazione e formazione del capitale umano, nonché una supervisione più efficace da parte delle autorità competenti. Solo attraverso un impegno concertato tra istituzioni, regolatori e operatori privati sarà possibile trasformare l'adesione ai criteri ESG da semplice obbligo formale a leva strategica per la resilienza e la competitività del sistema bancario europeo.

⁵⁶ *Regulators lack resources to tackle greenwashing, says EU watchdog by Huw Jones / June 4, 2024.*

3.3 Il caso DWS

DWS è una società di gestione di fondi (*asset management*) del gruppo Deutsche Bank oggetto, secondo quanto riportato da diverse testate giornalistiche, di indagini avviate, parallelamente, negli Stati Uniti dalla SEC e in Germania dalla BaFin per un presunto caso di *greenwashing*. Sebbene le autorità non abbiano rilasciato alcun commento, le indagini prendono presumibilmente avvio da alcune rivelazioni effettuate da *Desiree Fixler, ex Global Head of Sustainability* di DWS, la quale avrebbe messo in discussione la veridicità delle informazioni sulle strategie ESG adottate da DWS descritte nell'*Annual Report* 2020. Nello specifico, DWS avrebbe fornito al mercato informazioni non veritiere sulle caratteristiche delle sue attività, utilizzando in maniera fuorviante l'etichetta ESG per descrivere più del 50% degli *asset* da essa gestiti come “*ESG Integrated*” (con un valore totale di 460 mld). DWS, in una nota di commento, ha contestato tali accuse chiarendo le ragioni della classificazione utilizzata nell'*Annual Report*. In particolare, DWS avrebbe seguito la classificazione introdotta nella disciplina europea dal Regolamento (UE) n. 2019/2088 (“*sustainability-related disclosures in the financial services sector*”; SFDR). Con l'entrata in vigore del SFDR (marzo 2021) i partecipanti al mercato, tra cui gli intermediari che forniscono servizi di gestione di portafogli e i Consulenti Finanziari sono chiamati a dare disclosure nei loro siti web di come integrano i rischi di sostenibilità nei processi di selezione degli investimenti e i risultati dell'applicazione di tali metodologie sui prodotti finanziari che selezionano (ex art. 6 SFDR). Il regolamento introduce poi obblighi informativi aggiuntivi (tramite sito web, informativa precontrattuale e relazioni periodiche) per due distinte tipologie di prodotto in base al livello di “ambizione” ESG:

- a. I “prodotti che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali” (ex art. 8 SFDR);
- b. i prodotti, con un livello di ambizione più elevato, che perseguono come obiettivo investimenti sostenibili, e contribuiscono ad un obiettivo ambientale (ex art. 9 SFDR).

Seguendo tale distinzione, DWS ha classificato come “*ESG Integrated*” (ex art. 6) gli *asset* la cui gestione tiene conto dei rischi e impatti ESG (460 mld.); diversamente, gli *asset* che presentano le caratteristiche di cui agli artt. 8 e 9 sono stati classificati come “*ESG Dedicated*”, con un valore complessivo pari a circa 75 miliardi.

Conclusione

Negli ultimi anni l'Europa ha introdotto un complesso sistema di regole per migliorare la trasparenza ambientale, sociale e di governance (ESG) non solo delle banche, ma anche delle imprese. Tuttavia, molte aziende, soprattutto le PMI e gli operatori su mercati globali, hanno sollevato preoccupazioni sulla complessità e sui costi della compliance.

Per rispondere a queste esigenze, la Commissione Europea ha intrapreso un'azione di revisione significativa delle normative ESG, adottando il cosiddetto "Regolamento Omnibus", un pacchetto di modifiche e aggiornamenti avente come obiettivo la semplificazione e rimodulazione degli obiettivi di rendicontazione della sostenibilità a livello comunitario.

Il nuovo regolamento avrà impatti su quattro regolamenti europei fondamentali:

- CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) e gli ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*);
- CSDDD (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*);
- Tassonomia Europea;
- CBAM (*Carbon Border Adjustment Mechanism*).

Il Regolamento Omnibus aumenta la soglia minima di applicazione della Direttiva CSRD sulla rendicontazione della sostenibilità, per la quale saranno chiamate a rendicontare le imprese con più di 1.000 dipendenti contro i 250 dipendenti previsti dalla Direttiva in vigore al momento. Mentre, per quanto riguarda le soglie di fatturato e attivo dello Stato Patrimoniale, queste ultime rimangono invariate rispettivamente a euro 50 milioni ed euro 25 milioni.

Per quanto riguarda le imprese extra-europee, l'obbligo di rendicontazione per queste ultime scatta solo se generano più di euro 450 milioni di fatturato sul territorio dell'UE, alzando la soglia precedente che era fissata ad euro 150 milioni.

Un'altra modifica importante introdotta dal Regolamento Omnibus riguarda la rendicontazione della catena del valore. Le imprese obbligate a rendicontare non saranno più obbligate ed ottenere dati da tutti i fornitori, ma solo dove è ragionevole farlo. Ci saranno limitazioni anche sui dati richiesti alle PMI le quali potranno aderire ad un nuovo Standard di rendicontazione volontario (VSME).

Permane l'obbligo di avere una verifica indipendente (*assurance*) dei dati ESG, ma questa potrà rimanere limitata (*limited assurance*) e non sarà obbligatoria una verifica più approfondita (*reasonable assurance*) se non su base volontaria. Infine, le tempistiche previste per la pubblicazione dei primi *report* vengono dilazionate, con possibili ritardi fino a due anni. Questo implicherebbe una prima pubblicazione del nuovo bilancio di sostenibilità al 1° gennaio 2028 su dati del 2027.

La direttiva CSDDD mira a garantire che le imprese gestiscano i rischi legati ai diritti umani e al cambiamento climatico lungo la loro catena di fornitura. Mentre prima si applicava all'intera catena del valore, includendo fornitori diretti e indiretti; ora, l'obbligo di due *diligence* viene limitato ai soli fornitori diretti, tranne nei casi in cui esistano prove di rischi noti lungo la catena.

Il monitoraggio dei fornitori, che doveva essere annuale, viene reso meno frequente con conseguenti controlli ogni cinque anni. Sempre per quanto riguarda la catena di fornitura, un cambiamento radicale riguarda l'eliminazione dell'obbligo di rescindere contratti con fornitori non conformi. Viene rimossa anche la responsabilità civile delle imprese per violazioni della CSDDD, e l'obbligo di implementare piani di transizione climatici diventa solo un suggerimento, non un obbligo giuridico. Sparisce infine la possibilità per gli Stati membri di introdurre regole più severe, al fine di garantire un approccio armonizzato e uniforme in tutta l'Unione Europea.

L'obbligo di rendicontazione non si applicherà più a tutte le grandi imprese, ma solo a quelle con più di 1.000 dipendenti e un fatturato superiore a 450 milioni. Le altre potranno aderire volontariamente. Le banche non saranno più obbligate a includere tutte le esposizioni nei loro *Green Asset Ratio* (GAR), potendo escludere quelle verso imprese non soggette alla CSRD. Anche i criteri di “non significativo danno” (*DNSH – Do No Significant Harm*) vengono resi meno stringenti, con una riduzione del 70% degli oneri di verifica.

Il CBAM, denominato “Meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere”, comporta l'applicazione di un prezzo per le emissioni incorporate nei prodotti di alcune tipologie di industrie, paragonabile a quello sostenuto dai produttori unionali nell'ambito del vigente sistema di scambio delle quote di emissione (EU ETS).

Il Regolamento Omnibus introduce una soglia di esenzione per cui le importazioni inferiori a 50 tonnellate annue saranno escluse dal meccanismo, sollevando così circa il 70% degli operatori più piccoli da questi obblighi. Inoltre, l'entrata in vigore completa del CBAM, inizialmente prevista per il 2026, viene posticipata al 2027. Non ci sono invece espansioni immediate ai prodotti già coperti (ferro, acciaio, cemento, fertilizzanti, alluminio, idrogeno, elettricità), anche se l'UE potrebbe valutare ulteriori estensioni nel futuro. Infine, il processo di tracciamento delle emissioni viene semplificato per ridurre la complessità amministrativa.

Il Regolamento Omnibus cambia profondamente le regole per la rendicontazione della sostenibilità in Europa. Rappresenta un compromesso tra l'esigenza di mantenere alta l'ambizione dell'Europa in materia di sostenibilità e la necessità di non soffocare il tessuto imprenditoriale, soprattutto le PMI. Permette quindi alle imprese di concentrarsi su dati concreti e su una rendicontazione più snella.

Appare quindi chiaro un evidente “passo indietro” normativo, che spaventa alcuni osservatori, convinti che questa riduzione degli obblighi possa indebolire ulteriormente la protezione dei diritti umani e dell'ambiente.

Occorre perciò monitorare attentamente l'applicazione concreta del Regolamento nei prossimi anni.

Bibliografia

AMUNDI, Gli investimenti ESG e il processo di definizione del prezzo degli asset azionari: i principali risultati, 2018.

BOLLEN N., *Mutual Fund Attributes and Investor Behavior*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 683-708, 2007.

BRUS M.M.T.A. (2018) *Soft Law in Public International Law: A Pragmatic or a Principled Choice? Comparing the Sustainable Development Goals and the Paris Agreement*. In: Westerman P., Hage J., Kirste S., Mackor A. (eds) *Legal Validity and Soft Law*. *Law and Philosophy Library*, vol 122. Springer, Cham.

CAVALLITO M., ISONIO E., MEGGIOLARO M., La finanza etica e sostenibile in Europa. Terzo rapporto. Fondazione finanza etica. 2020.

CLIFFORD CHANCE, *EU Sustainable Action Plan-What you need to know*, marzo 2018:

https://www.cliffordchance.com/briefings/2018/03/eu_sustainable_financeactionplan-whatyo.html

COMMISSIONE EUROPEA, Comunicato stampa “Finanziare la transizione verde: il piano di investimenti del Green Deal europeo e il meccanismo per una transizione giusta”, Bruxelles, 14 Gennaio 2020

COMMISSIONE MONDIALE SULL’AMBIENTE E LO SVILUPPO DELLE NAZIONI UNITE, Rapporto Brundtland, 1987

AMEL-ZADEH A., SERAFEIM G., *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey (July 1, 2017)*. *Financial Analysts Journal*, 2018, Volume 74 Issue 3, pp. 87-103.

BOATRIGHT J.R., *Financial Services*, in DAVIS M., STARK A. (a cura di), *Conflict of Interest in the Professions*, Oxford, 2011, pp. 217-236.

D’ANGERIO V., Arriva l’indice S&P500 Esg (e Ubs avrà la licenza per l’Europa), *Il Sole 24 Ore*, 8/04/2019.

DIMSON E., KARAKAŞ O., AND LI X., “Active Ownership.” *Review of Financial Studies*, 28, Oxford University Press (2015).

EUROSIF, *European SRI Study* 2018, 2018.

EUROSIF, *European SRI Study* 2012, 2012.

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi. La posizione ufficiale del Forum per la Finanza Sostenibile, Milano, 2014.

FRENCH D., *The Global Goals: Formalism Foregone, Contested Legality and "Re-Imaginations of International Law"*, in *Ethiopian Yearbook of International Law*, 2017.

Bernardini E., Faiella I., Lavecchia L., Natoli F. e Mistretta A. (2021), "Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile", *Questioni di economia e finanza*, No. 608, Banca d'Italia.

Faiella I. e L. Lavecchia (2020), "*The carbon content of Italian loans*", *Journal of Sustainable Finance & Investment*.

in Faiella I. e F. Natoli (2018), "*Natural Catastrophes and Bank Lending: the Case of Flood Risk in Italy*", *Questioni di economia e finanza*, n. 457, Banca d'Italia.

GRAGNOLI B., La dimensione giuridica degli SDGs, R&P Legal, 2018.

GRUNDMANN S., HACKER P., *Conflicts of Interest*, in Busch D., Ferrarini G., *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*

KUMPAN C., LEYENS P.C., *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries -Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*. *Eur. Co. Financ. Law Rev.* 2008, 4, 72-100

MARTINO C., Il mercato scopre la parte social dell'investire ESG, *Il Sole 24 Ore*, Maggio 2020

MONTINI M., L'interazione tra gli SDGs ed il principio dello sviluppo sostenibile per l'attuazione del diritto internazionale dell'ambiente, *Federalismi.it*, 2019.

MORLINO S., La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2, 2015

PWC, 28 aprile 2019: *Pwc's Top Trend 03*. Finanza Sostenibile. L'evoluzione del quadro normativo europeo per favorire la transizione alla green economy e gli impatti per gli Intermediari Finanziari.

SACCHI V., *T.Rowe Price*: negli investimenti ESG il fattore chiave è la trasparenza, *Milano Finanza*, 25 Agosto 2020.

SCHOENMAKER D., SCHRAMADE W., *Principles of Sustainable Finance*, *Oxford University Press*, 2019

SILANO S., Fondi sostenibili, il patrimonio globale supera i mille miliardi, *Morningstar*, 31/07/2020.

PELLEGRINI M., *Corso di Diritto Pubblico dell'Economia*, Cedam, Padova, 2016.

TORELLI R., BALLUCHI F., LAZZINI A., *Greenwashing and environmental communication: Effects on stakeholders' perceptions.*

TROIANO V., Motroni R., *La MiFID II*, CEDAM, 2016.

TENINI F., *Sostenibili&Resilienti*, Milano finanza, 22 Agosto 2020

TRIPPEL E., *How green is green enough? The changing landscape of financing a sustainable European economy*, *ERA Forum*, 2020. <https://doi.org/10.1007/s12027-020-00611-z>

THE ASSET, *Active ownership activities strengthen corporate ESG performance*, 1 agosto 2019

WORLD ECONOMIC FORUM 2007-2020, *Global risks report 2020, 15th Edition.*

TETT G., *Why ESG investing makes fund managers more money*, *Financial Times*, 9 Luglio 2020.

ULIVIERI S., *Le emergenze educative della società contemporanea progetti e proposte per il cambiamento*, Cap XVII, Pensa Multimedia Editore, 2018.

Sitografia

<https://www.un.org> (sito ufficiale delle Nazioni Unite).

<https://ec.europa.eu> (sito ufficiale della Commissione europea).

<http://www.europarl.europa.eu/portal/en> (sito ufficiale del Parlamento europeo).

<https://asvis.it> (sito ufficiale dell'Alleanza italiana per lo Sviluppo Sostenibile).

<https://www.cliffordchance.com/home.html> (sito ufficiale di Clifford Chance).

<https://www.esma.europa.eu> (sito ufficiale di ESMA). <https://eiopa.europa.eu> (sito ufficiale di EIOPA).

<https://www.scienzainrete.it>.

<https://www.amundi.it>

<https://www.morningstar.it/it/>

<https://www.pwc.com>

<https://finanzasostenibile.it>

<http://www.astrid-online.it>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://www.ft.com>

<http://dirittobancario.it>

<https://www.gazzettaufficiale.it>

<http://www.consob.it>

<https://www.bancaditalia.it>