Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO 1-2020

Finanza Verde:

regole, opportunità, rischi

Codice ISSN: 1592-5684

Finanza verde: regole, opportunità, rischi

marzo 2020

Autori del presente rapporto sono: Angelo Baglioni (Coordinatore), Paola Bongini, Andrea Lippi, Gianluca Manca, Laura Nieri, Claudia Pasquini, Angela Tanno

Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:
Marco Lossani (Direttore LAM), Angelo Baglioni, Alberto Banfi, Andrea Boitani, Domenico Delli Gatti, Piero Giarda.

Laboratorio di Analisi Monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore:
Segreteria: Barbara Caprara
Via Necchi, 5 - 20123 Milano
tel. 02-7234.2487 - laboratorio.monetario@unicatt.it - LAM

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:
Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli, 1
Segreteria: presso UBI Banca – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – tel. 02-6275.5252 - www.assbb.it

INDICE

INTRODUZIONE pag. 1

1. LE POLITICHE EUROPEE PER UNA FINANZA SOSTENIBILE – Angelo Baglioni pag. 3
1. Un mercato mondiale in espansione 4
2. La finanza verde in cerca di regole 6
3. Le banche centrali di fronte alla sfida della sostenibilità 15

2. IL MERCATO DEI GREEN BONDS – Paola Bongini, Andrea Lippi, Laura Nieri 23
1. Un problema definitorio 23
2. Il mercato dei green bonds 28
3. Gli investitori 33
4. La redditività dell'investimento in green bonds 37
5. Conclusioni 41

3. PRODOTTI DI RISPARMIO GESTITO ESG – Gianluca Manca 43
1. La sostenibilità, i media e la diffusione di massa 43
2. Finanza e mercati 44
3. EU Ecolabel 56

4. TRASPARENZA E RENDICONTAZIONE NON FINANZIARIA NEL SETTORE BANCARIO ITALIANO – Angela Tanno 59
1. La leva della rendicontazione non finanziaria per integrare gli aspetti ESG nel business delle banche 59
2. L'impegno dell'Europa per la transizione verso modelli di crescita attenti alle tematiche ambientali 62
3. Le informazioni sul clima per le banche e le proposte dell'ABI 66
4. Comunicazione delle informazioni non finanziarie: stato dell'arte nel mondo bancario in Italia 68
5. Conclusioni 74

5. LA GESTIONE DEL RISCHIO CLIMATICO E AMBIENTALE NELLE BANCHE ITALIANE – Claudia Pasquini 76
1. Rischio climatico e ambientale e risk management bancario 76
2. Integrazione delle dimensioni ESG nel risk management bancario: prime evidenze 78
3. Risk management e vigilanza prudenziale 82

INTRODUZIONE

Angelo Baglioni♦

Il mercato degli investimenti finanziari sostenibili è in forte espansione da alcuni anni in tutto il mondo, e l'Europa è leader in questo settore. Tra il 2012 e il 2018, il valore delle attività gestite da fondi comuni "responsabili" europei è raddoppiato, passando da 250 a 500 miliardi di euro. E' vero che la maggior parte di essi risponde genericamente a criteri ESG, che coinvolgono tre dimensioni: *Environment, Social e Governance*. Tuttavia, tra quelli tematici prevalgono quelli focalizzati sulla prima dimensione: quella ambientale. Ancora più impressionante è stata la crescita dei cosiddetti *green bonds*, titoli di debito i cui proventi sono utilizzati per finanziare attività "verdi", come la ricerca e sviluppo di fonti di energia rinnovabile o di innovazioni che consentano di consumare meno energia: tra il 2014 e il 2019, le emissioni di green bonds a livello mondiale sono quintuplicate, passando da meno di 50 miliardi di dollari a oltre 250.

L'interesse per gli investimenti sostenibili proviene sia dagli investitori istituzionali – come fondi pensione, assicurazioni e altri intermediari finanziari – sia dai risparmiatori al dettaglio. Tutti i partecipanti al mercato sono concordi nel dire che il mercato è caratterizzato da un eccesso di domanda: le emissioni di titoli "sostenibili" e più in specifico "verdi" stentano a tenere il passo con il crescente interesse degli investitori. A sua volta, questo interesse può avere due motivazioni. La prima è la volontà di destinare i propri investimenti alla buona causa della sostenibilità, secondo diversi criteri tra cui quello ambientale sta diventando quello dominante. La seconda è data dal fatto che spesso il rispetto di criteri ESG va di pari passo con un buon rendimento e un basso rischio degli investimenti: le imprese che si impegnano a rispettare criteri di sostenibilità sono spesso quelle che hanno una *governance* migliore e una trasparenza maggiore. In altre parole: investire in modo responsabile non vuol dire rinunciare al rendimento.

Un ostacolo ad uno sviluppo ancora maggiore della finanza sostenibile è il quadro delle regole ancora incerto. La classificazione delle attività economiche sostenibili e degli investimenti che rispondono a criteri ESG è stata finora prevalentemente affidata a soggetti privati e ad associazioni di intermediari finanziari. E' evidente la necessità di disporre di una regolamentazione che consenta ai partecipanti al mercato di disporre di criteri comunemente accettati di classificazione delle attività economiche e finanziarie e di requisiti di trasparenza. Da questo punto di vista, l'Europa si è mossa prima degli altri. La strategia europea è stata delineata nel Piano d'azione pubblicato dalla Commissione UE nel marzo 2018. Questo prende come riferimento l'accordo di Parigi del 2015 e l'obiettivo di limitare il riscaldamento climatico a un valore inferiore ai 2°C (incremento rispetto ai valori pre-industriali). A valle del Piano d'azione, sono in corso di adozione numerosi provvedimenti: dalla tassonomia delle attività sostenibili ai requisiti di trasparenza per chi fornisce servizi di investimento, alla definizione di standard europei per i *green bonds* e per i fondi di investimento che si vogliano fregiare della etichetta di "sostenibilità ambientale" (*Ecolabel*), ai criteri di gestione dei rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici.

Il primo capitolo di questo numero di *Osservatorio monetario* fornisce una guida sintetica a questi complessi sviluppi regolamentari. Esso affronta anche il ruolo delle banche centrali nel sostenere la transizione verso un'economia sostenibile: mentre il dibattito sulla politica monetaria "verde"

♦Università Cattolica del Sacro Cuore

è solo all'inizio, l'inclusione di criteri di sostenibilità ambientale nella gestione delle riserve è ormai oggetto di numerose iniziative da parte delle banche centrali a livello internazionale e in Italia.

Il secondo capitolo è dedicato al mercato dei *green bonds*. Quali caratteristiche deve avere una emissione obbligazionaria per essere considerata "green"? Esiste una certificazione ufficiale di "*greenness*"? Oltre a rispondere a queste domande, il capitolo delinea i trend del mercato dei green bonds negli ultimi cinque anni, illustra le caratteristiche di emittenti e investitori di questa forma obbligazionaria e chiarisce alcuni aspetti relativi al *pricing* di questi titoli.

Il terzo capitolo è dedicato ai prodotti di risparmio gestito che rispondono a criteri ESG, documentando lo sviluppo del mercato, le tipologie di fondi che appartengono a questo settore e le loro caratteristiche di rischio/rendimento. Il capitolo discute anche i problemi legati al rating di questi prodotti e all'introduzione dell'etichetta europea Ecolabel.

Il quarto capitolo affronta il tema della trasparenza del settore bancario, in relazione al tema della sostenibilità. Oltre a discutere le tematiche regolamentari, relative alla rendicontazione non finanziaria, si riportano i risultati di una indagine effettuata dall'ABI per misurare l'integrazione dei fattori di sostenibilità nel business bancario.

L'indagine ABI consente di valutare, oltre agli aspetti di rendicontazione, anche quelli relativi all'inclusione dei rischi ambientali nella politica di gestione del rischio di credito da parte delle banche italiane. Questi aspetti vengono affrontati nel quinto capitolo, che discute anche il percorso di vigilanza delineato dalla *European Banking Authority* relativamente alla incorporazione dei rischi ESG nella gestione bancaria.

1. **LE POLITICHE EUROPEE PER UNA FINANZA SOSTENIBILE**

Angelo Baglioni♦

A livello mondiale, i capitali investiti secondo criteri ESG hanno superato i 30 trilioni di dollari. L'Europa continua ad essere il continente leader, dove sono localizzati quasi la metà degli ESG-assets mondiali. Gli investimenti sostenibili hanno guadagnato quote di mercato ovunque. Crescente è l'interesse per questi strumenti da parte degli investitori retail.

La strategia europea è stata delineata nel Piano d'azione della Commissione, che ha ispirato importanti iniziative regolamentari: dalla Tassonomia delle attività sostenibili alla definizione di standard europei (Green bond Standard, Ecolabel, EU climate benchmark), ai requisiti di trasparenza, alla gestione dei rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici.

L'ambiente fa parte della revisione della strategia di politica monetaria avviata quest'anno dalla Bce. Mentre il dibattito sulla politica monetaria "verde" è all'inizio, l'inclusione di criteri di sostenibilità ambientale nella gestione delle riserve delle banche centrali è oggetto di numerose iniziative. Il NGFS ha emanato una "Guida all'investimento sostenibile" rivolta alle banche centrali. La Banca d'Italia, così come altre banche centrali europee, ha introdotto criteri di sostenibilità nella sua strategia di investimento dei fondi propri. La BRI ha lanciato un green bond fund riservato alle banche centrali.

Introduzione

Il mercato degli investimenti "sostenibili" è in continua espansione in tutto il mondo (alcuni dati di sintesi sono riportati nella prima Sezione di questo capitolo, dati più dettagliati in altre parti del Rapporto). L'Europa guida la classifica: circa la metà delle attività finanziarie che rispondono a criteri di sostenibilità sono emesse nel nostro continente. Tuttavia, lo sviluppo tumultuoso della finanza sostenibile è avvenuto finora all'interno di un quadro di regole lacunoso e incerto. La classificazione delle attività economiche sostenibili e degli investimenti classificabili secondo criteri ESG (*Environment, Social, Governance*) è stata prevalentemente affidata a soggetti privati e associazioni di intermediari finanziari. E' evidente la necessità di disporre di una regolamentazione che consenta ai partecipanti al mercato, sia dal lato della domanda sia dal lato dell'offerta, di disporre di criteri comunemente accettati di classificazione delle attività economiche e finanziarie e di requisiti di trasparenza. Anche sotto questo profilo, l'Europa è un leader nel panorama internazionale, grazie alle iniziative comunitarie in corso, alle quali dedicheremo buona parte di questo capitolo.

La strategia europea è stata delineata nel Piano d'azione pubblicato dalla Commissione nel marzo 2018 (COM 2018/97). Sebbene questo faccia riferimento alle tre dimensioni della sostenibilità (ESG) le problematiche ambientali sono preponderanti negli obiettivi e nelle linee d'azione

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

delineati nel Piano. Il documento prende come riferimento l'accordo di Parigi del 2015 e l'obiettivo fondamentale di limitare il riscaldamento climatico a un valore inferiore ai 2°C (incremento rispetto ai valori pre-industriali). A valle del Piano d'azione sono stati presi (o sono in corso di elaborazione) alcuni provvedimenti, su fronti diversi ma interconnessi tra di loro: dalla tassonomia delle attività sostenibili ai requisiti di trasparenza, alla definizione di standard europei, alla gestione dei rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici. La Sezione 2 fornisce una guida sintetica a questi articolati sviluppi regolamentari.

Infine, la terza Sezione del capitolo prenderà in esame il ruolo delle banche centrali nel sostenere la transizione verso un'economia sostenibile. Mentre il dibattito sulla politica monetaria "verde" è solo all'inizio, l'inclusione di criteri di sostenibilità ambientale nella gestione delle riserve è ormai oggetto di numerose iniziative da parte delle banche centrali a livello internazionale e in Italia.

1. Un mercato mondiale in espansione

A livello mondiale, si calcola che i capitali investiti secondo criteri ESG abbia raggiunto i 31 trilioni di dollari nel 2018. L'Europa continua ad essere il continente leader, dove sono localizzati quasi la metà (46%) degli *ESG-assets* mondiali, seguita dagli USA (39%) e da Giappone (7%), Canada (6%) e Australia (2%).[1] Questi ultimi paesi stanno però recuperando terreno, mostrando i più alti tassi di crescita delle attività finanziarie sostenibili nell'ultimo quinquennio: il Giappone, in particolare, mostra una vera e propria esplosione di questo tipo di investimenti negli anni più recenti (si veda la TAB. 1).

TAB. 1 – La crescita degli investimenti sostenibili nel mondo

	2014	2016	2018	Growth Per Period		Compound Annual Growth Rate (CAGR) 2014–2018
				Growth 2014–2016	Growth 2016–2018	
Europe	€ 9,885	€ 11,045	€ 12,306	12%	11%	6%
United States	$ 6,572	$ 8,723	$ 11,995	33%	38%	16%
Canada (in CAD)	$ 1,011	$ 1,505	$ 2,132	49%	42%	21%
Australia/New Zealand (in AUD)	$ 203	$ 707	$ 1,033	248%	46%	50%
Japan	¥ 840	¥57,056	¥231,952	6692%	307%	308%

Fonte: Global Sustainable Investment Alliance (2018 Investment Review)

Parallelamente, gli investimenti sostenibili hanno guadagnato quote di mercato pressoché ovunque, superando la metà delle attività finanziarie in Canada e Australia (si veda la TAB. 2). Anche in Europa le attività finanziarie classificate come "sostenibili" sono circa la metà del totale: il declino, in termini di quote di mercato, mostrato negli ultimi anni sembra dovuto al diffondersi di metodi di classificazione più rigorosi rispetto al passato, piuttosto che a un reale calo di *appeal*. Le informazioni più recenti segnalano anzi la presenza di un eccesso di domanda di titoli

[1] I dati riportati in questa Sezione 1 sono tratti dalla *Global Sustainable Investment Review* 2018, pubblicata dalla *Global Sustainable Investment Alliance*.

sostenibili, almeno per alcuni comparti come i *green bonds*. Alcuni *asset managers* hanno adottato standard più restrittivi nella classificazione degli investimenti ESG, anche in anticipazione degli sviluppi regolamentari in corso a livello comunitario, di cui diremo in questo capitolo.

TAB. 2 – Quota degli investimenti sostenibili sul totale delle attività finanziarie gestite

	2014	2016	2018
Europe	58.8%	52.6%	48.8%
United States	17.9%	21.6%	25.7%
Canada	31.3%	37.8%	50.6%
Australia/New Zealand	16.6%	50.6%	63.2%
Japan		3.4%	18.3%

Fonte: Global Sustainable Investment Alliance (2018 Investment Review)

Tra le strategie di investimento sostenibile, quella più utilizzata continua ad essere quella che esclude dagli obiettivi di investimento alcuni settori o imprese, come quelli particolarmente inquinanti (legati a combustibili fossili) oppure attivi nella produzione di armi o tabacco (*negative screening*). A fianco di questa, stanno guadagnando terreno altre strategie: i) l'inclusione dei fattori ESG nell'analisi finanziaria che guida la *asset allocation*, ii) la partecipazione attiva alla vita dell'impresa, almeno all'assemblea degli azionisti, per orientarne le scelte secondo criteri di sostenibilità (*corporate engagement e shareholder action*), iii) la selezione delle imprese migliori, in base a ESG-*scores*, nel loro settore di attività (*positive screening/best-in-class*).

Un aspetto da sottolineare nella dinamica del mercato finanziario, a livello mondiale, è il crescente interesse degli investitori al dettaglio per gli investimenti sostenibili. Mentre nel 2012 la quota delle attività finanziarie ESG collocata presso investitori *retail* era solo l'11%, con il resto collocato presso gli investitori istituzionali (quali fondi pensione, assicurazioni, fondazioni), nel 2018 la quota *retail* era già salita al 25%. Sempre a livello mondiale, oltre la metà (51%) dei fondi raccolti sotto l'etichetta ESG è investita in azioni quotate e il 36% in titoli a reddito fisso, mentre il settore immobiliare e il *private equity/venture capital* rappresentano ancora *asset class* minoritarie (3% ciascuna).

In Europa, a fianco degli investimenti privati si prevede un notevole flusso di risorse finanziarie pubbliche, da destinare a investimenti che contribuiscano alla sostenibilità ambientale della nostra economia. All'indomani del suo insediamento, la nuova Commissione UE ha annunciato (nel dicembre 2019) un Green Deal europeo, che mette l'ambiente e la lotta contro il riscaldamento globale al centro dell'agenda politica europea, ribadendo l'obiettivo della neutralità climatica (*zero net CO2 emissions*) entro il 2050. A questo fine, la Commissione propone di destinare il 25% del budget europeo al finanziamento di investimenti legati alla transizione verso un'economia *carbon-free*, per un totale di oltre 500 miliardi di euro nel prossimo decennio. Se a questi si aggiungono i fondi derivanti dai co-finanziamenti pubblici nazionali, dalla BEI e dai soggetti privati, si arriva alla cifra

totale di un trilione di euro nell'arco del decennio 2021 – 2030. L'obiettivo, assai ambizioso, è quello di finanziare sia piccoli investimenti, come la ristrutturazione energetica di un edificio, sia progetti più grandi, come la costruzione di una rete di distributori di energia elettrica per automobili. All'interno della cifra globale, che fa perno su linee di intervento già esistenti (come i Fondi di coesione, il Fondo per lo sviluppo regionale, il Fondo per l'agricoltura) troverà spazio il *Just Transition Fund* (che godrà di 7,5 miliardi di fondi aggiuntivi) destinato ad alleviare i costi della transizione per quelle regioni particolarmente colpite dalla politica ambientale: pensiamo ad esempio a regioni in cui una fonte importante di attività economica è l'estrazione di combustibili fossili (carbone e petrolio).

2. La finanza verde in cerca di regole

2.1 Il Piano d'azione della Commissione UE

Gli obiettivi della strategia comunitaria, delineati nel Piano d'azione, sono tre.

1) Riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili: non solo capitali pubblici, ad esempio quelli gestiti dal Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS) e dalla Banca europea per gli investimenti (BEI), ma anche privati.
2) Promuovere la trasparenza delle attività economico-finanziarie, in relazione alle problematiche ambientali. Ciò al fine di contrastare il *greenwashing*: pratiche di marketing scorrette, volte a "vendere" come ecologica una attività economica o un prodotto di investimento che in realtà non lo è.
3) Gestire i rischi finanziari legati ai cambiamenti climatici: rischi fisici (legati a eventi estremi come uragani e inondazioni) e rischi di transizione. Questi ultimi sono dovuti alla riconversione dell'economia verso una maggiore sostenibilità, che può rendere obsolete alcune attività economiche (si pensi all'estrazione di carbone e di petrolio) e imporre ad alcuni settori produttivi elevati costi di adattamento/riconversione (si pensi al settore energetico).

Al fine di perseguire questi obiettivi, il Piano individua una serie di azioni da intraprendere, tra le quali:

a) L'elaborazione di una classificazione delle attività da considerare "sostenibili": la cosiddetta "tassonomia".
b) L'introduzione di standard per identificare le obbligazioni "verdi" (*green bonds*) con cui finanziarie attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale, nonché di criteri per l'attribuzione di una *EU Ecolabel* a determinati prodotti finanziari.
c) Armonizzare e rendere più trasparenti gli indici di riferimento (*benchmark*) utilizzati per valutare la performance dei prodotti finanziari classificati come "ecologici" o "verdi".
d) Rafforzare i requisiti di trasparenza (*disclosure*) nei confronti degli investitori istituzionali e gestori di attività finanziarie, riguardo alle modalità con cui essi integrano i fattori di sostenibilità e i rischi ambientali nelle loro politiche di investimento.
e) Valutare l'inclusione dei rischi ambientali nelle politiche di gestione del rischio degli intermediari finanziari (banche e assicurazioni) con la possibilità di inserire questi rischi nella regolamentazione prudenziale (requisiti patrimoniali) e nell'attività di supervisione.

L'attuazione del Piano ha vissuto una fase cruciale nel giugno 2019, quando sono stati pubblicati i tre rapporti del *Technical Expert Group* (TEG), istituito dalla Commissione per assisterla nella

elaborazione delle iniziative legislative.[2] Ciascuno dei rapporti copre rispettivamente le prime tre azioni descritte sopra: a) tassonomia, b) green bond standard, c) benchmark. La definizione della tassonomia è stata oggetto di un Regolamento europeo, sul quale il "trilogo" ha trovato un accordo politico nel dicembre del 2019. Sul fronte della trasparenza, un passaggio importante è stata la pubblicazione (nel dicembre 2019) del Regolamento UE sui requisiti di *disclosure*, in tema di sostenibilità, nel settore dei servizi di investimento. Sempre in tema di trasparenza, la Commissione ha emanato (nel giugno 2019) le Linee guida sulla rendicontazione non-finanziaria, relative alle informazioni ambientali: queste riguardano tutte le grandi società quotate, ma contengono indicazioni specifiche per le banche e le assicurazioni. Infine, sul fronte della gestione dei rischi e della supervisione prudenziale nel settore bancario, vanno segnalate le iniziative della Autorità Bancaria Europea (EBA): in particolare, le Linee guida su *loan origination e monitoring* e la pubblicazione (dicembre 2019) della *roadmap* con la quale l'EBA intende dare attuazione al suo mandato relativo alla finanza sostenibile.

2.2 La Tassonomia UE

La finalità della Tassonomia UE[3] è quella di fornire una serie di criteri per selezionare le attività economiche che possono essere considerate "sostenibili" dal punto di vista ambientale. Questa iniziativa dovrebbe mettere ordine tra le varie classificazioni ed etichette che sono state elaborate da soggetti privati. Essa dovrebbe costituire una guida per i mercati finanziari e per le politiche pubbliche, aiutando a canalizzare gli investimenti verso attività che diano un contributo alla mitigazione del cambiamento climatico e all'adattamento dell'economia ai mutamenti ambientali.

In linea generale, una attività economica può qualificarsi come "sostenibile", dal punto di vista ambientale, se contribuisce in misura sostanziale ad uno o più dei seguenti obiettivi:

1) mitigazione del cambiamento climatico,
2) adattamento al cambiamento climatico,
3) uso sostenibile dell'acqua,
4) riduzione e riciclo dei rifiuti,
5) controllo e riduzione dell'inquinamento,
6) protezione degli ecosistemi.

Il rapporto del TEG definisce gli standard tecnici necessari per selezionare le attività economiche che forniscono un contributo sostanziale alla mitigazione del cambiamento climatico. Vengono individuate 67 attività economiche appartenenti ai macro-settori: agricoltura, manifattura, energia (elettrica e gas), acqua e rifiuti, trasporti, ICT, edilizia. Il criterio fondamentale di selezione è costituito dalla quantità di emissioni di anidride carbonica (CO_2), che è notoriamente il principale responsabile dell'"effetto serra" e del riscaldamento globale del pianeta. Una attività economica è sostenibile se contribuisce alla "decarbonizzazione" dell'economia e quindi alla riduzione delle emissioni di gas serra. Ciò può avvenire attraverso innovazioni che incrementino la produzione e l'utilizzo di energia rinnovabile, riducano l'uso di combustibili fossili, che aumentino l'efficienza energetica, la mobilità non inquinante, favoriscano il riutilizzo dei materiali. Sono considerate sostenibili le attività economiche che appartengano ad una delle tre seguenti categorie.

a) *"Green" activities*: sono quelle che si caratterizzano per avere già un livello di

[2] Il TEG è composto da esperti del mondo produttivo e finanziario, da membri della società civile-accademica e da osservatori delle autorità europee.

[3] Si veda il "Taxonomy Technical Report" dell'EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, giugno 2019.

emissioni molto basso (o addirittura nullo). Ad esempio: una società che produca energia elettrica sfruttando fonti di energia rinnovabile.

b) *"Greening of" activities*: sono attività che, pur avendo ancora un livello elevato di emissioni, sono in fase di transizione e stanno riducendo sostanzialmente le loro emissioni. Ad esempio: una acciaieria impegnata a investire in tecnologie meno inquinanti.

c) *"Greening by" activities*: si tratta di attività che possono contribuire alla transizione verso un basso livello di emissioni in altri settori dell'economia. Ad esempio: un proprietario di un immobile che istalli una caldaia più efficiente.

Mentre in relazione alla mitigazione del cambiamento climatico il rapporto del TEG individua precise soglie quantitative di emissioni per ciascuna delle attività economiche considerate, in relazione all'adattamento al cambiamento climatico vengono individuati criteri qualitativi, per individuare quelle attività che rendano il sistema economico più resistente a fronte del riscaldamento globale e della maggiore frequenza di eventi estremi. Tra i settori che possono da dare un contributo in questa direzione vi è quello assicurativo.

La tassonomia UE dovrebbe diventare la base per definire se un prodotto finanziario possa essere emesso con una etichetta di "sostenibile" o "verde". Il criterio da utilizzare sarà la quota dei fondi raccolti investita in attività economiche classificate come "*eligible*" ai fini della tassonomia. Ciò vale per i prodotti di risparmio gestito così come per le obbligazioni (*green bonds*) e in generale per tutti i servizi di investimento. Le banche potranno utilizzare la tassonomia ai fini di *disclosure* e di gestione del rischio ambientale: essa è un utile punto di riferimento per arrivare ad una armonizzazione e standardizzazione dell'informazione. Naturalmente, affinché ciò possa avvenire occorre che ci sia una generale convergenza da parte di tutte le parti interessate, in modo che le banche ricevano dai loro clienti le informazioni necessarie a valutare il grado di sostenibilità del loro portafoglio-prestiti.

L'approccio della Commissione sulla Tassonomia ha ricevuto l'approvazione del Consiglio e del Parlamento europeo, che nel dicembre 2019 hanno raggiunto l'accordo politico sul relativo Regolamento.[4] Questo specifica che, per essere considerate eco-sostenibili, le attività economiche devono soddisfare i seguenti requisiti:

a) contribuire in modo sostanziale al raggiungimento di almeno uno dei sei obiettivi ambientali elencati in precedenza;[5]

b) non arrecare un danno significativo a nessuno di tali obiettivi ambientali;

c) essere svolte nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia sul piano sociale;[6]

d) essere conformi ai criteri tecnici (*screening criteria*) definiti dalla Commissione.

La Commissione avrà quindi il compito di stabilire la tassonomia effettiva definendo gli *screening criteria*, sotto forma di atti delegati, per ciascun dei sei obiettivi ambientali e per ciascun settore economico. Nel fare ciò, essa sarà assistita da un

[4] *Regulation on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment*, 17 Dicembre 2019.

[5] La tassonomia includerà anche quelle attività (*enabling activities*) che favoriscano il raggiungimento di un obiettivo ambientale da parte di un'altra attività economica.

[6] Definite in base ai principi, relativi ai diritti umani e alle condizioni di lavoro, approvati dagli organismi internazionali: OECD, UN, ILO.

gruppo di esperti tecnici: la "Piattaforma sulla finanza sostenibile". La tassonomia per i primi due obiettivi, mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici, dovrebbe essere stabilita entro la fine di quest'anno ed essere applicata entro la fine del 2021. Per gli altri quattro obiettivi, la tassonomia dovrebbe essere definita entro la fine del 2021 ed essere applicata entro la fine del 2022.

Il Regolamento prevede un'applicazione ad ampio raggio della tassonomia nel settore dei servizi finanziari: un investimento potrà considerarsi sostenibile, sotto il profilo ambientale, solo esso andrà a finanziare (almeno) una attività economica che possa qualificarsi come sostenibile in base al Regolamento stesso. Esso si applicherà a tutte le misure che la UE e i singoli Stati membri prenderanno e che impongano requisiti sugli emittenti e sui prodotti finanziari che vorranno qualificarsi come "*environmentally sustainable*". Si applicherà agli intermediari finanziari che offrano prodotti di investimento (integrando il Regolamento sulla *disclosure*[7]) e alle imprese tenute a presentare una Dichiarazione non-finanziaria (DNF).

2.3 EU Green Bond Standard e Ecolabel

Il secondo tassello del Piano d'azione europeo è la definizione di un standard relativo alle obbligazioni "verdi": il "Green Bond Standard" dell'Unione europea (EU GBS). Rispetto alle altre obbligazioni, che vengono generalmente valutate in base alle loro caratteristiche di rischio-rendimento atteso, le obbligazioni verdi vengono valutate anche in base all'uso che viene fatto dei proventi raccolti con l'emissione, che deve essere indirizzato verso attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale.

Il mercato dei green bonds ha avuto un grande sviluppo negli anni recenti, soprattutto grazie al contributo degli emittenti europei, sia pubblici (ad esempio la BEI) sia privati (banche e imprese non finanziarie)[8]. Finora esso si è basato su standard prodotti da iniziative private, come i Green Bond Principles promossi dalla International Capital Market Association (ICMA). Per quanto utili, questi standard si sono rivelati insufficienti. Secondo il rapporto del TEG,[9] il mercato dei green bond è attualmente caratterizzato da una scarsità di offerenti, a fronte della recente crescita della domanda. Tra i motivi della offerta insufficiente, si segnalano i costi legati alla certificazione esterna e i limitati vantaggi in termini di prezzo per gli emittenti. L'introduzione di uno standard ufficiale europeo dovrebbe aiutare lo sviluppo del mercato, dando un sostanziale contributo alla trasparenza del mercato stesso a alla comparabilità delle emissioni.

Secondo le intenzioni del TEG, l'EU GBS dovrebbe essere adottato su base volontaria dagli emittenti. Tuttavia, la speranza è che esso diventi il punto di riferimento fondamentale, sia per gli emittenti privati sia per quelli pubblici. Il requisito essenziale, affinché una obbligazione possa meritarsi l'etichetta di EU Green Bond, è che i proventi raccolti con l'emissione siano esclusivamente impiegati per finanziare un "green project". Questo, a sua volta, è una attività reale o finanziaria che contribuisca in misura sostanziale ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali definiti dalla Tassonomia Ue (elencati più sopra). L'impianto proposto dal TEG è quindi coerente: una volta definito cosa si debba intendere per attività economica sostenibile dal punto di vista ambientale, una obbligazione può definirsi "verde" se è finalizzata a finanziare una attività

[7] Regulation 2019/2088: si veda il paragrafo 2.5.

[8] Al mercato dei green bonds è dedicato il Capitolo 2 di questo rapporto.

[9] Si veda "Report on EU Green Bond Standard" dell'EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, giugno 2019.

sostenibile. Il finanziamento può essere diretto, se il green bond è emesso da una impresa non finanziaria che eserciti una delle attività individuate nella Tassonomia UE. Ad esempio, una società energetica che emetta un green bond per finanziare investimenti nel settore dell'energia solare. Oppure il finanziamento può essere indiretto, cioè passare per un intermediario finanziario. E' il caso di una banca che emetta una obbligazione verde per finanziare un "green loan": un prestito che a sua volta finanzi una attività economica sostenibile sotto il profilo ambientale. L'EU GBS potrebbe quindi diventare un utile punto di riferimento anche per il mercato dei prestiti bancari "verdi". Esso dovrebbe diventare lo standard anche per gli emittenti sovrani che vogliano finanziare investimenti pubblici o sussidiare investimenti privati in attività economiche sostenibili.

L'adesione all'EU GBS comporterà alcuni obblighi di trasparenza. Gli emittenti dovranno compilare un Green Bond Framework (GBF) nel quale dovranno specificare: i) quali obiettivi ambientali intendono perseguire con i progetti da finanziare, con specifico riferimento agli obiettivi elencati nella Tassonomia UE; ii) una descrizione dei progetti; iii) il processo che assicura l'allocazione dei fondi raccolti nei progetti verdi destinatari dei finanziamenti; iv) quali indicatori verranno utilizzati per misurare il contributo dei progetti finanziati agli obiettivi ambientali prefissati. Sono previsti due rapporti annuali. Un Allocation Report, che renda conto della allocazione dei fondi nei diversi progetti, compresa una suddivisione geografica. Un Impact Report, che fornisca una misurazione dell'impatto ambientale dei progetti finanziati, secondo gli indicatori previsti nel GBF. Infine, sono previste due verifiche esterne: una ex ante, per certificare la coerenza del GBF con lo standard europeo; una ex post, per certificare l'effettiva allocazione dei fondi ai progetti sostenibili beneficiari dell'emissione. Il rapporto del TEG raccomanda che l'ESMA (European Securities Market Authority) sia responsabile dell'accreditamento dei soggetti abilitati a fornire la certificazione esterna, come già avviene per le agenzie di rating.

In parallelo alla definizione dell'EU GBS, è in corso la elaborazione dei criteri che dovranno informare l'attribuzione della Ecolabel ad una serie di servizi finanziari diretti agli investitori al dettaglio, quali: fondi di investimento (azionari, obbligazionari e misti), prodotti assicurativi con una componente di investimento, depositi a tempo. La Ecolabel per i servizi finanziari sarà oggetto di una Decisione della Commissione UE, e introdurrà uno schema volontario per conferire ai prodotti finanziari una etichetta di sostenibilità ambientale. Essa avrà uno stretto raccordo con la Tassonomia, poiché le attività economiche finanziate saranno considerate sostenibili, sotto il profilo ambientale, se saranno *eligible* in base alla EU *Taxonomy*. Il rapporto tecnico del JRC (Dicembre 2019) suggerisce di introdurre un sistema *pass-or-fail*: la etichetta verrà attribuita oppure no. Tuttavia, il sistema potrà risultare più graduale, poiché a fianco dei requisiti obbligatori per ottenere l'etichetta vi saranno anche criteri opzionali, ai quali saranno attribuiti dei punti: il punteggio finale del prodotto finanziario dipenderà da quali criteri opzionali sarà in grado di soddisfare. Il rapporto del JRC propone dettagliati criteri e soglie quantitative, relative alla composizione del portafoglio finanziato, e requisiti di informazione agli investitori. [10]

[10] Si veda: *Development of EU Ecolabel criteria for retail financial products, Technical Report* del EU *Commission Joint Research Centre*, Dicembre 2019.

2.4 Verso un climate benchmark europeo

Il pacchetto di documenti emanati dal TEG a giugno del 2019 comprende anche un Interim Report sui *climate benchmark* per i prodotti di investimento, al quale è seguito il Final Report nel settembre scorso[11]. A questi è finalmente seguita la pubblicazione della "Benchmarks Regulation".[12] Rispetto ai normali benchmark, un "climate benchmark" si differenzia perché contiene, oltre agli usuali indicatori di rischio-rendimento, anche indicatori ambientali e specifici obiettivi relativi alla riduzione delle emissioni di gas-serra e alla transizione verso una economia a basso contenuto di carbonio. Gli utilizzatori dei benchmark sono tipicamente gli investitori istituzionali, come fondi di investimento e fondi pensione, che vogliano tenere sotto controllo la loro esposizione ai rischi ambientali (rischi legati alla transizione verso la *low carbon economy* o rischi fisici legati al cambiamento climatico) oppure intendano sfruttare le opportunità legate alla transizione energetica, come gli investimenti nelle energie rinnovabili o nell'incremento dell'efficienza energetica. Si prevede l'introduzione di due benchmark europei: EU *Climate Transition Benchmark* (EU CTB) e EU *Paris-aligned benchmark* (EU PAB), di cui il secondo risponde a standard più restrittivi. Sono previsti anche requisiti di *disclosure*, relativi ai fattori ESG, per ogni tipo di benchmark (esclusi quelli sui tassi di interesse e sulle valute).

I benchmark europei (sia EU CTB sia EU PAB) dovranno soddisfare determinati standard. 1) Una *carbon intensity* inferiore (rispettivamente del 30% e del 50%) rispetto all'universo degli investimenti possibili in relazione all'indice. La "carbon intensity" (CI) è definita a partire dal rapporto tra le emissioni di gas-serra e un indicatore finanziario (ad esempio: il fatturato di una azienda o la capitalizzazione di mercato) per ciascun asset incluso nel benchmark; la CI di un indice non è altro che la media ponderata delle CI delle attività che compongono l'indice stesso. La CI è definita per il momento sulla base delle emissioni scope 1 e scope 2; l'estensione alle emissioni scope 3 è prevista nell'arco di quattro anni.[13] 2) Una riduzione del 7% anno-su-anno della carbon intensity dell'indice. 3) Su base volontaria[14], un rapporto green/brown almeno pari a quello dell'universo investibile per lo standard EU CTB (quattro volte tanto per lo standard EU PAB). Il "green/brown ratio" è definito dal rapporto tra i ricavi attribuibili ad attività economiche (facenti parte dell'indice) che contribuiscano alla transizione energetica e quelli delle attività che usano combustibili fossili (in realtà questa distinzione dovrà essere meglio precisata dalla Commissione). 4) Per evitare fenomeni di *greenwashing*, il benchmark non potrà escludere settori ad alto impatto ambientale (ad esempio energia, carburanti, chimica, trasporti) ma dovrà anzi avere una esposizione a questi settori almeno pari a quella dell'universo investibile di riferimento. Questi settori rivestono infatti una importanza cruciale nella transizione verso una economia *low-carbon*.

I requisiti di *disclosure*, applicabili in generale a tutti i benchmark, sono volti a promuovere la

[11] Si veda *Report on benchmarks* dell'EU *Technical Expert Group on Sustainable Finance*, giugno e settembre 2019.

[12] EU *Regulation* 2019/2089 (del 27 Novembre 2019) *amending Regulation* 2016/1011.

[13] Ricordiamo che le emissioni scope 1 sono quelle dirette, le emissioni scope 2 sono quelle dovute ai consumi di energia acquistata, le emissioni scope 3 sono tutte le altre emissioni indirette generate nella catena del valore di una attività economica (ad esempio relative alle materie prime acquistate).

[14] Al contrario dell'Interim Report di giugno 2019, il rapporto finale del TEG (settembre 2019) ha optato per una applicazione volontaria di questo rapporto minimo, per la mancanza di un consenso sulla metodologia con cui calcolare i ricavi *green* e *brown*.

trasparenza e la comparabilità tra i diversi indici, riguardo alla loro rispondenza a criteri di sostenibilità. A seconda delle diverse *asset class* che compongono un indice, sono previste alcune informazioni minime da rendere pubbliche (i dati vanno riportati in percentuale sulla composizione del portafoglio). Ad esempio, nel caso di un benchmark azionario dovranno essere riportate (tra le altre) le seguenti informazioni: il rating complessivo ESG e il rating medio relativo alle tre singole componenti; il rating ESG delle dieci azioni che pesano di più nell'indice; l'esposizione ai settori ad alta emissione di gas serra; la *carbon intensity* del portafoglio; la percentuale di ricavi attribuibili ad attività "verdi"; l'esposizione a rischi fisici ambientali; l'esposizione a settori controversi come armi e tabacco; la presenza di consiglieri indipendenti; il grado di *board diversity*.

2.5 Gli obblighi di ESG-disclosure per i servizi di investimento

Nel dicembre 2019 è stato pubblicato il Regolamento europeo[15] che introduce, a partire dal marzo 2021, obblighi di informativa al mercato per gli intermediari che forniscono servizi di investimento, relativamente alla loro sostenibilità. E' bene ricordare che, trattandosi di un regolamento, esso si applica direttamente ai soggetti interessati, senza bisogno di una fase di recepimento da parte delle autorità nazionali. D'altra parte esso rimanda alle ESA (EBA, ESMA, EIOPA) l'elaborazione di standard tecnici che saranno recepiti in atti delegati della Commissione. I destinatari del regolamento sono tutti gli intermediari che forniscono servizi di investimento e di consulenza finanziaria: banche, assicurazioni, società di gestione del risparmio. Il regolamento fa riferimento alla sostenibilità non solo di tipo ambientale, ma relativa anche a problematiche sociali e di governance, quindi a tutte le tre dimensioni ESG.

Gli intermediari dovranno pubblicare sul loro sito-web informazioni relative alle modalità di integrazione dei rischi di sostenibilità nello loro decisioni di investimento. Tali rischi si riferiscono alla possibilità che eventi, legati a problemi ambientali, sociali o di governance, possano avere un impatto negativo sul valore degli investimenti. Informazioni più specifiche sul prevedibile impatto dei rischi di sostenibilità sul rendimento degli investimenti proposti dovranno essere incluse nei documenti informativi pre-contrattuali.

Sui loro siti-web gli intermediari dovranno anche indicare quali sono le loro politiche in relazione ai possibili impatti negativi delle loro decisioni di investimento sulla sostenibilità ambientale, sociale o di governance. Tali informazioni includeranno anche le politiche di *engagement* e di adesione a codici di condotta e standard internazionali. Se un intermediario non ritiene di fornire queste informazioni, dovrà spiegarne il motivo. In ogni caso, gli intermediari con più di 500 dipendenti non potranno sottrarsi a quest'obbligo.

Particolari requisiti di trasparenza sono previsti in relazione ai prodotti finanziari che si prefiggano determinati obiettivi di sostenibilità, in particolare ambientali e sociali (ad esempio la riduzione delle emissioni di carbonio). In questo caso, il sito-web dell'intermediario deve fornire informazioni dettagliate sulle caratteristiche di sostenibilità dei prodotti venduti. Ad esempio, andranno specificati i metodi e gli indicatori usati per misurare l'impatto ambientale o sociale di un prodotto di investimento, i dati utilizzati, i criteri di selezione delle attività finanziarie sottostanti. Queste informazioni dovranno essere comprensibili per gli investitori, sintetiche e

[15] *Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector*.

collocate in un'area facilmente accessibile del sito-web. E' apprezzabile che il regolamento si preoccupi di sottolineare la necessità di una trasparenza vera e non puramente formale nei confronti dei risparmiatori. Naturalmente sarà cruciale una attenta attività di vigilanza sugli intermediari, affinché questa sottolineatura non rimanga un mero auspicio.

Per i prodotti finanziari "sostenibili", gli intermediari dovranno includere nei documenti pre-contrattuali informazioni su come si intendono perseguire gli obiettivi di sostenibilità dichiarati, eventualmente grazie all'uso di un benchmark: in questo caso bisognerà specificare le caratteristiche dell'indice utilizzato. I rapporti periodici alla clientela dovranno includere un resoconto sul rispetto delle caratteristiche ambientali e sociali degli investimenti, nonché sull'impatto di sostenibilità dei prodotti finanziari in base agli indicatori prefissati. Quando sia previsto l'uso di un benchmark, tale valutazione dovrà comprendere un confronto tra l'impatto di sostenibilità del prodotto finanziario e quella dell'indice di riferimento, oltre a un indice di mercato più ampio.

Infine, sempre nell'ottica di una trasparenza sostanziale verso gli investitori, gli intermediari dovranno fare attenzione che le attività di pubblicità e marketing, relative ai loro servizi finanziari, non contengano messaggi incoerenti con le informazioni fornite per soddisfare gli obblighi del Regolamento.

2.6 Le informazioni ambientali nella rendicontazione non-finanziaria

Com'è noto, le imprese con un numero di addetti superiore a 500, finanziarie e non, sono tenute a produrre una Dichiarazione non finanziaria (DNF), sulla base della Direttiva 2014/95/EU. Nel giugno 2019, la Commissione ha emanato una Comunicazione[16] contenente Linee-guida non vincolanti, che integrano la Direttiva in relazione alle informazioni di carattere ambientale che dovrebbero essere contenute nella DNF. Le Linee-guida sono rivolte a tutti i tipi di imprese, ma contengono indicazioni specifiche per le banche e le assicurazioni. Esse rivestono quindi un particolare interesse per il settore finanziario.

In generale, l'attività economica di un'impresa comporta rischi in entrambe le direzioni: impatto negativo della sua attività sul clima e impatto negativo del clima sulla sua attività. Sotto il primo profilo, sono rilevanti le emissioni di gas serra sia dirette sia indirette: queste ultime possono derivare, ad esempio, dal fatto che l'energia elettrica usata è stata prodotta con combustibili fossili. Sotto il secondo profilo, si possono distinguere i rischi fisici da quelli legati alla transizione. I rischi fisici derivano da eventi estremi, come uragani e inondazioni, e sono maggiormente rilevanti per le compagnie di assicurazione. I rischi di transizione sono legati alle politiche di de-carbonizzazione dell'economia, che potrebbero subire un'accelerazione, rendendo obsolete determinate attività economiche (cosiddetti *stranded assets*) o imponendo alti costi di riconversione; sono compresi in questa categoria anche rischi legali e di reputazione. I cambiamenti climatici non comportano solo rischi, ma anche opportunità; ad esempio, investimenti in energie rinnovabili, nell'efficentamento energetico, nel risparmio nell'uso di acqua.

Per tutti i tipi di impresa, la DNF dovrebbe fornire informazioni nelle cinque aree seguenti.

1) Business model: una descrizione di come il proprio business model può avere impatti (positivi o negativi) sui cambiamenti climatici, nonché una

[16] *Guidelines on non-financial reporting: Supplement on reporting climate-related information* (2019/ C 209/1).

valutazione del grado di resistenza del business model a diversi scenari climatici.
2) Governance: una descrizione delle politiche ambientali, degli obiettivi (ad esempio un target sulle emissioni di gas serra), del ruolo degli organi aziendali nella gestione e controllo dei rischi climatici.
3) Risultati: descrizione degli obiettivi raggiunti in relazione ai target prefissati (ad esempio sulle emissioni).
4) Rischi: descrizione dei processi per valutare e gestire i rischi climatici, anche lungo la catena del valore (*scope 3 emissions*).
5) Indicatori-chiave (*Key Performance Indicators* - KPI): emissioni dirette e indirette di gas serra, obiettivi di riduzione delle emissioni, consumo di energia da fonti rinnovabili e non, obiettivi di efficienza energetica (riduzione del consumo di energia), attività esposte a rischi climatici fisici (in % sul totale degli assets), peso dei green bonds tra le fonti di finanziamento.

Nel caso delle banche e delle assicurazioni, oltre alle indicazioni di cui sopra vi sono alcune considerazioni specifiche. E' importante che esse dichiarino se le loro politiche di gestione del rischio (compresi gli stress test interni) includano i rischi climatici. L'esposizione delle loro attività (finanziarie e reali) ai rischi climatici deve essere valutata, distinguendo tra rischi fisici e rischi legati alla transizione. Questa valutazione assume particolare importanza per le attività ricevute in garanzia (si pensi alle attività immobiliari). Un aspetto delicato è la valutazione del possibile impatto dei rischi climatici sul rispetto dei requisiti patrimoniali: le banche potrebbero includere questa valutazione all'interno del loro ICAAP (*Internal capital adequacy assessement process*). Per quanto riguarda le emissioni, è noto che le *scope 1* e *scope 2 emissions* sono assai ridotte per un intermediario finanziario. Per questo motivo sarebbe importante indicare le *scope 3 emissions*, cioè quelle riferibili alle controparti; tuttavia questo tipo di indicazione si scontra con il problema della disponibilità di informazioni, che dovrebbero essere fornite dalle controparti stesse alle istituzioni finanziarie. Quest'area rappresenta probabilmente la maggiore sfida per il settore finanziario, in relazione alla trasparenza delle politiche ambientali.
Tra i KPI, quelli particolarmente rilevanti per il settore bancario sono: l'esposizione (in % sul portafoglio) ai settori economici "*carbon-related*", ad esempio quello energetico; la *carbon intensity* (media ponderata per ciascun portafoglio); gli investimenti "*green*", volti a finanziare attività che contribuiscano in modo sostanziale alla mitigazione o all'adattamento climatico; è importante che vi sia una indicazione della esposizione non solo alle attività *green*, ma anche a quelle *brown* (ad alta emissione di carbonio) per dare una rappresentazione fedele della composizione del portafoglio; dovrebbe essere indicata anche la quota del portafoglio a reddito fisso investita in *green bonds*, per dare un'idea dell'impegno verso obiettivi ambientali nella politica di investimento.

2.7 La roadmap dell'EBA sulla finanza sostenibile

Il Piano d'azione della Commissione UE sulla finanza sostenibile, con gli atti che ne sono conseguiti, e la regolamentazione sul capitale (CRR2 e CRD 5) hanno dato diversi mandati all'EBA per l'elaborazione di standard tecnici e linee-guida. Recentemente, l'EBA ha pubblicato un rapporto[17] nel quale delinea la sua "tabella di marcia" nel dare attuazione a questi mandati, che è interessante per capire i possibili sviluppi sul

[17] *EBA Action Plan on sustainable finance*, dicembre 2019.

fronte regolamentare per le banche europee e la relativa tempistica.

Il primo atto dell'EBA è stata la pubblicazione delle *Draft guidelines on loan origination and monitoring*[18]. Queste linee-guida, che si applicheranno dal 30 giugno 2020, richiedono alle istituzioni creditizie di includere i fattori ESG nelle loro politiche di gestione del rischio, in particolare del rischio di credito. Le procedure relative alla valutazione del rischio di credito dovranno tenere conto del possibile impatto dei rischi climatici, sia quelli fisici sia quelli legati alla transizione, sulla situazione finanziaria dei debitori. Inoltre, le banche che intendano erogare linee di credito "verdi", cioè dedicate a progetti di investimento con obiettivi ambientali, dovranno stilare una lista dei progetti verdi che intendono sostenere e definire i criteri con cui i progetti sono inseriti in tale lista. Esse dovranno anche dotarsi delle procedure per controllare che i fondi erogati vengano effettivamente usati per gli scopi "verdi" prefissati. Le linee-guida non sono vincolanti, ma ci si aspetta che le autorità di supervisione competenti si adeguino ad esse, salvo un motivato avviso contrario.

Il secondo passo della *roadmap* consiste nello sviluppo di una metodologia uniforme per valutare i rischi ESG e il loro impatto sulle banche, arrivando possibilmente alla loro inclusione nel processo di supervisione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process* - SREP). Su questo punto, l'EBA avvierà una consultazione a metà del 2020, con l'intenzione di arrivare ad un rapporto finale a metà del 2021. Allo stesso tempo, l'EBA svilupperà una metodologia per valutare l'impatto dei rischi ambientali sotto diversi scenari, nella prospettiva di includere i rischi climatici (fisici e di transizione) negli stress test. Più lunghi saranno i tempi per valutare l'inclusione dei rischi ambientali nei requisiti patrimoniali (Pillar 1): in quest'area l'EBA si propone di emanare un rapporto entro il giugno 2025, dopo una fase di consultazione.

Il terzo fronte sul quale è impegnata l'EBA è quello delle regole di trasparenza, relativa ai fattori ESG e in particolare ai rischi ambientali. La CRR ha dato mandato all'EBA di elaborare i *technical standard* relativi ai requisiti di *disclosure*, che saranno applicati alle grandi banche quotate (nell'ambito del Pillar 3 della supervisione prudenziale) a partire dal giugno 2022. L'elaborazione di questi requisiti prenderà come riferimento le Linee guida sulla rendicontazione non-finanziaria e la Tassonomia UE, che abbiamo illustrato più sopra. Infine, l'EBA dovrà emanare gli standard tecnici necessari per l'applicazione del Regolamento che introdurrà obblighi di ESG-disclosure nel settore dei servizi di investimento, a partire dal marzo 2021 (si veda la sezione 2.5).

Come si è visto, i tempi per l'elaborazione degli standard tecnici da parte dell'EBA sono piuttosto lunghi. Per questo motivo, l'EBA invita le banche a "giocare d'anticipo" avviando sin d'ora l'elaborazione di metodologie e indicatori da utilizzare nella gestione del rischio climatico, nelle analisi di scenario (stress testing) e nella *disclosure* di informazioni al mercato. Su quest'ultimo fronte, le Linee-guida e la Tassonomia UE forniscono già le indicazioni essenziali da seguire.

3. Le banche centrali di fronte alla sfida della sostenibilità

3.1 Greening monetary policy?

Il ruolo delle politiche pubbliche nel campo della finanza sostenibile non si limita alla definizione delle regole e della vigilanza sugli intermediari

[18] Consultation paper (EBA/CP/2019/04, giugno 2019) redatto a seguito del *EU Council Action Plan to tackle non-performing loans in Europe* (luglio 2017)

finanziari. Un altro importante fronte è quello della gestione delle riserve detenute dalle banche centrali: data la loro notevole dimensione, queste possono giocare un ruolo importante nel mobilitare risorse finanziarie a favore delle attività più meritevoli sotto il profilo della sostenibilità, in particolare quella ambientale. Data la natura pubblica del mandato ricevuto, sembra naturale che le banche centrali si facciano carico delle esternalità derivanti dall'impatto ambientale delle loro decisioni di investimento. Alcune iniziative sono già state prese o annunciate di recente su questo fronte. Tuttavia siamo ancora in una fase iniziale e il dibattito sulle linee di azione è ancora aperto.

A livello accademico, una interessante proposta è quella avanzata da Dirk Schoenmaker,[19] che va nella direzione di abbandonare la *market neutrality* pura nei programmi di *asset purchase* effettuati dalla BCE, che vincola la banca centrale stessa ad acquistare titoli in proporzione alla composizione del market portfolio al fine di limitare l'impatto distorsivo degli acquisti. Compatibilmente con l'obiettivo prioritario della stabilità dei prezzi, la BCE – secondo il suo Statuto – deve contribuire al sostegno della crescita economica nella zona euro; a sua volta, la crescita economia è definita come crescita sostenibile e rispettosa dell'ambiente nel Trattato UE. Quindi c'è una base legale che autorizza la BCE a includere i fattori ambientali nella sua politica. Ciò potrebbe essere realizzato modificando la composizione del paniere di titoli corporate acquistati con la politica di quantitative easing, sotto-pesando quelli emessi da imprese che operano in settori carbon-intensive (ad esempio petrolio, gas e materie prime) e sovra-pesando altri titoli che si caratterizzano per una minore *carbon-intensity* (emissioni di CO2 per unità di fatturato). Analoghe variazioni potrebbero essere apportate agli *haircuts* applicati alle attività accettate come collaterale nelle operazioni convenzionali di politica monetaria, penalizzando con *haircuts* più alti i titoli maggiormente *carbon-intensive*. In tal modo, la BCE potrebbe contribuire a ridurre il costo del capitale per le imprese più virtuose sotto il profilo delle emissioni. D'altra parte, il maggiore costo del finanziamento potrebbe incentivare le imprese che operano in settori "brown" a fare investimenti per ridurre il loro impatto ambientale, ove possibile.

Passando alle iniziative già in corso a livello istituzionale, nel seguito diamo conto di quelle prese dalle banche centrali nell'ambito del *Network for Greening the Financial System* (NGFS), dalla Banca d'Italia e dalla Banca dei Regolamenti Internazionali.

3.2 Il Network for Greening the Financial System (NGFS)

Il NGFS, costituito nel dicembre 2017, è un forum tra 54 banche centrali e autorità di supervisione a livello mondiale, che ha lo scopo di definire *best practices* in relazione alla gestione e supervisione dei rischi ambientali nel settore finanziario e alla mobilitazione di risorse in favore dell'ambiente. I documenti elaborati dal NGFS non hanno natura vincolante, ma costituiscono un canale di coordinamento tra le numerose istituzioni appartenenti al network. Nel suo primo rapporto, "A call for action",[20] il NGFS ha formulato sei raccomandazioni, rivolte in primo luogo alle banche centrali e ai supervisori, ma anche agli intermediari finanziari. Esse vanno dalla necessità di incorporare i rischi climatici nella politica di gestione del rischio delle istituzioni finanziarie, e

[19] Si veda D. Schoenmaker, *Greening monetary policy*, CEPS Discussion Paper 13576 (Marzo 2019) e Voxeu (17 Aprile 2019).

[20] *A call for action. Climate change as a source of financial risk*, NGFS, Aprile 2019.

nella relativa attività di supervisione prudenziale, ai criteri di trasparenza da adottare in relazione a questi aspetti.[21] Tuttavia, quella che più interessa qui è la raccomandazione di incorporare i fattori di sostenibilità ambientale nella gestione delle risorse finanziarie a disposizione delle banche centrali: in primo luogo i fondi propri, ma potenzialmente anche le attività finanziarie acquisite nel corso delle operazioni di politica monetaria.

Quest'ultima raccomandazione è stata approfondita in un secondo documento: una sorta di "guida all'investimento sostenibile" rivolta alle banche centrali[22]. Essa parte dalla distinzione tra i diversi tipi di portafogli detenuti dalle banche centrali.

1) *Policy portfolio*: attività finanziarie, per la maggior parte titoli di debito pubblico, acquisite nel corso di *asset purchase programs* o altre operazioni di politica monetaria; riserve in valuta estera finalizzate a eventuali interventi sul mercato dei cambi.
2) *Own portfolio*: attività detenute come riserve e non vincolate agli scopi istituzionali. Possono includere anche azioni e titoli di debito privati.
3) *Pension portfolio*: attività ascrivibili ai fondi pensione.
4) *Third party portfolio*: attività detenute per conto di terzi, ad esempio i governi locali. Per l' Eurosistema, rientrano in questa categoria le riserve in valuta detenute dalla banche centrali nazionali.

La flessibilità nella gestione delle risorse finanziarie, e la possibilità di applicare criteri di sostenibilità, varia a seconda del tipo di riserve. E' più elevata per l'*own portfolio*, mentre negli altri casi essa trova un limite nelle finalità istituzionali legate alla politica monetaria e nel principio di *market neutrality* (per il *policy portfolio*), oppure nella necessità di assicurare un rendimento ai soggetti interessati (*pension portfolio*), o anche nel fatto che si tratta di risorse non pienamente disponibili (*third party porfolio*). Queste considerazioni trovano riscontro nella *survey* condotta dal NGFS presso 27 banche centrali. Tutte dichiarano di applicare criteri SRI (*social responsible investment*), o di considerarne l'applicazione, nella gestione dell'*own portfolio*. Le risposte relative agli altri portafogli sono invece assai più bilanciate: si veda la FIG. 1.

Se quasi tutte le banche centrali interpellate (25 su 27) dichiarano di applicare criteri di sostenibilità nella gestione di almeno un portafoglio, va anche detto che la maggior parte (60%) si pone obiettivi riferibili in generale ai criteri ESG, mentre solo il 16% ha obiettivi legati specificamente ai cambiamenti climatici: si veda la FIG. 2.

[21] Sulle implicazioni dei rischi ambientali per la stabilità finanziaria e sul ruolo delle banche centrali sotto questo profilo, si veda anche: *The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change*, P. Bolton *et al*., BIS, gennaio 2020.

[22] *A sustainable and responsible investment guide for central banks' portfolio management*, NGFS, Ottobre 2019.

FIG. 1 – Applicazione di criteri SRI da parte delle banche centrali

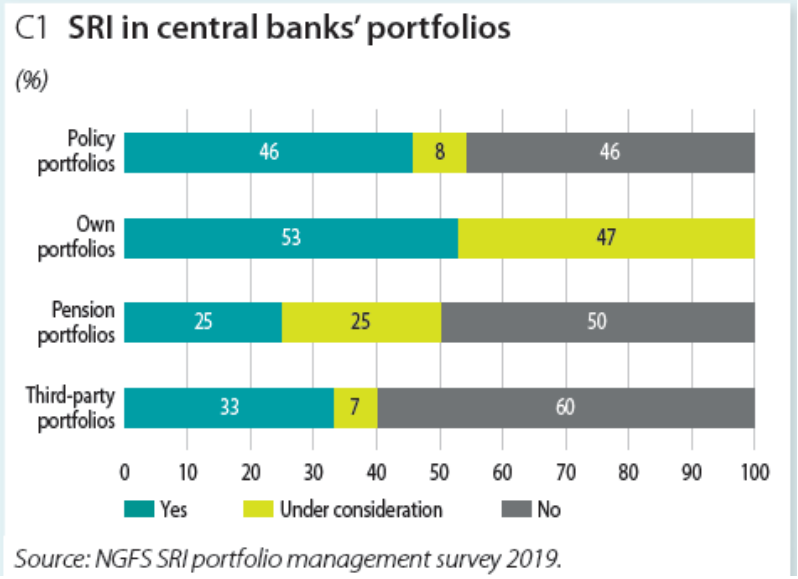
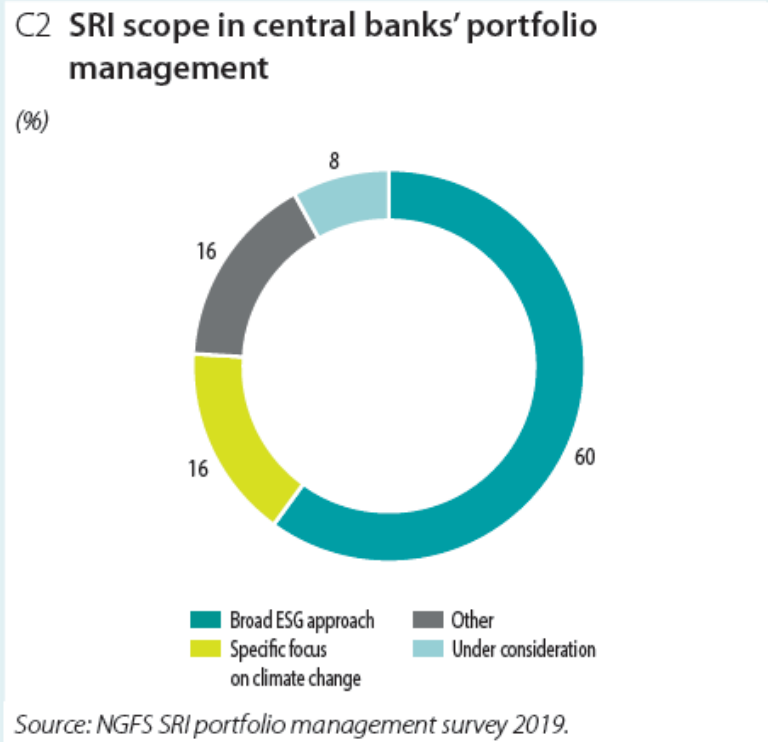


FIG. 2 – ESG o focus sul clima



Come per le altre istituzioni finanziarie, anche per le banche centrali la considerazione dei fattori ambientali può essere vista sotto due direzioni. Da un lato, c'è il controllo dei rischi, fisici e di transizione, presenti negli investimenti delle proprie risorse finanziarie. Dall'altro, c'è la considerazione dell'impatto ambientale degli investimenti, misurato ad esempio dalla intensità delle emissioni di gas serra da parte dei soggetti emittenti degli strumenti di investimento (azioni o titoli di debito): per una impresa, il volume delle emissioni può essere rapportato ad un indicatore delle dimensioni aziendali (ad esempio i ricavi), per un titolo del debito pubblico tale volume può essere misurato pro-capite o in rapporto al PIL del paese emittente.

Tra le possibili strategie di investimento, quella più utilizzata è l'approccio *negative screening*: l'esclusione di emittenti che operano in settori controversi (ad esempio armamenti o produzioni particolarmente inquinanti) contribuisce alla reputazione delle banche centrali. Queste sottolineano, nelle risposte alla *NGFS survey*, che il controllo del rischio reputazionale è una motivazione importante alla base della loro strategia di investimento sostenibile, soprattutto laddove le banche centrali stesse richiedano agli intermediari vigilati il controllo dei rischi ambientali e la considerazione dei fattori ESG. Un altro strumento frequentemente utilizzato è l'investimento in *green bonds*. Meno usato è l'approccio *best-in-class* (selezione delle società più virtuose in un settore) che implica una forte dipendenza dagli indici e ESG-*scores* elaborati da società esterne.

3.3 La "svolta verde" della Banca d'Italia

Nel maggio 2019, la Banca d'Italia ha annunciato l'introduzione di criteri di sostenibilità nella sua strategia di investimento dei fondi propri (*own portfolio*), in particolare per gli investimenti in azioni emesse da società dell'area euro (inclusa l'Italia): si tratta di 8 miliardi (il 6% degli investimenti finanziari in euro della BI) investiti in circa 140 società quotate.[23] L'inclusione di criteri ESG si innesta su un approccio preesistente che risponde ai principi di diversificazione e di *market neutrality*. Per l'investimento in azioni italiane, la BI segue un approccio di replica passiva, investendo in tutte le società dell'indice di mercato selezionato, escludendo gli emittenti del settore finanziario e dei media per evidenti ragioni istituzionali. Per l'area euro si segue un approccio di replica campionaria, investendo in un sottoinsieme delle azioni disponibili, al fine di ridurre i costi di transazione.

Le strategie di sostenibilità utilizzate sono due.

1) *Negative screening*: esclusione di società emittenti che operano in settori controversi, quali il tabacco e la produzione di armi.

2) *Best in class*: le società che presentano migliori *ESG-scores* vengono sovra-pesate nel paniere di investimento, rispetto all'indice azionario utilizzato in precendenza.

La BI stima che, in seguito all'adozione dei nuovi criteri ESG, i portafogli azionari della banca migliorino significativamente la loro "impronta ambientale", grazie ad una riduzione delle emissioni totali di gas serra (-23%) e dei consumi di energia (-30%) e di acqua (-17%). Effetti positivi, seppure meno rilevanti, sono attesi anche sotto i profili sociali e di *governance*.

L'iniziativa della Banca d'Italia si inserisce in una tendenza che ha visto analoghe azioni intraprese

[23] Si veda l'Informativa ESG: *Nella gestione dei propri investimenti finanziari la Banca d'Italia dà valore alla sostenibilità*, Banca d'Italia, maggio 2019.

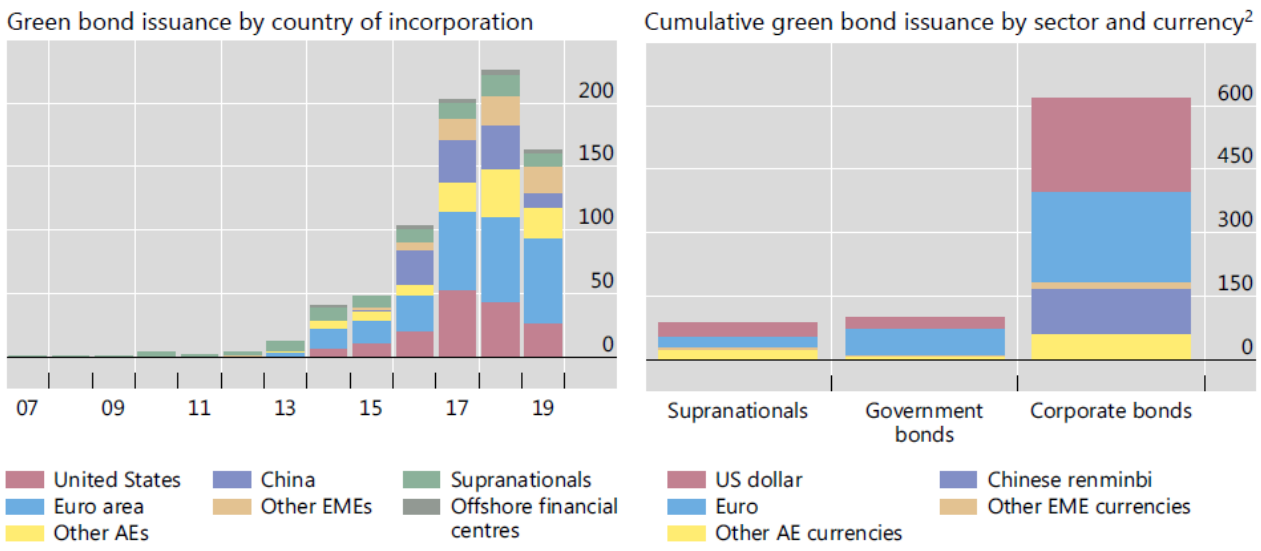
dalle banche centrali di altri paesi europei, quali: Francia, Olanda, Ungheria, Svizzera, Norvegia.[24]

3.4 Le iniziative della Banca dei Regolamenti Internazionali

La BRI ha analizzato la possibilità di introdurre la sostenibilità ambientale come obiettivo aggiuntivo nella gestione delle riserve in valuta estera delle banche centrali.[25] In particolare, si considera l'investimento in green bonds come possibile integrazione delle attuali politiche di investimento delle riserve. L'obiettivo della sostenibilità dovrebbe essere coerente con le altre già perseguite nella gestione delle riserve: liquidità, contenimento del rischio, redditività. La maggiore criticità emerge in relazione alla liquidità. Nonostante la rapida crescita del mercato dei green bonds negli anni più recenti (si veda la FIG. 3), lo stock di titoli in essere è tuttora piccolo rispetto ai titoli convenzionali: 750 miliardi di dollari di green bonds rispetto ai 120 trilioni di titoli convenzionali. Il bid-ask spread sul mercato dei green bonds è generalmente più alto rispetto a quello delle altre obbligazioni più liquide, come quelle governative, implicando maggiori costi di transazione sul mercato secondario.

Dal punto di vista del rischio vi è una maggiore convergenza, grazie al graduale miglioramento dei ratings delle emissioni di green bonds: nel 2019, il 65% delle emissioni ha avuto un rating elevato (maggiore di BBB+).

FIG. 3 - Il mercato mondiale dei *green bonds* (miliardi di dollari)



Fonte: BIS *Quarterly Review* 2019. Per il 2019 il dato è relativo al primo semestre.

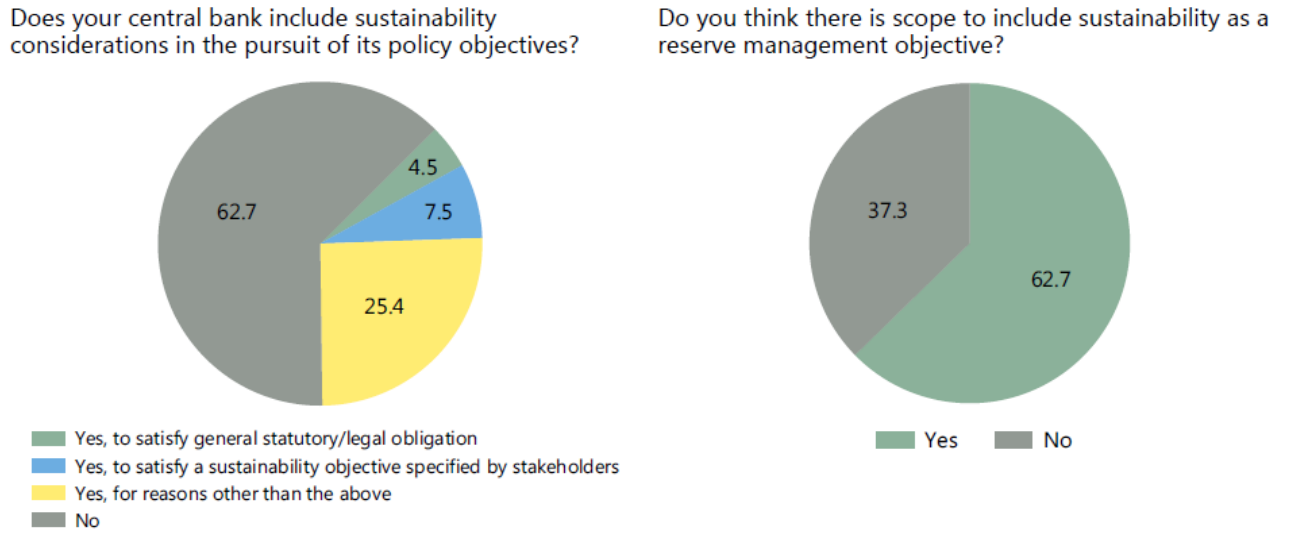
[24] Per maggiori informazioni su questi casi nazionali, si veda il già citato rapporto del NGFS: *A sustainable and responsible investment guide for central banks' portfolio management.*

[25] Si veda: Fender *et al.*, *Green bonds: the reserve management perspective*, BIS *Quarterly Review*, Settembre 2019.

Sotto il profilo del rendimento, l'evidenza è mista: sul mercato in dollari emerge un leggero premio di rendimento a favore dei green bond (*positive greenium*) mentre su quello in euro emerge il contrario (*negative greenium*)[26]. Tuttavia questi differenziali mostrano una tendenza a scomparire nel corso del tempo. Anche sotto il profilo del rendimento emerge quindi una convergenza tra green bonds e titoli convenzionali. Occorre poi considerare che l'inserimento dei green bond contribuisce alla diversificazione di portafoglio delle banche centrali, rispetto alla tradizionale politica di investimento focalizzata sui titoli governativi e sovra-nazionali. In prospettiva, una volta che il mercato avesse acquisito maggiore liquidità, si può quindi ritenere che i green bonds rappresentino un utile strumento per integrare la gestione delle riserve in valuta estera delle banche centrali nella direzione della sostenibilità ambientale. Questa conclusione risulta confermata dal sondaggio effettuato dalla BRI presso 67 responsabili della gestione delle riserve di banche centrali e istituzioni ufficiali: la maggioranza (63%) dichiara che la sostenibilità non è ancora un obiettivo di policy della propria istituzione, tuttavia una percentuale analoga ritiene che in prospettiva vi sia spazio per includere la sostenibilità tra gli obiettivi di gestione delle riserve (si veda la FIG. 4).

FIG. 4 – Sostenibilità e obiettivi delle banche centrali

Survey presso 67 responsabili della gestione delle riserve di banche centrali e istituzioni ufficiali (% delle risposte)



Fonte: BIS *Quarterly Review* 2019.

[26] Altri studi documentano l'esistenza di un *negative greenium*, che consente mediamente agli emittenti di pagare rendimenti inferiori sui green bonds rispetto ai titoli convenzionali. Si veda ad esempio: Ehlers e Packer, *Green bond finance and certification*, BIS *Quarterly Review*, Settembre 2017. Peraltro, uno studio della UE documenta come il *greenium* sia nettamente più elevato per gli emittenti corporate e sovra-nazionali rispetto agli emittenti finanziari (banche): per questi ultimi sembra più difficile segnalare il proprio impegno verso il finanziamento di progetti verdi; si veda Fatica *et al*., *The pricing of green bonds: are financial institutions special?*, JRC Working Paper 2019/7.

L'attività della BRI nel campo della finanza sostenibile non si è limitata all'analisi: essa ha investito anche la sfera operativa. Nel settembre 2019, la BRI ha lanciato un *green bond fund*: un fondo comune (denominato in dollari) riservato alle banche centrali, i cui proventi sono investiti in green bonds. La finalità è quella di agevolare l'investimento delle riserve delle banche centrali in green bonds, inserendo così la sostenibilità tra i criteri che guidano le loro strategie di gestione delle riserve. Il fondo investe in titoli classificati come green bonds in base agli standard internazionali: i *Green Bond Principles* della *International Capital Market Association* e il *Climate Bond Standard* elaborato dalla *Climate Bonds Initiative*. Vengono inclusi solo titoli con un *credit rating* pari almeno ad *A-*, affinché possano rientrare nei criteri di esposizione al rischio degli investitori istituzionali. Il green bond fund si aggiunge ai servizi finanziari già offerti dalla BRI, destinati unicamente alle banche centrali.

2. IL MERCATO DEI GREEN BONDS

Paola Bongini, Andrea Lippi, Laura Nieri♦

Dalla loro prima apparizione (2007) ad oggi, i green bonds hanno progressivamente attirato l'attenzione degli investitori, istituzionali e retail, degli emittenti, dei mercati, dell'accademia e degli organismi sovrannazionali e regolamentari che stanno tentando di stabilire un perimetro definitorio comune e condiviso al fine di evitare il fenomeno del greenwashing (verniciatura di verde).
Il presente contributo presenta una panoramica il più possibile completa del mercato dei green bonds, delle loro fattispecie, dei soggetti coinvolti ponendo l'attenzione su un tema decisamente importante: qual è il ritorno di un investimento in green bond? È identificabile il cosiddetto greenium, ossia una sistematica minore redditività dei green bond rispetto ai bond convenzionali? Il dibattito rimane, al momento, aperto.

Introduzione

Alla fine del 2007, un gruppo di fondi pensione svedesi intraprese l'idea di investire in progetti che avessero quale scopo il miglioramento delle condizioni climatiche del pianeta. La difficoltà principale era individuare progetti meritevoli di investimento nell'ottica non tanto e solo finanziaria ma di ottenerne un reale ritorno per la collettività. Decisero quindi di rivolgersi alla Banca Mondiale, la quale aveva progetti ambientali da finanziare, possedeva un track record come emittente di obbligazioni di alta qualità e la capacità di intervento istituzionale nei progetti. Fu così che nel 2008 si ebbe la prima emissione di green bond, un fenomeno che ha avuto negli anni un impatto crescente e per certi aspetti rivoluzionario nel mondo degli strumenti finanziari.

Ma cosa è un green bond (GB)? Quali caratteristiche precipue deve avere una emissione obbligazionaria per essere considerata "green"? Esiste una certificazione ufficiale di "*greenness*" che garantisca l'investitore di questa forma di investimento circa l'effettivo utilizzo delle somme raccolte in progetti ad impatto ambientale sostenibile?

In questo capitolo cercheremo di rispondere a queste domande, andando in particolare a delineare i trend del mercato di GB negli ultimi 5 anni, a illustrare le caratteristiche di emittenti e investitori di questa forma obbligazionaria e infine chiarendo alcuni aspetti peculiari del pricing di questi bonds.

1. Un problema definitorio

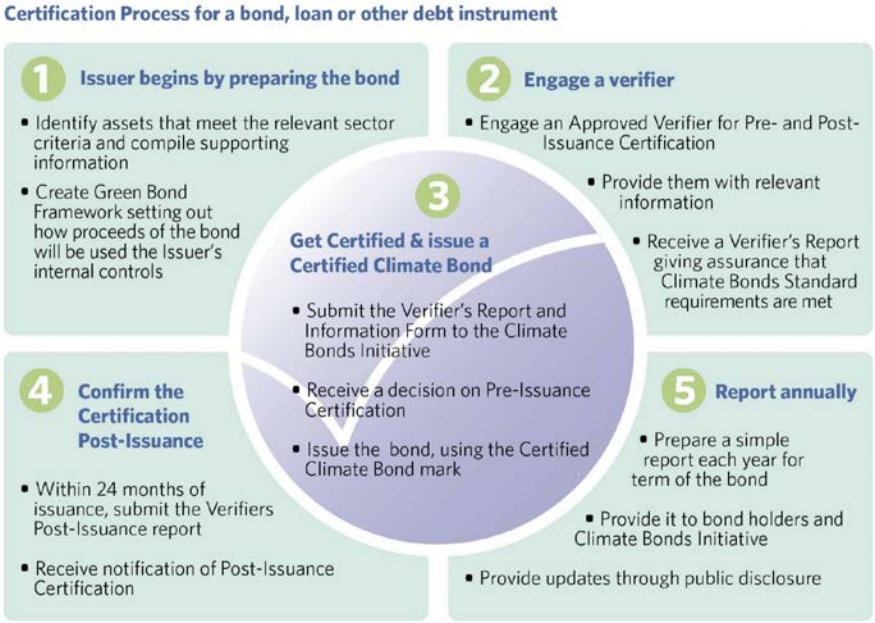
Ad oggi non esiste ancora una definizione comune e condivisa di green bond, anche se da tempo, soprattutto negli ultimi anni, sono stati definiti dei principi, ad adesione volontaria, che mirano a definire meglio i contorni del mondo green bond. Gli standard sono emanati da parte di soggetti pubblici (es. *Technical expert group on sustainable finance*- TEG) ovvero di operatori di mercato (es. International Capital Market Association – ICMA o Bloomberg) o di NGOs attive nell'ecosistema "sostenibilità" (es. Climate Bond Initiative).

Cronologicamente parlando, la prima fonte di riferimento, è quella del *Climate Bond Initiative*,

♦ Università di Milano-Bicocca; Università Cattolica sede di Piacenza; Università di Genova

organizzazione senza fini di lucro dedicata allo sviluppo di un mercato ampio e liquido di bond climatici attraverso l'offerta di servizi di market intelligence, di sviluppo di standard e servizi di certificazione e di supporto ai *policy makers* nella definizione delle loro politiche climatiche. A fine 2010 CBI lancia il primo Schema di *Climate Bond Standard and Certification*, che viene rivisto periodicamente (l'ultima versione è del 2019)[1] anche per tenere conto delle evoluzioni di altri standard come ad esempio i Green Bond Principles, che saranno di seguito descritti. Il processo di certificazione è sintetizzato in FIG. 1 e prevede che il potenziale emittente nomini un "*approved verifier*"[2], cui è affidato il compito di verificare che l'obbligazione soddisfi i requisiti stabiliti dallo stesso CBI (i CBI standards). Il processo di certificazione di un prestito obbligazionario inizia prima della sua emissione, consentendo all'emittente di utilizzare il marchio di certificazione CBI già durante i roadshows con gli investitori. Successivamente, l'emittente deve inviare al Consiglio di CBI un rapporto di emissione al fine di ottenere la conferma della certificazione (Post issuance certification). Annualmente l'emittente deve predisporre un report che dettagli le caratteristiche del bond da consegnare a CBI e divulgare al pubblico degli investitori e al mercato.

FIG. 1 – il processo di certificazione di CBI



fonte: https://www.climatebonds.net/certification/get-certified

Nell'ambito delle iniziative sviluppate dagli operatori di mercato, e forse per questo motivo la più seguita dagli asset managers, possiamo annoverare quella dei **Green Bond Principles**[3]

[1] https://www.climatebonds.net/standard

[2] Esempi di *approved verifier* sono le principali società di consulenza, come Deloitte, EY o PWC o società specializzate come Vigeo Eiris

[3] https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gdp/

(GBP) tracciati e aggiornati regolarmente dall'ICMA, a partire dal 2014. Lo scopo dei GBP è promuovere l'integrità e la trasparenza nello sviluppo del mercato dei green bonds. Secondo l'ICMA è definito green bond ogni tipo di strumento obbligazionario la cui provvista è destinata, in parte o totalmente, al finanziamento o rifinanziamento di nuovi o già esistenti progetti definibili green i quali siano allineati con i quattro principali componenti dei GBP.

Le quattro componenti fondamentali dei GBP sono:

1 l'utilizzo dei proventi;
2 il processo di selezione e valutazione dei progetti;
3 la gestione dei proventi;
4 il reporting.

I proventi derivanti dall'emissione di un green bond devono essere utilizzati per finanziare o rifinanziare progetti green, i quali devono essere adeguatamente descritti nel prospetto informativo di emissione. I GBP riconoscono alcune tematiche ascrivibili a progetti green quali la mitigazione dei cambiamenti climatici, l'adattamento ai cambiamenti del clima, la tutela delle risorse naturali, la conservazione della biodiversità e la prevenzione e il controllo dell'inquinamento.

Sul tema della valutazione e selezione dei progetti green, assume una importanza fondamentale la trasparenza che è demandata al prospetto informativo. Infatti, in esso gli investitori devono poter ritrovare in maniera chiara ed inequivocabile gli obiettivi di sostenibilità ambientale, il processo che ha permesso all'emittente di verificare l'aderenza del progetto da finanziare con le categorie di progetti definibili green come sopra riportato, i criteri che sono stati utilizzati nella selezione dei progetti. In tale ottica, i GBP invitano ogni emittente a considerare l'ingaggio di un valutatore esterno nel processo di valutazione del progetto green. La gestione dei proventi deve essere caratterizzata da un livello molto elevato di trasparenza. Le risorse dedicate ai progetti green non possono essere mescolate con altre e devono essere rintracciabili in maniera inequivocabile. Anche in questo caso, è suggerito l'intervento di un valutatore esterno sul processo di gestione delle risorse. Infine, l'emittente di green bonds deve rendicontare almeno su base annuale in maniera chiara e dettagliata circa i progetti che sono stati finanziati, dandone una breve ma incisiva descrizione e riportando anche le attività e i risultati che sono stati raggiunti.

I GBP suggeriscono agli emittenti di adottare indicatori qualitativi di performance e se possibile anche quantitativi quali ad esempio le emissioni di gas prodotte dall'eco-edilizia confrontate con quelle dell'edilizia convenzionale, il numero di persone che stanno utilizzando energia prodotta da fonti pulite, la riduzione di consumo di acqua e la riduzione del numero di auto a combustione.

Infine, è di recente stesura (giugno 2019) la prima bozza di documento da parte del TEG cui la Commissione Europea ha demandato la definizione di standard comuni per il mercato europeo (**EU Green Bond Standard (EU-GBS)**[4]. In particolare, mentre i principi stabiliti dall'ICMA riguardano il mondo dei green bonds in generale, questo secondo documento mira a stabilire standard specifici per poter identificare un EU-Green Bond. I due documenti presentano molte

[4] https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf

somiglianze. Un Eu Green bond è definito come ogni tipo di obbligazione o di strumento di debito quotato o non quotato emesso da un emittente europeo o internazionale che sia in linea con gli EU-GBS e che quindi rispetti i seguenti requisiti: l'emittente deve compilare un prospetto informativo che segue un'apposita struttura (Green Bond Framework) che dimostri l'allineamento del green bond con gli EU-GBS; i proventi derivanti dall'emissione di tali bond devono essere utilizzati esclusivamente per finanziare o rifinanziare, in parte o totalmente, progetti green; il rispetto degli EU-GBS deve essere verificato da un valutatore esterno. Anche gli EU-GBS identificano quattro componenti fondamentali che sono:

1 la definizione di progetto green;
2 il green bond framework;
3 la destinazione delle risorse e il reporting;
4 la verifica.

Con riferimento all'identificazione dei progetti green, sebbene siano evidenti le conferme di quanto indicato dai GBP, i GBS richiamo espressamente la *EU Taxonomy Regulation – The Enviromental Objectives*)[5] secondo la quale rientrano nei green projects interventi mirati agli adattamenti ai cambiamenti climatici, la mitigazione dei cambiamenti del clima, l'utilizzo sostenibile e la protezione dell'acqua e delle risorse marine, la transizione verso l'economia circolare, la prevenzione degli sprechi e il riciclo, il controllo e prevenzione dell'inquinamento e la protezione degli ecosistemi. Il Green Bond Framework è pensato per permettere all'investitore di comprendere il rispetto degli EU-GBS con il bond emesso. A tale scopo, gli emittenti dovranno indicare chiaramente (i) gli obiettivi ambientali che si vogliono centrare; (ii) il processo di selezione utilizzato per la scelta del progetto green e come tale scelta rispetti la tassonomia europea con l'indicazione anche della metodologia quali-quantitativa utilizzata cosicché possa essere verificata da un soggetto esterno (valutatore); (iii) una descrizione del progetto green che si vuole finanziare; (iv) la tracciabilità delle risorse destinate al progetto green; (v) le informazioni circa i metodi di misurazione degli effetti ottenibili e ottenuti dall'intervento green e (vi) una descrizione dell'attività di reporting (ad esempio frequenza e metriche utilizzate). Secondo gli EU-GBS gli emittenti devono produrre due distinti reports: uno relativo all'allocazione delle risorse e l'altro per i risultati ottenuti. Il primo, deve riportare una dichiarazione di allineamento con gli EU-GBS, uno spaccato delle somme destinate a ciascun green project a livello settoriale e, per finire, una indicazione sulla distribuzione geografica, a livello paese, dei progetti green finanziati. Il secondo, deve riportare una descrizione del progetto green finanziato, gli obiettivi ambientali perseguiti dal progetto green, un approfondimento sul progetto green con riferimento a cosa è stato finanziato (assets, spese in conto capitale etc..), la percentuale di progetto finanziata a seguito dell'emissione del bond e l'eventuale livello di rifinanziamento e, infine, le informazioni circa i risultati ottenuti dal progetto finanziato specificando le metriche che sono state utilizzate. Infine, un ruolo molto importante viene riconosciuto al verificatore esterno il quale ha: il compito di confermare, prima dell'emissione o al momento dell'emissione del bond la conformità dell'emissione con gli EU-GBS e con il green bond framework; il compito di verificare e certificare che le somme raccolte dall'emissione sono state

5 https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rephere1/2018/EN/com-2018-353-F1-EN-MAIN-PART.1.pdf

destinate secondo quanto indicato nei report prodotti dall'emittente.

Pluralità di strumenti green

Green bond è un'etichetta divenuta sempre più attraente per gli investitori soprattutto a seguito delle adesioni ecologiste che si stanno ampiamente diffondendo nel mondo intero. Tuttavia, l'International Capital Market Association (ICMA) si è impegnata nel classificare i green bonds in quattro categorie, ciascuna delle quali deve essere allineata con i GBP: *Standard green use of proceed bond; green revenue bond; green project bond; green securitised bond*.

Nella categoria delle ***Standard green use of proceed bond*** rientrano le obbligazioni che utilizzano i proventi in maniera tracciabile, in modo tale da poter risalire in modo dettagliato e preciso a tutti i movimenti eseguiti nel processo di finanziamento del progetto green. Il concetto di obbligazione standard risiede nel fatto che il sottoscrittore ha il potere di adire alle vie legali nei confronti dell'emittente, qualora questi, a scadenza, non sia in grado di restituire il capitale investito ("*recourse-to-the-issuer*"). I principali emittenti di tali strumenti sono enti sovrannazionali e grandi banche.

Le ***Green Revenue Bond*** sono obbligazioni che basano la loro capacità di rimborso sui flussi di cassa ottenibili dal progetto green finanziato ("*non-recourse-to-the-issuer*"). I principali emittenti di questi bonds risultano essere pubblici (Stato e enti locali).

Alla categoria dei ***Green Project Bonds*** appartengono le obbligazioni emesse nell'ambito della finanza di progetto a sostegno di progetti ambientali ed ecosostenibili su larga scala. Il sottoscrittore del bond presenta una esposizione diretta (e circoscritta) al rischio insito nel progetto da finanziare.

Infine, le emissioni ***Green Securitised Bonds*** sono ABS, covered bonds o titoli similari: i flussi finanziari derivanti dalle attività sottostanti cartolarizzate costituiscono la principale fonte di rimborso.

La lista degli strumenti ammissibili secondo CBI è un po' più ampia perché ricomprende, oltre alle 4 precedenti categorie, anche emissioni che caratterizzano il mercato tedesco (covered bonds e Schuldschein notes) o quello arabo (sukuk bonds) o ancora le obbligazioni convertibili (https://www.climatebonds.net/certification/types-of-bonds)

La facoltatività di adesione ai GBP e agli EU-GBS, nonché la classificazione sopra esposta, in assenza di una norma legislativa precisa, permette lo sviluppo del cosiddetto **"green washing"**: un fenomeno che spinge un emittente ad attribuire l'etichetta green ad un bond senza che vi sia una reale intenzione di intervento a favore dell'ambiente o di altri ambiti legati alla sostenibilità. Gli asset managers, in particolar modo, sono molto attenti a non incappare in tali titoli; per questo molte case di investimento si sono dotate di appositi uffici interni che hanno come unico scopo la lettura attenta dei prospetti informativi e l'analisi della reportistica. Da questo punto di vista lo sviluppo dei GBP e degli EU-GBS rappresenta un valido supporto all'attività di selezione dei green bond reali da inserire all'interno dei portafogli gestiti. Essere vittima di green washing per un asset manager rappresenta una perdita reputazionale che potrebbe essere difficile da riconquistare su un mercato che sempre più attento al tema della sostenibilità e alla tutela del nostro pianeta.

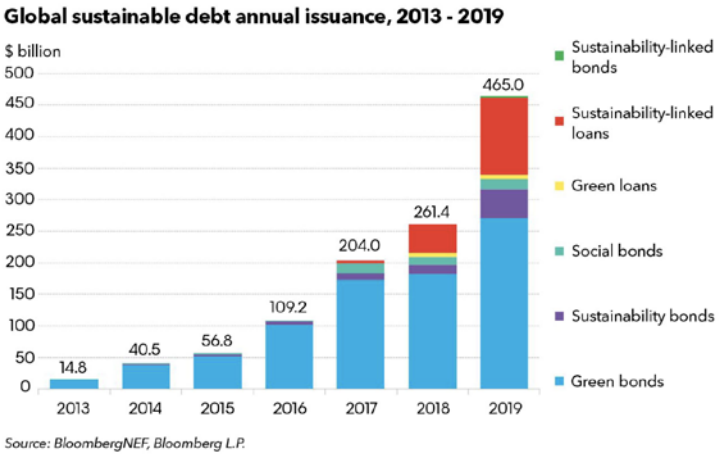
2. Il mercato dei green bonds

L'interesse per i green bond è documentato dall'andamento delle emissioni registrate negli ultimi anni, che hanno visto tassi di crescita decisamente importanti, pari al 51% tra il 2018 e il 2019 (CBI, 2020). Il valore delle emissioni nel 2019 è stata pari a 257,7 miliardi di USD che superano i 450 miliardi se si considerano anche gli altri strumenti di "debito sostenibile", quali i *green loans* o i *sustainability-linked loans* (BloombergNEF[6]). Al momento ruolo preponderante è giocato dai green bonds che continuano a rappresentare più del 50% del mercato del debito sostenibile, ma la tipologia di prestiti bancari sostenibili sta sperimentando i più alti tassi di crescita, forse a motivo di una ricerca di diversificazione dei prodotti ancorchè si tratti di mercato ancora giovane con poco più di 10 anni di vita (FIG. 2). Il volume di bond green in circolazione è pari a poco più di 800 miliardi di dollari, nel 2019, che si confronta una dimensione del mercato di bond convenzionali che nello stesso anno si aggira attorno ai 25 mila miliardi.

In questo paragrafo ci concentriamo sul prodotto green bonds, con l'obiettivo di delinearne i trend di mercato degli ultimi 5 anni.

Il fenomeno di forte crescita del segmento green bond appena descritto nella sua globalità non ha interessato in maniera omogenea i diversi Paesi, come mostra la FIG. 3 che presenta l'ammontare totale in miliardi di USD delle emissioni di green bond dal 2014 al 2019 per area geografica[7].

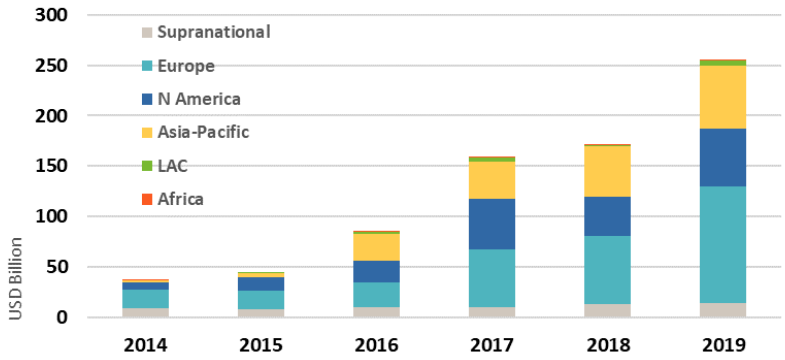
FIG. 2 - Le emissioni di debito sostenibile 2013-2019 (valori in mld USD)



[6] https://about.bnef.com/blog/sustainable-debt-sees-record-issuance-at-465bn-in-2019-up-78-from-2018/

[7] https://www.climatebonds.net/files/files/Market%20Blog_38_23012020_Final.pdf

FIG. 3 – Le emissioni di green bond nel mondo (valori in mld USD)



Fonte: Climate Bond Initiative (2020)

La prima osservazione che emerge è una crescita esponenziale a livello mondiale delle emissioni di green bond, sebbene con evidenti differenze. L'Asia e il Nord America risultano infatti essere abbondantemente superati dall'Europa, che da sempre appare più sensibile al tema green. Altresì risultano limitate le emissioni a livello sovranazionale, sostanzialmente invariate nel corso del tempo.

2.1. Gli emittenti e la destinazione dei proventi

Se le prime emissioni erano riconducibili essenzialmente a Banche di sviluppo[8] , nel corso del tempo cresce la quota di emissioni da parte di imprese non finanziarie e di intermediari finanziari, cui sono attribuibili anche gli strumenti "loans" (FIG. 4).

Nel corso del 2019, le società non finanziarie sono state tra i principali emittenti sul mercato green con circa un quarto delle emissioni totali, dato più che raddoppiato rispetto a quello dell'anno precedente. I principali emittenti corporate operano nel settore dell'energia e tra di essi spiccano società quali la francese Engie, la coreana LG Chem, la statunitense MidAmerican Energy e l'iberica EDP. In taluni casi si tratta di società "pure-play green", ossia operatori i cui ricavi derivano totalmente o prevalentemente da attività verdi volte a contrastare il cambiamento climatico e caratterizzate da un orientamento di business verso una bassa emissione di carbonio come ad esempio società produttrici di pannelli solari, turbine eoliche o infrastrutture per la ricarica di vetture elettriche. Meno diffuse anche se in aumento sono le emissioni di società operanti nei settori c.d. 'in transition' e cioè settori 'marroni' in transizione verso basse emissioni di carbonio.

La decisione di emettere passività green da parte delle società non finanziarie è motivata dalla possibilità di sfruttare alcuni potenziali vantaggi di natura finanziaria e non finanziaria. Per quanto concerne i vantaggi 'finanziari' essi derivano in primo luogo dalla crescente domanda da parte degli investitori di strumenti di investimento sostenibili; ciò rende possibile la diversificazione della base di potenziali sottoscrittori e il conseguente ampliamento e stabilizzazione delle fonti di finanziamento. In secondo luogo, si rileva che gli investitori green tendono ad attuare strategie di tipo 'buy and hold' che riducono la volatilità dei titoli sui mercati secondari. I vantaggi

[8] https://www.climatebonds.net/resources/reports/year-2015-green-bonds-final-report

di natura non finanziaria sono tipicamente di natura reputazionale: il ricorso ai green bond e le successive attività di rendicontazione consentono alle imprese di comunicare in modo credibile le proprie politiche e strategie di sostenibilità con riferimento ai temi ESG e ciò si riflette verosimilmente sulla percezione dei diversi stakeholder dell'impresa emittente.

A fronte di tali vantaggi gli emittenti devono sostenere costi aggiuntivi dovuti principalmente alla certificazione e all'attività di rendicontazione. Si tratta peraltro di costi che in parte beneficiano di economie di scala e che quindi costituiscono un incentivo al ricorso sistematico al mercato dei green bond e all'aumento dell'ammontare delle singole emissioni.

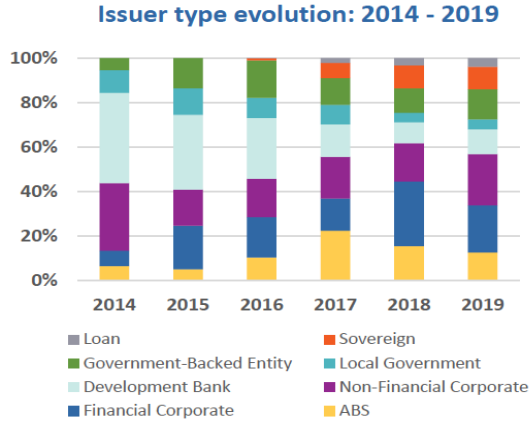
Tra gli intermediari finanziari, a cui si riferisce oltre il 20% degli strumenti green in circolazione, un ruolo di spicco è stato svolto nel periodo più recente dalle banche cinesi e francesi (rispettivamente ICBC e Industrial Bank, e Crédit Agricole e BNP Paribas). A queste istituzioni finanziarie stanno iniziando ad affiancarsi anche banche islamiche, come la Islamic Development Bank, che emettono i cd green sukuk ossia strumenti finanziari *Shari'ah compliant.*

I proventi ottenuti dalle banche attraverso l'emissione di obbligazioni green vengono utilizzati perlopiù per programmi di finanziamento di immobili a basso consumo energetico ovvero per finanziare progetti sostenibili nell'ambito di settori specifici tra cui il settore agricolo, il settore sanitario - e in particolare il segmento legato all'invecchiamento della popolazione - e al settore energetico.

Il ruolo delle diverse tipologie di emittenti risulta tuttavia differenziato in funzione dell'area geografica di residenza dell'emittente (FIG. 5): nel 2019, giocano un ruolo preponderante gli emittenti sovrani e bancari rispettivamente nei paesi dell'America latina e dell'Africa; le ABS (grazie al forte coinvolgimento della agenzia governativa Fannie Mae) rappresentano la maggioranza delle emissioni in Nord America; l'Europa e i paesi asiatici si caratterizzano per una adeguata diversificazione delle tipologie di emittenti; nel caso dell'Europa questa ampia diversificazione degli emittenti rappresenta una caratteristica strutturale dell'area rispetto alle altre regioni geografiche, dove al contrario si evidenziano cambiamenti annuali più pronunciati nella composizione degli emittenti.

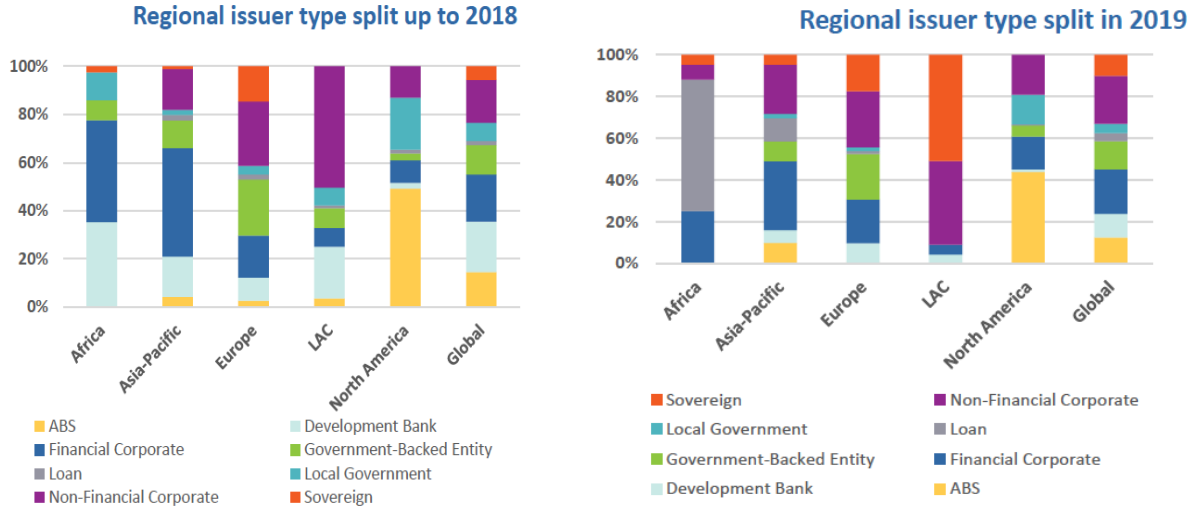
Al netto delle variazioni annuali, tanto più significative quanto più i mercati finanziari sono meno sviluppati (come nel caso dell'Africa o dei paesi dell'America Latina), alcune caratteristiche strutturali possono essere messe in evidenza, quali l'elevata quota di ABS negli USA o l'importanza relativa delle emissioni riconducibili a stati sovrani (government-backed entity) nei paesi europei, nei quali si riscontra un forte coinvolgimento della componente pubblica nel finanziamento dell'economia .

FIG. 4 – Le emissioni per tipologia di emittente



Fonte: Climate Bond Initiative (2020)

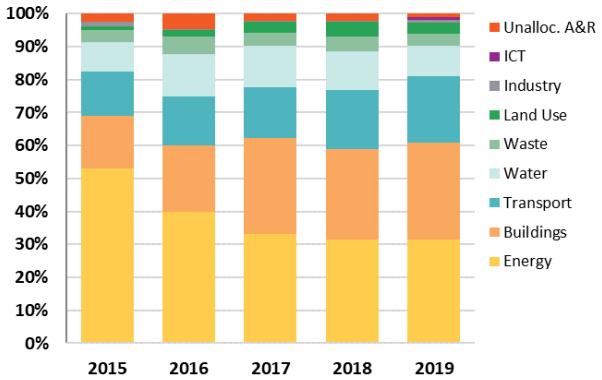
FIG. 5 - Le emissioni per tipologia di emittente e area geografica



Fonte: Climate Bond Initiative (2020)

Interessante è anche andare a guadare alla destinazione finale dei proventi, ovvero verso quali settori sono stati dirottati i capitali raccolti. La FIG. 6 evidenzia che il settore energy ha ricevuto progressivamente meno investimenti, passando da poco più del 50% della raccolta del 2015 al 30% del 2019. Una discesa assolutamente significativa che trova un contraltare nella realizzazione di bioedilizia e/o case ecosostenibili, un settore che riceveva all'incirca il 10% dei proventi raccolti nel 2015 ed è arrivato ad ottenerne il 30% nel 2019.

FIG. 6 – La destinazione dei proventi per settori



Fonte: Climate Bond Initiative (2020)

Contemporaneamente anche il settore dei trasporti ha avuto un graduale incremento dei proventi ricevuti passando da circa un 12% nel 2015 ad un 20% nel 2019. Sembrano invece ricevere finanziamenti a sequenza alternata i progetti legati allo sfruttamento sostenibile delle acque mentre risultano poco presenti progetti dedicati allo sfruttamento della terra e alla gestione dei rifiuti in ottica di sostenibilità ambientale.

2.2. I mercati secondari

L'ammontare delle emissioni dei green bond è sicuramente sostenuto da un costante e crescente interesse da parte di investitori istituzionali e privati sensibili ai temi dell'ambiente e della sostenibilità del vivere umano. Tale fenomeno non poteva lasciare indifferenti i mercati che si sono e si stanno attrezzando per accogliere nei loro listini i green bond. La successiva TAB. 2 riporta i nominativi dei mercati borsistici che si sono dotati di un segmento dedicato alla trattazione dei green bond, con la relativa data di avvio delle negoziazioni.

TAB. 2 – I segmenti borsistici dedicati ai green bond

Name of Stock Exchange	Type of Dedicated Section	Launch Date
Oslo Stock Exchange	Green bonds	January 2015
Stockholm Stock Exchange	Sustainable Bonds	June 2015
London Stock Exchange	Green bonds	July 2015
Shanghai Stock Exchange	Green bonds	March 2016
Mexico Stock Exchange	Green bonds	August 2016
Luxembourg Stock Exchange	Luxembourg Green Exchange	September 2016
Borsa Italiana	Green and Social Bonds	March 2017
Taipei Stock Exchange	Green bonds	May 2017
Johannesburg Stock Exchange	Green bonds	October 2017
Japan Exchange Group	Green and Social Bonds	January 2018
Vienna Exchange	Green and Social Bonds	March 2018
Nasdaq Helsinki	Sustainable Bonds	May 2018
Nasdaq Copenhagen	Sustainable Bonds	May 2018
Nasdaq Baltic	Sustainable Bonds	May 2018
The International Stock Exchange	Green bonds	November 2018
Frankfurt Stock Exchange	Green bonds	November 2018
Moscow Exchange	Sustainable Bonds	August 2019
Euronext	Green bonds	November 2019

Fonte: Climate bond initiative

E' osservabile come le prime borse attive in tale segmento siano partite nel 2015 e siano proprio i paesi del Nord Europa dai quali è partito il tema dei green bond (Oslo e Stoccolma) ai quali si aggiunge il London Stock Exchange. Borsa Italiana ha aperto il segmento relativo nel 2017 ma è la progressiva apertura di piattaforme di negoziazione in tutto il mondo (compresa Russia e Asia) che spinge a ritenere il fenomeno dei green bond oramai inarrestabile in termini dimensionali e di diffusione a livello planetario.

Circa il 65% del totale dei bond emessi nel 2019 risultava quotato sui mercati regolamentati; solo un 16% viene trattato nei mercati OTC; la parte restante non risultava quotata o priva di documentazione utile.

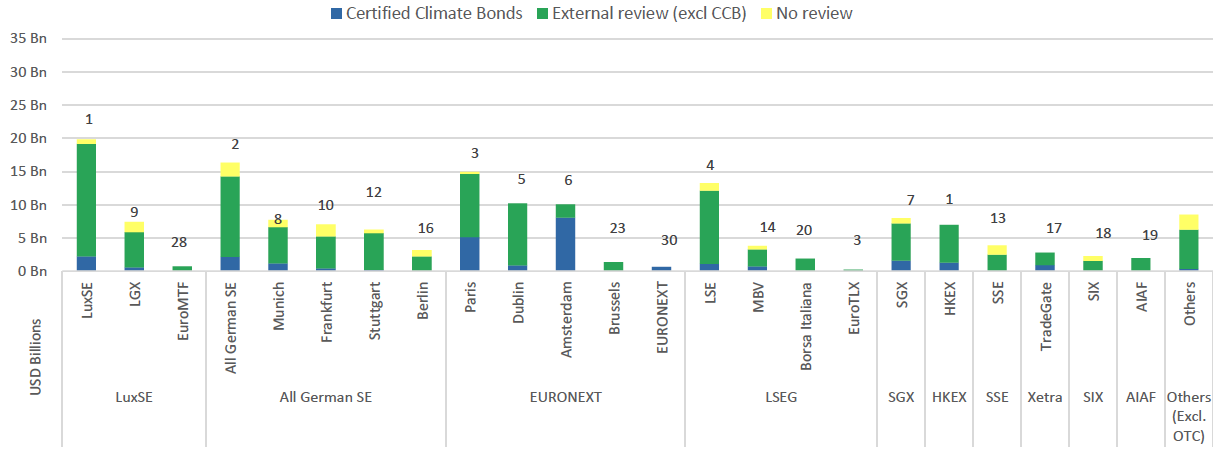
La FIG. 7 riporta una classifica, ad opera di Climate Bond Initiative (2020), delle borse europee per volumi di deal quotati nel corso del 2019. Borsa Italiana, pur rientrando nella *league table*, è ultima al ventesimo posto per volumi quotati.

In particolare, Borsa Italiana nel suo impegno sul fronte della trasparenza e completezza dell'informativa al pubblico degli investitori, anche in un'ottica ESG, mette a disposizione del mercato una serie di strumenti per facilitare il compito di identificazione e analisi dell'ecosistema sostenibile, quali: 1) indici ed analisi[9]; 2) settori di mercato dedicati ai green bonds; 3) elenco degli strumenti green e/o social in negoziazione sui mercati MOT ed ExtraMOT.

In merito a quest'ultima iniziativa in particolare, a partire da marzo 2017, Borsa Italiana ha deciso di offrire agli investitori istituzionali e retail la possibilità di individuare gli strumenti i cui proventi vengono destinati al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura ambientale (appunto i green bonds) e/o sociale (c.d. "social bonds"). L'identificazione passa attraverso la certificazione iniziale di un soggetto terzo indipendente e il rinnovo, almeno annuale, dell'informativa riguardante l'utilizzo stesso dei proventi.

[9] https://qsd.ftserussell.com/Account/Login?ReturnUrl=%2f%3f_ga%3d1.183857955.443493969.1486722582&_ga=1.183857955.443493969.1486722582

FIG. 7 - Numero e volumi di deal quotati nelle principali borse europee - anno 2019



fonte: Climate Bond Initiative (2020)

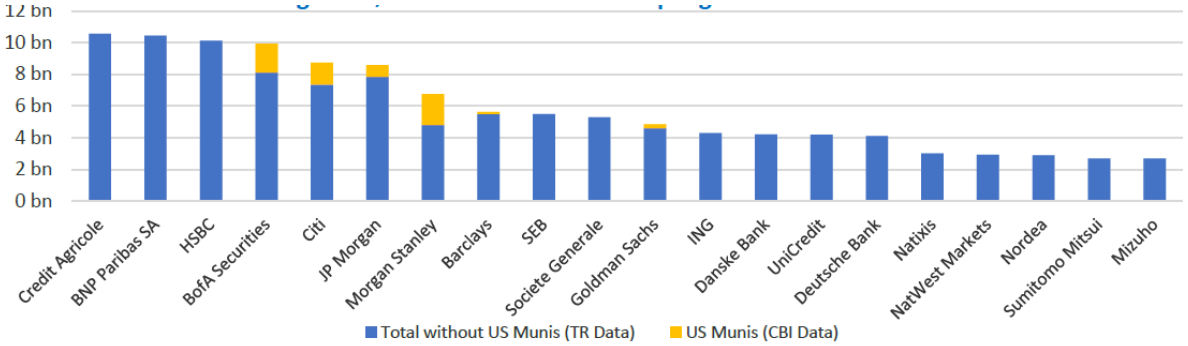
3. Gli investitori

La sostenuta crescita di emissioni green che si è riscontrata nel corso degli anni è trainata anche dal crescente interesse degli investitori istituzionali - fondi d'investimento, fondi pensione e compagnie assicurative - che in tal modo diversificano i loro portafogli e soddisfano la richiesta degli investitori retail di investimenti più responsabili.

In generale i green bond rappresentano un'opportunità per ottenere un rendimento non dissimile da quello dei bond ordinari – come verrà illustrato in un successivo paragrafo - e al tempo stesso per generare un impatto positivo sull'ambiente, mantenendo al contempo livelli di liquidità decisamente superiori a quelli di altre forme di impact investing, quali il private equity e i prestiti. Il profilo di rischio dei green bond è positivamente influenzato dal fatto che gli emittenti sono spesso società innovative e con politiche ambientali più sviluppate e pertanto meno esposte ai rischi Esg, in particolare da quelli legati ai cambiamenti climatici. Inoltre il rispetto dei già citati standard in termini di trasparenza, monitoraggio e rendicontazione a cui gli emittenti sono tenuti, da un lato, ha effetti virtuosi sulla loro struttura di governance interna e quindi sulla qualità complessiva del credito, e, dall'altro lato, costituisce per gli investitori un vantaggio informativo significativo.

Per tali ragioni un portafoglio di obbligazioni verdi si caratterizza nel lungo periodo per un profilo rischio/rendimento che risulta particolarmente appetibile per gli investitori istituzionali, tra cui le grandi banche di investimento francesi, americane e cinesi (FIG. 8). In aggiunta a ciò, la scelta di investire in un asset green da parte di un gestore, potrebbe derivare da un input da parte dell'asset owner attraverso un meccanismo di delega filantropica (Benabou e Tirole, 2010).

FIG. 8 – Principali sottoscrittori di Green Bond nel 2019



Fonte: CBI, Green Bond Market Survey, February 2019

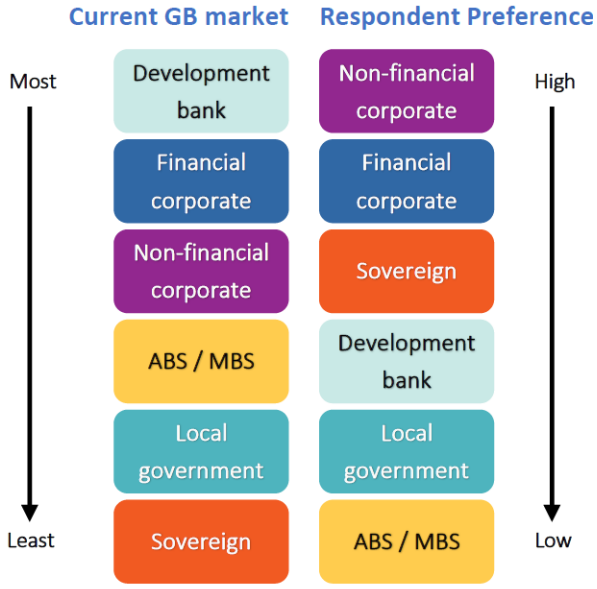
Da un'indagine condotta da Climate Bond Initiative tra gli asset manager europei[10] emerge che, nonostante il rapido sviluppo di questo mercato, la quota di attività green nei portafogli di strumenti a reddito fisso è ancora assolutamente marginale (intorno allo 0,5%, fonte CBI, 2019). Ciò è in parte ascrivibile a un eccesso di domanda rispetto all'offerta di strumenti che effettivamente siano in linea con gli standard a cui ciascun gestore decide di allinearsi nella selezione degli strumenti. Questa ipotesi è suffragata dal fatto che il peso dei green bond è più elevato nei portafogli degli asset manager dei paesi del Nord Europa, dove si concentra anche una elevata percentuale delle emissioni green e la sensibilità degli investitori retail per i temi ambientali è molto elevata; per contro risulta più bassa nel Regno Unito, dove le emissioni sono minori.

La percentuale dei fondi totali indirizzata al segmento dei green bond sembra diminuire all'aumentare del totale dei mezzi gestiti, suggerendo quindi il diffondersi di intermediari di nicchia specializzati in investimenti sostenibili. In questa fase del green investing, che potremmo definire ancora embrionale, convivono infatti sia operatori che hanno creato fondi o linee di gestione dedicate in modo specifico agli investimenti green sia operatori che pur non avendo prodotti specifici ricorrono agli investimenti sostenibili in fase di asset allocation.

In termini di tipologia di emittenti le preferenze degli asset manager vanno alle società non finanziarie e agli intermediari finanziari, seguiti dagli stati sovrani e dalle Banche di sviluppo (Fig. 9). Emerge tuttavia uno squilibrio tra tali preferenze e l'offerta di green bond da parte delle diverse tipologie di emittenti, come evidenziato dalla Fig. 9. Se le società non finanziarie risultano al primo posto nelle preferenze degli investitori, esse occupano solo il terzo posto in termini di quote di mercato segnalando un gap di offerta che risulta particolarmente accentuato anche per le emissioni sovrane. Al contrario le banche di sviluppo rappresentano una scelta non prioritaria per gli asset manager pur avendo al momento la quota di mercato più ampia in termini di emissioni. Accanto a questo squilibrio tra domanda e offerta, gli investitori segnalano anche una eccessiva concentrazione all'interno delle singole tipologie di emittenti, tale per cui in taluni casi risulta difficile conseguire una sufficiente diversificazione del portafoglio.

[10] "Green Bond European Investor Survey", CBI, 2019

FIG. 9 – Quote di mercato per tipologie di emittenti e preferenze degli asset manager

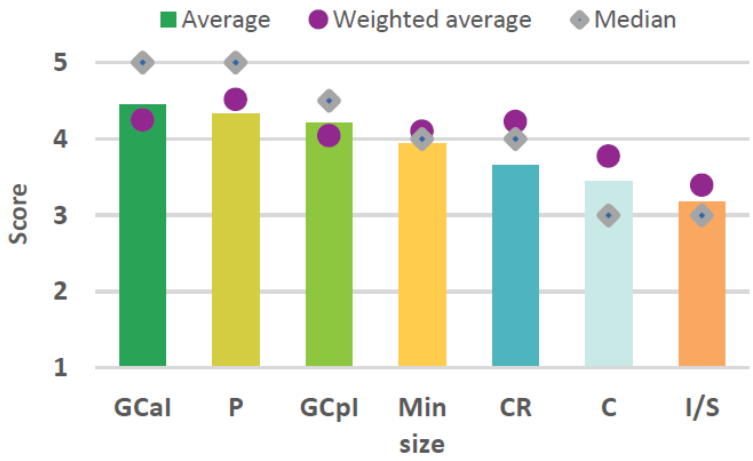


Fonte: "Green Bond European Investor Survey", CBI, 2019

Le decisioni di investimento in GB sono guidate da una molteplicità di fattori che rimandano, da un lato, alle caratteristiche di effettiva sostenibilità ambientale dell'emissione, come le 'credenziali green' al momento dell'emissione (*green credentials at issuance, GCaI*) e successivamente l'emissione (*post-issuance, GCpI*), e, dall'altro lato, alle caratteristiche finanziarie, in particolare il pricing del bond (P), la dimensione dell'emissione e la sua conseguente presunta liquidità (Min size), il rating assegnato al bond (CR), la valuta di denominazione (C), la tipologia dell'emittente e il settore economico di appartenenza (I/S). Sulla base dell'indagine svolta da CBI (2019) tra gli asset manager europei, il peso degli aspetti 'green' e di quelli finanziari tende complessivamente a essere equivalente e ciò coerentemente con la ricerca da parte dell'investitore di un bilanciamento tra gli obiettivi di sostenibilità e quelli di rendimento e rischio.

E' significativo al riguardo che gli investitori di maggiori dimensioni tendano ad attribuire maggiore importanza degli altri alle caratteristiche finanziarie e, per contro, quelli con minori masse in gestione guardino maggiormente ai criteri di sostenibilità (in FIG. 10 la media semplice è superiore a quella ponderata per entrambe le 'green credentials'). Questa evidenza, unitamente al dato precedentemente commentato sulla maggiore incidenza degli strumenti green nei portafogli dei gestori di più piccole dimensioni, sembra confermare la maggiore specializzazione di questi ultimi e il loro desiderio di selezionare prodotti autenticamente ecosostenibili. E in questo senso deve essere letta la forte richiesta da parte degli investitori per un'elevata trasparenza, definizioni più chiare, uso di standard internazionali e un''etichettatura' che permettano nel complesso di evitare episodi di greenwashing.

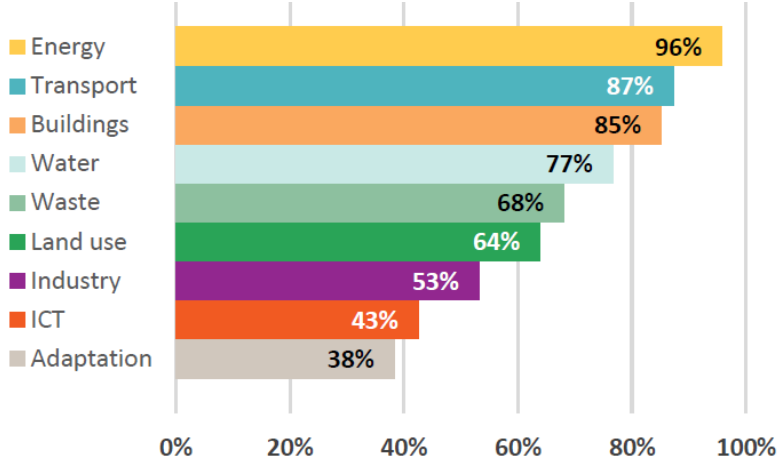
FIG. 10 – Criteri di scelta nell'acquisto di green bonds



Abbreviations:
GCaI = green credentials at issuance, P = pricing, GCpI = green credentials post-issuance, Min size = minimum size of issue/liquidity, CR = credit rating constraints, C = currency preferences, I/S = issuer/sector constraints

Fonte: "Green Bond European Investor Survey", CBI, 2019

Fig. 11 - Interesse degli asset manager per settori di destinazione dei proventi dei GB



Fonte: "Green Bond European Investor Survey", CBI, 2019

Tra gli standard previsti per l'accreditamento dei GB particolare attenzione ai fini delle decisioni di investimento è rivolta dagli investitori alla destinazione dei proventi che devono essere utilizzati per finanziare o rifinanziare progetti green. A questo riguardo le preferenze degli asset manager si distribuiscono tra una pluralità di settori/ambiti a cui i progetti fanno riferimento, in primis il settore dell'energia, dei trasporti e il settore immobiliare (FIG.11). Spesso vi è una

coincidenza tra il settore a cui i proventi dei GB sono destinati e quello a cui l'emittente appartiene, anche se in taluni casi – come ad esempio per le istituzioni finanziarie – si rileva una dissociazione. Le preferenze degli investitori costituiscono quindi un incentivo e una guida per gli intermediari finanziari nella scelta dei progetti cui indirizzare le risorse raccolte attraverso i green bond.

4. La redditività dell'investimento in green bonds

Qual è il ritorno dell'investimento in *green bonds*? Gli investitori sono eventualmente disposti a rinunciare ad una remunerazione del capitale adeguata e allineata alle alternative offerte dal mercato pur di perseguire obiettivi legati all'impatto ambientale dei progetti da finanziare? Nelle analisi e studi che circolano su questo segmento di mercato si sottolinea di volta in volta la presenza di rendimenti in linea con quelli offerti dal mercato obbligazionario convenzionale — ovvero di prezzi di emissione sopra la pari a motivo di una domanda di green che al momento supera di molto l'offerta di tali prodotti.

In effetti, il *pricing* delle obbligazioni green è uno dei temi maggiormente discussi sia tra gli accademici sia tra gli operatori di mercato con riferimento alla presenza (o meno) del cosiddetto *greenium*. Tale termine, che risulta dalla crasi tra *green* e *premium*, sta ad indicare il possibile minore rendimento – ossia un premio negativo - degli investimenti green rispetto a quelli convenzionali. Il minor rendimento finanziario potrebbe infatti essere giustificato dalla ricerca di obiettivi non finanziari e legati agli aspetti di sostenibilità ambientale.

D'altra parte, nell'ambito dei settori non finanziari si rileva che i prezzi dei prodotti e servizi green tendono ad essere più elevati di quelli "non green." Ciò è dovuto in parte ai maggiori costi legati alla produzione di beni sostenibili e in parte alle politiche di marketing delle imprese produttrici che utilizzano il prezzo più elevato come un segnale della qualità intrinseca del bene e sfruttano strategicamente la diversa sensibilità al prezzo dei segmenti di clientela interessati a effettuare acquisti sostenibili.

Ci si domanda pertanto se anche nel settore finanziario si rileva un comportamento analogo che si tradurrebbe per l'appunto in un premio negativo, come sembrerebbe emergere dai dati forniti da CBI, secondo la quale il premio si collocherebbe in una forchetta tra i -2 e i -6 bps.

A rigore di logica non sembrano tuttavia esserci motivazioni teoriche che giustifichino un diverso comportamento dei green bonds rispetto ai *brown bonds* (come in gergo vengono chiamate le obbligazioni convenzionali) in tema di pricing dell'investimento: sono le caratteristiche di scadenza, duration, cedola, rating e solidità dell'emittente, oltre alle condizioni macro del mercato (aspettative sui tassi, questioni geo-politiche) ad influenzare il prezzo di emissione/quotazione dei titoli obbligazionari, qualunque sia il loro colore (ossia l'utilizzo dei proventi). I *green bond* non presentano alcun *credit enhancement* né clausole di prelazione rispetto ai titoli obbligazionari a parità di classificazione e di emittente; al più impongono all'emittente il sostenimento di costi specifici (*third party review* e certificazioni), che tuttavia sono ritenuti di entità trascurabile rispetto alle dinamiche di mercato che tradizionalmente influenzano domanda e offerta e quindi non in grado di influenzare il rendimento complessivo di questi strumenti (CBI, 2019).

Come emerge dall'analisi che segue, allo stato attuale l'evidenza empirica non fornisce risultati univoci: non è chiaro, in altri termini, se il rendimento dei *green bonds* sia o meno in linea con quello dei *brown bond* con analoghe

caratteristiche. Tuttavia, l'assenza in questa fase di chiare indicazioni dipende anche dalla scarsità di dati e dalla difficoltà di comparare le due forme di investimento.

La TAB. 3 riassume i principali risultati dei più recenti studi condotti sul tema, che tengono conto anche dei GBP nella classificazione tra green e non-green bond.

La presenza di *greenium* può essere verificata con riferimento sia al mercato primario sia a quello secondario. Nel primo caso, il *greenium* consiste in una cedola più bassa o in un prezzo di emissione più elevato rispetto ai titoli convenzionali con analoghe caratteristiche, il che comporta un rendimento più basso per gli investitori in strumenti sostenibili e un costo del denaro più contenuto per gli emittenti green. Nel mercato secondario, la presenza di *greenium* si sostanzia in spread inferiori (calcolati con riferimento ad una curva di tassi risk-free) rispetto a bond convenzionali di pari duration, rating, emittente.

La maggior parte degli studi si concentra sul segmento primario e i risultati non sono univoci nel confermare la presenza del *greenium*. Baker et al. (2018) evidenziano come le obbligazioni green degli enti locali statunitensi (principali emittenti di obbligazioni green nel mercato USA) siano emesse, sul mercato primario, con un premio negativo di circa 7 pbs rispetto alle obbligazioni convenzionali di simili caratteristiche. Fatica et al. (2019) documentano un premio negativo per i *green bond* emessi da istituzioni sovrannazionali e corporate ma non per quelli emessi da istituzioni finanziarie. Lo studio condotto da Zerbib (2019) giunge invece a conclusioni opposte, ossia che è proprio il settore finanziario a beneficiare di un maggiore *greenium*, e pertanto a offrire rendimenti più bassi sui propri green bond. Infine, Lacker e Watts (2019), confrontando un ampio campione di green e brown bond emessi dallo stesso ente locale, nello stesso giorno e caratterizzati da identiche scadenze e rating, non trovano differenze tra le due tipologie di strumenti.

Gli studi che si concentrano sul secondario sono minoritari ma anche in questo caso non giungono a risultati univoci. Karpf e Mandel (2018) analizzano oltre 1.800 green bond emessi da enti locali statunitensi e dal confronto con un campione di 36.000 titoli convenzionali segnalano che il rendimento dei green bond è inferiore di 23 pbs rispetto a quello degli strumenti convenzionali, come evidenziato dalle rispettive curve di rendimento. Tuttavia, se nel confronto si tiene conto delle caratteristiche tecniche dei titoli, tra cui la qualità dell'emittente e struttura del bond, i green bond offrono un premio positivo e cioè un rendimento di 7,8 pbs superiore a quello di bond con caratteristiche del tutto simili ma non green. Ciò significa che, *ceteris paribus*, il mercato richiede agli emittenti di green bond rendimenti più elevati di quelli degli strumenti non green. Pertanto, anche quand'anche sul primario l'emittente fosse in grado di spuntare un prezzo più conveniente, sul secondario questa differenza si annullerebbe.

D'altra parte Hachenberg e Schiereck (2018), considerando un ampio campione di titoli 'investment grade' nel periodo 2015-2016, riscontrano l'esistenza di *greenium* in media piuttosto basso e pari a 1,18 pbs per la totalità dei green bond analizzati, la cui entità tuttavia varia in funzione del rating delle obbligazioni e della tipologia di emittente. In particolare titoli con rating A sono quelli che offrono un rendimento inferiore a quello degli strumenti convenzionali economicamente e statisticamente rilevante; al contrario i titoli con AAA offrono un rendimento di 0,45 pbs superiore.

Pertanto, il tema della redditività delle obbligazioni green, e del *greenium* in particolare, rimane un dibattito aperto.

TAB. 3 - I risultati degli studi empirici in tema di greenium

autori	Periodo sotto osservazione	Segmento di mercato	Obiettivi dello studio	Principali risultati
Baker et al (2018)	2010-2016	Mercato primario	Esistenza del greenium sulle emissioni di green bond di enti locali statunitensi rispetto ai corrispettivi brown	obbligazioni green di enti locali statunitensi sono emesse con un premio negativo di circa 7 bps rispetto alle obbligazioni convenzionali simili.
Hachenberg, Schiereck (2018)	Ottobre 2015- marzo 2016	Mercato secondario	Esistenza di differenziali di prezzo (i-spread giornaliero) tra un campione di bond green e campione comparabile di brown bonds	In media le differenze di rendimento tra green e brown bonds sono limitate (- 1 bp); esse sono più evidenti per la classe di rating A mentre le AAA scontano premi positivi rispetto ai bond. non-green
Karpf, Mandel (2018)	2010-2016	Mercato secondario	Confronto delle curve di rendimento dei bond emessi da enti locali statunitensi, sia brown che green	Le curve di rendimento dei green bond si collocano sotto le rispettive curve di brown bonds, con differenze di rendimento crescenti all'aumentare del tempo. Tuttavia, dopo aver tenuto in debito conto la qualità creditizia dell'emittente e le caratteristiche tecniche delle due classi di obbligazioni, i green bond fanno registrare un premio positivo di circa 7pbs
CBI (2019)	2019	Mercato primario	Identificare esistenza di un issue spread rispetto a curva dei rendimenti dei titoli in circolazione (sia brown sia green) come accade per i titoli brown	I 2/3 delle emissioni green si colloca sulla curva dei rendimenti dei titoli in circolazione; i green bonds che beneficiano di uno sconto all'emissione sono riferibili a emittenti sovranazionali
Fatica e al. (2019)	2007-2018	Mercato primario	Determinanti del rendimento all'emissione	Solo emittenti sovranazionali (con 80 bps) e corporates (20 bps) beneficiano del *greenium*; non così le emissioni di imprese finanziarie. Essere un emittente "seriale" di GB fa conseguire maggiori risparmi
Larcker, Watts (2019)	2013-2018	Mercato primario	Confronto di 640 emissioni Green and non-Green aventi medesima data di emissione, identica scadenza, rating ed emittente (US ente locale)	Differenza bagatellare del rendimento richiesto (0.45 bps). Nell'85% dei casi la differenza è zero. Non esiste un greenium e ciò non dipende da problemi di *green washing*
Zerbib (2019)	2013-2018	Mercato primario	Confronto tra oltre 1000 emissioni green e un campione di bond "sintetici" con medesime caratteristiche al netto dell'etichetta "green" e di un diverso grado di liquidità, che viene appositamente controllato	Greenium presente ma di entità limitata, circa -2 bps per l'intero campione. La differenza negativa è più pronunciata per le emissioni di istituzioni finanziarie e per le obbligazioni di minore qualità creditizia
Gatti, Florio (2020)	2007- 2015	Mercato primario	Determinanti dell' Issue Spread, distinguendo tra bond con second party review e bond che applicano i GBP	Gli spread all'emissione sono aumentati a seguito dell'introduzione dei GBP, ma al contempo è aumentata la platea di bond emessi con rating medio/basso (che potrebbe spiegare l'aumento non atteso); avere una second party review consente di ottenere risparmi in termini di issue spread.

Ulteriori indicazioni utili circa la redditività del mercato dei green bond possono essere tratte analizzando l'andamento dell'indice di riferimento, confrontato con il comparto dei bond convenzionali. Anche in questo caso i risultati del confronto sono fortemente influenzati da questioni metodologiche e cioè dalla tipologia di indici – e dei panieri di titoli cui essi si riferiscono - che si confrontano.

La FIG. 12 riporta l'andamento dell'S&P green bond index, compilato dal 2008 da S&P's selezionando i titoli green i cui emittenti abbiano fatto chiara disclosure circa l'utilizzo dei capitali raccolti o di cui sia stata verificata l'aderenza ai GBP e pertanto ricomprende titoli di emittenti che appartengono a settori e aree geografiche diverse.

FIG. 12 - S&P green bond index: rischio e rendimento

S&P green bond index		
Valore di Mercato ($ milioni)		600.260,43
N. di componenti		6227
Valore nominale ($milioni)		556.053,34
Cedola media ponderata		2,21%
Scadenza media ponderata		10,6 anni
YTM		1,27%
Rendimenti mensili	1 m	0,22%
	3 mesi	2,02%
Rendimenti annuali	3 anni	4,32%
	5 anni	2,21%
Rischio annualizzato	3 anni	3,82%
	5 anni	4,53%

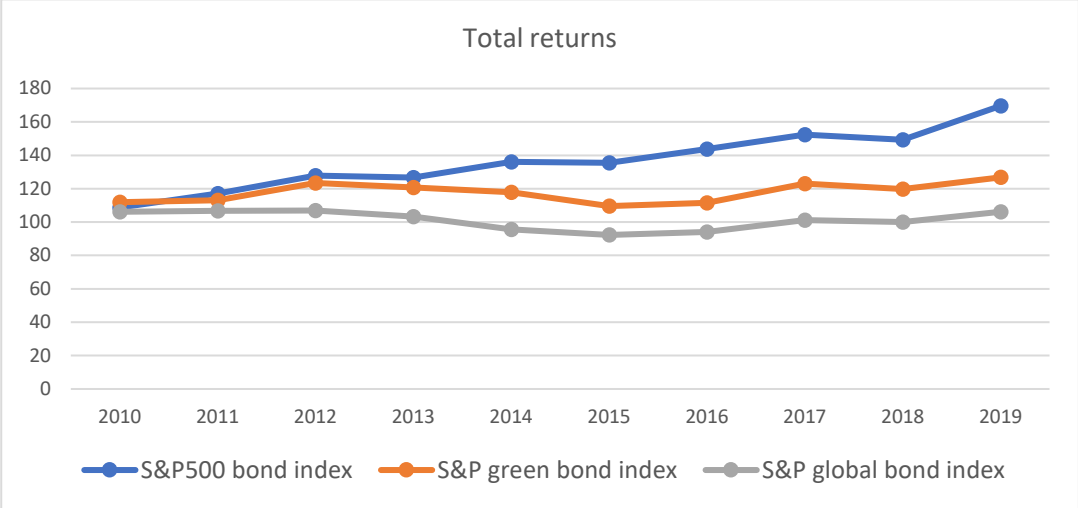
S&P green bond index										
performance annuali	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	11,86%	1,14%	9,15%	-2,23%	-2,31%	-7,10%	1,78%	10,30%	-2,62%	5,84%

Se confrontato con il comparto dei bond USA, rappresentato dall'indice S&P 500 bond index, il mercato dei green bond mostra una minore redditività e un maggior rischio[11], ma anche una limitata correlazione (0,67); al contrario, se confrontato con un portafoglio obbligazionario globale, comprensivo di titoli *sovereign* e *corporates investment grade* di economie sviluppate, ossia una composizione vicina a quella che caratterizza il comparto dei green bonds (e l'elevato coefficiente di correlazione tra i due indici, pari a 0,81, lo conferma), l'investimento in green bonds presenta un differenziale che si mantiene stabilmente attorno al 20% a partire dal 2012, a fronte di un analogo rischio annualizzato[12].

[11] Il rischio annualizzato a 3, 5 e 10 anni del S&P 500 bond index è stabile attorno al 3,6-3,7%

[12] Il rischio annualizzato a 3 e 5 anni del S&P 500 global bond index è pari rispettivamente al 3,71 e 4,76%

FIG. 13 - L'andamento dei comparti green, US e global bonds



nostre elaborazioni

5. Conclusioni

Le analisi che abbiamo sin qui svolto hanno mostrato come la definizione di green bond e per contro di strumenti convenzionali rappresenti l'elemento discriminante per poter trarre delle conclusioni in merito alla redditività (aggiustata per il rischio) del comparto green.

L'individuazione di criteri in base ai quali i progetti possano essere considerati "verdi" (ammissibili) rappresenta infatti al momento uno dei due temi caldi che caratterizzano questo comparto. Ad oggi, nonostante gli sforzi di istituzioni internazionali come l'ICMA o il TEG, non ci sono ancora regole accettate per la divulgazione dei dati ESG da parte di singole aziende né standard concordati di audit per verificare i dati segnalati. Ciò si riflette negativamente sulla possibilità di ampliare la platea degli investitori al di là degli istituzionali di grandi dimensioni in grado di investire risorse economiche e umane nello screening dei prospetti e dei report annuali degli emittenti di green bonds e quindi di discriminare tra progetti effettivamente sostenibili e mere pratiche di *green washing*. Ne consegue che la comunità degli operatori è destinataria di rapporti che di volta in volta prospettano le potenzialità del comparto o ne evidenziano le criticità (BNY Mellon, Insight Report)

Come evidenziato l'incertezza definitoria e metodologica influenza anche la valutazione della redditività di questa forma di investimento, sulla quale non c'è unanimità di vedute. La forte domanda di green bond, e più in generale di impact bond, rispetto all'attuale platea di offerenti e il basso livello dei tassi di interesse, che rende i bond convenzionali meno appetibili, può facilmente portare gli investitori a dover pagare un premio su questi bond. Tuttavia non sembrano esserci conferme di un sistematico impatto sul *pricing* di questa forma di debito, sebbene spesso le nuove emissioni siano sottoscritte in eccesso. Anche in questo caso, un'attenta analisi e selezione dei titoli sono fondamentali per garantire che il portafoglio possa raggiungere sia i suoi obiettivi finanziari, sia quelli non finanziari. Un reale investimento in attività e progetti sostenibili da parte delle imprese avrebbe effetti positivi in termini di minori rischi oltre che ambientali e sociali, anche di tipo legale e reputazionale, di migliore allocazione delle risorse (più concentrate sulle attività produttive che non sui sistemi di risk management), di maggiore tasso

di innovazione con ricadute sui vantaggi competitivi. Ne dovrebbe conseguire una maggiore performance dei titoli emessi da imprese seriamente green rispetto alle concorrenti "verniciate" di verde o per nulla attente ai temi ambientali.

In questo contesto le banche che ruolo giocano e possono giocare? Al momento sono i principali sottoscrittori di titoli green, visti come modalità di diversificazione del loro portafoglio e ancor più come risposta alla domanda di investimenti sostenibili da parte dei propri clienti.

Peraltro, anche la loro quota come emittenti non solo non è trascurabile, ma addirittura in crescita. In considerazione della forte domanda attuale di green bond, tali emissioni possono in effetti rappresentare una opportunità di reperimento di finanziamenti a medio-lungo termine in mercati che ancora sono restii a finanziare gli intermediari bancari. A condizione che la banca abbia una reputazione forte e che si impegni nell'erogazione di *green loans*, attivando in tal modo una sorta di circolo virtuoso, in base al quale una opportunità di raccolta si traduce in una opportunità di finanziamento per soggetti che applicano politiche sostenibili.

Bibliografia

Baker, M., Bergstresser, D., Serafeim, G., Wurgler, J. (2018), Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds. NBER working paper 25194

Benabou, R. e Tirole, J. (2010) Individual and Corporate Social Responsibility, Economica 77:1-19

Climate Bonds Initiative (2017), Green Bond Pricing in the Primary Market: Q2 2017

Climate Bond Initiative (2019) Green Bond Market Survey, February 2019

Climate Bond Initiative (2019), Green Bond European Investor Survey

Climate Bond Initiative (2020), Green Bond Market Survey, February 2020

Fatica, S., Panzica, R. e Rancan, M. (2019), The pricing of green bonds: are financial institutions special?, JRC working papers in Economics and Finance 7

Gatti e Florio (2020), Issue spread determinants in the green bond market: The role of second party reviews and of the Green Bond Principles, in Research Handbook of Finance and Sustainability, edited by Boubaker, Cumming e Nguyen, Edward Elgar Publishing

Hachenberg, B. e Schiereck, D. (2018), Are green bonds priced differently from conventional bonds?, Journal of Asset Management 19:371–383

Karpf e Mandel (2018), The changing value of the 'green' label on the US municipal bond market, Nature Climate Change, Vol 8: 161–165

Larcker, D.F. e Watts, E.M. (2019), Where's the Greenium?, Stanford Business School wp 3766

Zerbi, O.D. (2019), The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds, Journal of Banking and Finance 98: 39-60

3. PRODOTTI DI RISPARMIO GESTITO ESG

Gianluca Manca♦

L'appetito degli investitori per prodotti con contenuti riferibili alla sostenibilità è cresciuto in modo rilevante a seguito dell'importanza dedicata dai media nell'ultimo lustro. Tuttavia, i numeri che raccontano la crescita e l'esposizione complessiva del mercato europeo dei fondi di sostenibilità sembrano ancora contenuti se paragonati alla grandezza del mercato europeo dei fondi investibili. La maggior parte delle strategie applicate in prodotti attenti a tematiche ambientali e sociali riguarda per lo più approcci multi-settoriali, a scapito di fondi di tipo tematico. I fondi tematici focalizzati sulla parte ambientale costituiscono la seconda tipologia più diffusa, sia numericamente sia per masse gestite. L'esplosione di interesse planetario per i fondi passivi e gli ETF ha toccato anche gli investimenti sostenibili. Non vi è evidenza che gli investimenti in imprese "sostenibili" abbiano un rendimento superiore o inferiore rispetto a investimenti di tipo tradizionale. L'integrazione di fattori ESG all'interno dei modelli di business aziendale può aiutare a mitigare principalmente rischi di tipo operativo. Sebbene la finanza sostenibile spazi attraverso un ampio raggio di temi, la consapevolezza sui rischi derivanti da fattori climatici è cresciuta vistosamente di recente.

1. La sostenibilità, i media e la diffusione di massa

La sostenibilità è salita prepotentemente agli onori della cronaca in questo ultimo lustro.

Quello che l'opinione pubblica ha fatto proprio in questi pochi anni di grande *battage* mediatico è, probabilmente, una parte confusa del grande reame di significati con cui il concetto di sostenibilità è trasmesso.

Il pubblico in Italia ha certamente compreso che la plastica è un nemico da guardare con sospetto perchè in diversi modi può inquinare la nostra casa, il posto in cui viviamo. Al contempo, utilizzando lo stesso esempio, si può pensare che andrebbero probabilmente promossi anche messaggi meno perentori e più organici ed esplicativi sull'utilizzo stesso delle materie plastiche e della loro riconversione. Vieppiù, si legge da tempo in pubblicazioni specializzate di come le plastiche possano invece far parte di un sano percorso di economie circolari[1]. L'altro forte messaggio diffuso dai media riguarda le materie plastiche che soffocano i mari e che sono a più riprese oggetto di attenzione soprattutto per i risvolti sulle economie turistiche e riguarda con minore intensità gli effetti che hanno sulla catena alimentare e sulla salute.

Questa nuova e rinnovata ondata di comunicazioni sulla salute dell'ambiente ha avuto come silenziosa e parallela compagna di viaggio la programmazione del Piano d'azione europeo per la finanza sostenibile. Silenziosa perché principalmente curata ed osservata da addetti ai lavori e ancora poco evidenziata dalla stampa.

La forza degli effetti mediatici di questo fenomeno la si è riscontrata nello spazio dato alle notizie su eventi catastrofali[2] in diverse zone del globo (alluvioni, siccità, incendi) e ai rinomati "venerdì per il futuro" per cui milioni di studenti si sono

♦ EU Ecolabel, - Membro del Board

[1] Ellen Macarthur Foundation, The new plastics economy rethinking the future of plastics & catalysing action. 2017

[2] Con eventi naturali catastrofali si intendono solitamente eventi che hanno un impatto in termini di danni a persone e cose superiori a $ 1 miliardo

riversati nelle piazze scioperando da scuola. Va detto che i tentativi di organizzare e lanciare iniziative analoghe prive della componente di sciopero scolastico non hanno avuto altrettanto successo o non sono riuscite a partire.

L'indicazione semantica fornitaci dalla pubblicazione "Our Common Future" - prodotta dalla Commissione Bruntland ed edita dall'ONU nel 1987 - ci porta a pensare che la Sostenibilità sia una condizione da ricercare nelle comuni attività dell'uomo e nel suo pensiero in quanto prodotta da una scelta di responsabilità personale e collettiva: "lo sviluppo sostenibile è uno sviluppo che soddisfi i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri".

Leggendone la descrizione, appare immediatamente palese la complessità delle azioni necessarie ad interpretarne lo sviluppo pratico. Dal punto di vista prettamente concettuale la descrizione è invece di facile apprendibilità giacché propone un principio di altruismo intergenerazionale proteso a limitare gli eccessi di consumo e utilizzo delle risorse disponibili a livello locale e planetario.

Ma la Sostenibilità oggi contempla anche ricette di salvataggio dell'Ambiente oltre che delle sue risorse, e lo fa proponendo azioni di adattamento ai cambiamenti e di mitigazione degli effetti nocivi.

Invero, il riscaldamento del pianeta, che sia indotto o meno da cause antropogeniche (come acclarato dalla comunità scientifica[3]) sta avendo effetti significativi su economie, società e mercati.

2. Finanza e mercati

2.1 Evoluzione della consapevolezza nel tempo

In questo contesto, i mercati finanziari, così come le forze politiche, tendono a scontare effetti futuri in favore di preoccupazioni presenti. Oggi, le aspettative della comunità internazionale sono protese a comprendere se i mercati finanziari considerino con la giusta attenzione ed impegno i profondi effetti del cambiamento climatico; ciò al fine di ottenere quanto prima mercati regolamentati in base alle nuove esigenze del pianeta e della società. Il Nobel per la Pace di cui fu insignito l'IPCC[4] nel 2007 segnò un punto di svolta ed una pietra miliare nella storia dell'Umanità dando piena riconoscibilità a due decenni di studi scientifici e al lavoro di migliaia di scienziati provenienti da oltre cento paesi. Nei 13 anni da quel riconoscimento, i parametri che indicano i livelli di tossicità dell'aria che respiriamo e che causano effetto serra sono progrediti in modo altamente problematico e continuano a salire; a guisa di una sorta di cartina tornasole che

[3] L'epoca geologica attuale, in cui l'ambiente terrestre, nell'insieme delle sue caratteristiche fisiche, chimiche e biologiche, viene fortemente condizionato su scala sia locale sia globale dagli effetti dell'azione umana, con particolare riferimento all'aumento delle concentrazioni di CO_2 e CH_4 nell'atmosfera. Da molti anni geologi, esperti in stratigrafia, scienziati, climatologi, discutono su quale sia la data in cui l'Olocene, iniziato 11 mila anni fa, si sia concluso. Il termine Antropocene venne coniato già nel 2000 dal chimico olandese premio Nobel Paul Crutzen, mentre la data-simbolo del 16 luglio 1945 è frutto di una ricerca compiuta da un gruppo internazionale di studiosi facenti parte dell'Anthropocene Working Group

[4] L'IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change o Gruppo intergovernativo di esperti sul cambiamento climatico) è il principale organismo internazionale per la valutazione dei cambiamenti climatici. È stato istituito nel 1988 dalla World Meteorological Organization (WMO) e dall'United Nations Environment Program (UNEP) come uno sforzo da parte delle Nazioni Unite per fornire ai governi di tutto il mondo una chiara visione scientifica dello stato attuale delle conoscenze sul cambiamento climatico e sui suoi potenziali impatti ambientali e socio-economici.

ci ricorda quanto parlare, annunciare e pianificare non basti. Le risorse economiche e finanziarie necessarie alla preservazione degli elementi basilari della vita umana sono ingenti ma prospetticamente oltremodo redditizie. Per raggiungere gli obiettivi dell'Accordo di Parigi[5], l'Unione Europea ha bisogno di €180 miliardi all'anno di investimenti in efficienza energetica, energia rinnovabile e trasporti non inquinanti fino al 2030.

Nel mondo degli affari e della produzione di beni e servizi, le preoccupazioni per il cambiamento climatico sono passate dall'essere un tema di nicchia ad essere una questione centrale e strategica per manager, regolatori e investitori. Persino oggi, dopo 5 anni di grande esposizione mediatica dall'Accordo di Parigi, mentre il mondo istituzionale si adopera per essere pienamente coinvolto in questo processo, la maggior parte dei cittadini e consumatori sembra non avere conoscenze adeguate per poter partecipare attivamente e in modo efficace a questa transizione culturale e logistica. C'è sicuramente confusione tra chi non ha un profondo interesse ad informarsi ma altrettanta tra chi ha sete di informazioni e trova una pletora di fonti non necessariamente corrette, aggiornate o prioritarie. Ancora oggi è presente una corrente negazionista che cerca di spegnere le preoccupazioni sul deterioramento dell'ambiente in nome dello sviluppo economico, anche se pare evidente che l'esplosione di interesse nei mercati finanziari, oltre a far suscitare dubbi fortunatamente isolati di *greenwashing*[6] (oggi chiamato anche *rainbowwashing*, con riferimento ai colori dei Sustainable Development Goals[7]), ha certamente dato impulso e vigore alla partecipazione degli attori istituzionali nei tavoli di lavoro europei sulla definizione del Piano per lo Sviluppo Sostenibile[8]. Nonostante l'effetto parzialmente frenante della corrente negazionista, i lavori in Europa procedono abbastanza spediti rispetto al resto del mondo, probabilmente anche grazie ad una lieve e generalizzata consapevolezza che diventa sempre più diffusa e che riguarda l'idea di essere comunque esposti a potenziali e crescenti rischi. Per dirla con le parole di Fabrizio De Andrè nella Canzone del maggio: "se la paura di guardare vi ha fatto chinare il mento... siete lo stesso coinvolti".

Ed è il continuo riproporsi di preoccupanti dati sulla salute che spinge l'opinione pubblica ad occuparsi di sostenibilità, poichè oggi i cittadini sentono di essere coinvolti in qualcosa che ancora non è interamente comprensibile ma che ha effetti certi statisticamente rilevanti. In Europa, infatti, le morti premature attribuibili all'esposizione al particolato sottile PM2,5,

[5] Alla conferenza sul clima di Parigi (COP21) del dicembre 2015, 195 paesi hanno adottato il primo accordo universale e giuridicamente vincolante sul clima mondiale. L'accordo definisce un piano d'azione globale, inteso a rimettere il mondo sulla buona strada per evitare cambiamenti climatici pericolosi limitando il riscaldamento globale ben al di sotto dei 2ºC.

[6] Il greenwashing è un neologismo indicante la strategia di comunicazione di certe imprese, organizzazioni o istituzioni politiche finalizzata a costruire un'immagine di sé ingannevolmente positiva sotto il profilo dell'impatto ambientale.

[7] Il 25 settembre 2015, l'Assemblea Generale delle Nazioni Unite ha adottato l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile nella quale si delineano le direttrici delle attività per i successivi 15 anni. I Sustainable Development Goals che compongono l'Agenda 2030 rappresentano il piano di azione globale per sradicare la povertà, proteggere il pianeta e garantire la prosperità per tutti.

[8] il Consiglio Europeo evidenzia l'importanza centrale dello sviluppo sostenibile per l'Unione europea e sottolinea che è nell'interesse dell'UE continuare a svolgere un ruolo di primo piano nell'attuazione dell'Agenda 2030 e dei suoi 17 Sustainable Development Goals.

all'ozono e al biossido di azoto ammontano a 524.000 all'anno di cui 84.400 solo in Italia[9].

2.2 Il ruolo dei mercati finanziari

In questo desolante contesto, può il mondo finanziario fare la differenza? Se una massa critica di attori nei mercati finanziari crede che società ben gestite debbano occuparsi della propria vulnerabilità a qualsiasi tipo di rischio climatico, le valutazioni delle società che lo fanno in modo credibile ne beneficeranno e faranno trattare i titoli quotati delle stesse società con multipli di mercato più elevati[10].

La finanza è oggi una parte integrante di qualsiasi azione umana. Si fa finanza quando si decide di risparmiare per comprare casa, quando si sceglie un lavoro su un altro perché meno rischioso o più remunerativo o quando si decide un corso di studi che potrebbe migliorare le prospettive di lavoro. La finanza, se agisce positivamente può fungere da catalizzatore per innescare decisioni a livello globale che si determinano a livello locale, salvaguardando ricchezza, benessere e salute. Oggi siamo inesorabilmente entrati in un periodo critico che stabilirà il passo per le future politiche a livello globale nel mondo economico e finanziario.

L'interesse della finanza per i temi della sostenibilità ha radici antiche che un tempo si ravvisavano quasi esclusivamente in aspetti di tipo Sociale. Quaccheri e Metodisti, che per motivi religiosi nel nuovo mondo desideravano non investire in compagnie di trasporto che utilizzassero o trasportassero schiavi dall'Africa, hanno rappresentato un primo esempio di quello che in inglese viene chiamato n*egative screening* ovvero l'eliminazione dagli investimenti di società o settori che appartengono a un universo indesiderato per motivi etici o morali. Anche le iniziative di fondi iconici come il Pax World Fund, che nel 1971 lanciò il primo fondo di investimento "socialmente responsabile" con una forte impronta anti bellica riguardo alla guerra in Vietman, hanno rappresentato degli esempi poi seguiti nel tempo in modo disomogeneo su scala planetaria.

Gli investimenti "socialmente" responsabili, così riconoscibili, hanno attraversato qualche decade caratterizzando la finanza "etica" di aspetti sociali (condizioni di lavoro, schiavitù, lavoro minorile, etc) più che ambientali. Con l'esplosione del fenomeno divulgativo An Inconvenient Truth interpretato da Al Gore[11] nel 2006, il mondo intero ha per la prima volta acceso i riflettori mediatici sul cambiamento del clima e sui devastanti effetti che ha sulla natura e le economie.

2.3 L'incipit degli investitori istituzionali

Gli investitori istituzionali, principalmente i fondi pensione e i grandi ri-assicuratori, sono stati il primo motore della ricerca di soluzioni di sostenibilità per gli investimenti e di integrazione di princìpi non solo di esclusione. Il motivo è ravvisabile nella massa critica delle sostanze in gestione e nella necessità di investire quelle sostanze non solo in strumenti finanziari emessi da società quotate ma in progetti di economia reale (impianti di produzione di beni e servizi, terre coltivabili, ecc.). Ciò, nel caso dei fondi, per

[9] Agenzia Europea per l'Ambiente. https://www.eea.europa.eu/it/pressroom/newsreleases/molti-cittadini-europei-sono-ancora/morti-premature-attribuibili-allinquinamento-atmosferico

[10] I multipli di mercato sono rapporti tra i prezzi di mercato (quotazioni) di uno strumento azionario e una data grandezza di bilancio

[11] Una scomoda verità (*An Inconvenient Truth*) è un film-documentario sul problema mondiale del riscaldamento globale, diretto da Davis Guggenheim, e avente quale protagonista l'ex vicepresidente degli Stati Uniti d'America, Al Gore. Si basa in larga parte su una presentazione multimediale Keynote creata da Gore e da lui utilizzata per molti anni durante la sua campagna di informazione sui cambiamenti climatici.

rispondere alle esigenze di vera sostenibilità nel lungo termine a beneficio degli aderenti alle forme previdenziali collettive che, notoriamente, maturano le proprie quote di fondo per lunghi periodi. Nel caso dei ri-assicuratori, ha imperato la necessità di tracciare una mappa dei rischi ambientali e della loro incidenza sulle attività produttive e le economie al fine di organizzare una struttura adeguata di premi e riserve.

L'esigenza di investire in terre e progetti in zone remote, e per il lungo periodo, ha costretto i grandi investitori istituzionali a considerare il susseguirsi di calamità climatiche come fattori non più casuali delle pratiche di investimento. Questa chiamata ad un nuovo approccio di analisi finanziaria ha investito in primis gli asset manager, che materialmente hanno in gestione i patrimoni di quegli attori. In seguito, i gestori hanno coinvolto le società di brokeraggio che notoriamente costruiscono profili di rischio/rendimento degli strumenti quotati dandogli un valore di riferimento (target price). A metà degli anni 2000, le grandi società di brokeraggio si sono perciò affiancate alle boutique che sono fiorite dalla fine degli anni 90 per fornire servizi e informazioni rilevanti in tema etico e sostenibile.

2.4 ESG, chi era costei

È con l'avvento della pubblicazione prodotta nel 2006 dall'Asset Management Working Group di UNEPFI[12] *Show Me The Money; Linking Environmental Social and Governance issue to company value*[13] che il mondo della finanza decide di dare un nome, anzi un acronimo, alle pratiche di sostenibilità in finanza: ESG, così richiamando i tre elementi centrati dal titolo. Qui, la provenienza della E e della S risulta facilmente intuibile.

L'introduzione dell'analisi di criteri di Governo aziendale a fini di sostenibilità avviene proprio sui tavoli di lavoro dell'Asset Management Working Group nel 2004. Nasce, infatti, dalla considerazione che non ci fosse alcuna pianificazione successoria per le pratiche di sostenibilità all'interno della maggior parte delle società quotate, e ancora meno un indice di correlazione tra questo tipo di attività e il sistema di remunerazione dei consigli di amministrazione oltre che delle prime linee di management.

È con la pubblicazione UNEP *The Materiality of Climate Change*[14] del 2009 che l'ONU sdogana e, in qualche modo, svela definitivamente il costituendo legame tra clima e finanza. Mentre il Governo aziendale, visto in chiave di sostenibilità, trova la sua prima interpretazione applicativa nella pubblicazione UNEP *Integrated Governance A New Model Of Governance for Sustainability*[15]nel 2014.

2.5 I mercati europei e globali oggi

L'appetito degli investitori per prodotti con contenuti riferibili alla sostenibilità è cresciuto in modo pressoché costante (FIG. 1). I numeri che raccontano la crescita e l'esposizione complessiva del mercato europeo dei fondi cosiddetti ESG sembrano ancora molto contenuti se paragonati alla grandezza del mercato europeo dei fondi investibili. Una tendenza attuale derivante dal fermento in corso a Bruxelles per la concertazione del *Piano d'Azione europeo per la crescita sostenibile* è la ricerca di responsabilità e

[12] United Nations Environment Programme Finance Initiative è una partnership globale tra il Programma Ambientale dell'ONU e le istituzioni finanziarie.

[13] La pubblicazione è scaricabile da https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/show_me_the_money.pdf

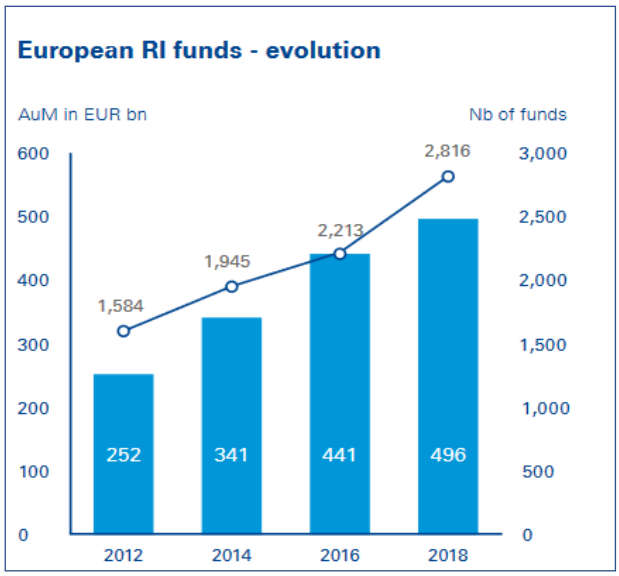
[14] La pubblicazione è scaricabile da https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/materiality3.pdf

[15] La pubblicazione è scaricabile da https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/UNEPFI_IntegratedGovernance.pdf

riconoscibilità delle pratiche di cui i fondi sono caratterizzati.

Come riportato da KPMG nella ricerca European Responsible Investing Fund market 2019[16], il mercato dei produttori di fondi, nel suo complesso, si è preso un momento di pausa nell'emissione di nuovi prodotti nell'attesa di maggiore chiarezza sull'evoluzione di regolamenti e direttive riguardanti fondi UCITS[17] e AIFM[18].

FIG. 1 - Evoluzione degli investimenti responsabili. I fondi



Fonte: European Responsible Investing Fund market 2019, KPMG

Da quando alcuni fondi sono stati lanciati con la "sostenibilità" incastrata nel nome del prodotto, i dati raccontano come l'industria sia maturata e abbia focalizzato la propria attenzione sui temi che oggi gli investitori e la società civile pongono al centro delle loro scelte, anticipando in parte gli effetti del regolatore. È apprezzabile, infatti, che i gestori stiano crescendo in trasparenza e accuratezza nel mostrare come criteri di tipo ambientale e sociale siano considerati nei processi decisionali per le scelte di investimento. I risultati più macroscopici di questo tipo di ricerca mostrano come i gestori di grande dimensione stiano procedendo in un percorso di integrazione di fattori di sostenibilità e riportino dati di grandi masse gestite con questi criteri. Al contempo, i venditori tendono a essere più zelanti nella spiegazione di come siano applicati i criteri ESG a diversi portafogli e sono meno propensi a chiamare "sostenibile" ogni prodotto nella loro batteria. Le maggiori sfide sembrano invece concentrarsi su come: a) dimostrare l'applicazione dei criteri ESG ai processi di investimento, b) misurare l'impatto dei portafogli nelle economie a cui si riferiscono, c) utilizzare dati attendibili e significativi, d) verbalizzare e comunicare agli investitori con trasparenza.

Grazie al nuovo assetto regolamentare in fieri, gestori, venditori e distributori di fondi non avranno altra scelta che adeguarsi con concretezza per rispondere alla crescente fame di sostenibilità nei prodotti di investimento da parte degli investitori. Oggi, considerando la segmentazione dei dati di crescita, si conferma che la maggior parte delle strategie applicate nei fondi di sostenibilità riguarda per lo più approcci

[16] La pubblicazione è scaricabile da https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/lu/pdf/lu-en-European%20Responsible%20Investment%20Fund-2019.pdf

[17] Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities. Attraverso questo insieme di norme, l'Unione Europea ha aperto il mercato e ha dato agli investitori un grande ventaglio di opzioni di fondi, così come una protezione aggiuntiva**.** Prima di queste direttive era complicato investire in fondi domiciliati in altri stati membri a causa delle leggi sulle tassazioni locali. Inoltre, come se non bastassero le differenze da Stato a Stato, alcuni Paesi proibivano la possibilità di vendere fondi al di fuori dei confini nazionali

[18] Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) è un regolamento dell'Unione Europe ache si applica a hedge funds, fondi di private equity, e fondi immobiliari

multi settoriali a scapito di fondi di tipo tematico (FIGG. 2 e 3). Ciò a testimonianza del fatto che la preferenza del momento si concentri in prodotti che cercano di dare risposte di tipo generico su qualsiasi tipo di tema riguardante i canoni della sostenibilità.

FIG. 2 – Investimenti responsabili in n. di fondi

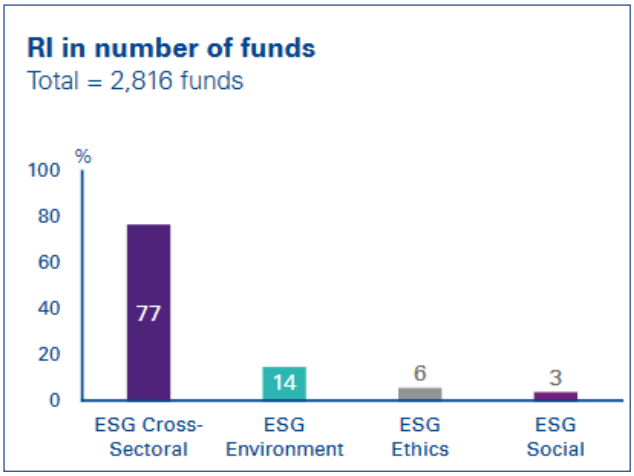
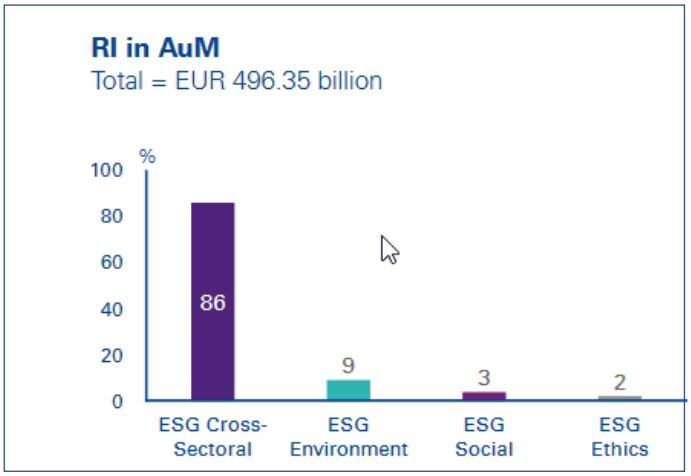


FIG. 3 – Investimenti responsabili in AUM[19]



Fonte: European Responsible Investing Fund market 2019, KPMG

FIG. 4 – Fondi tematici in n. fondi

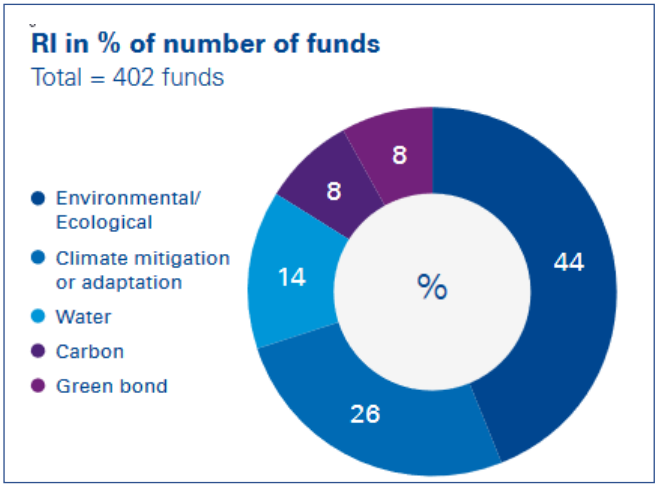
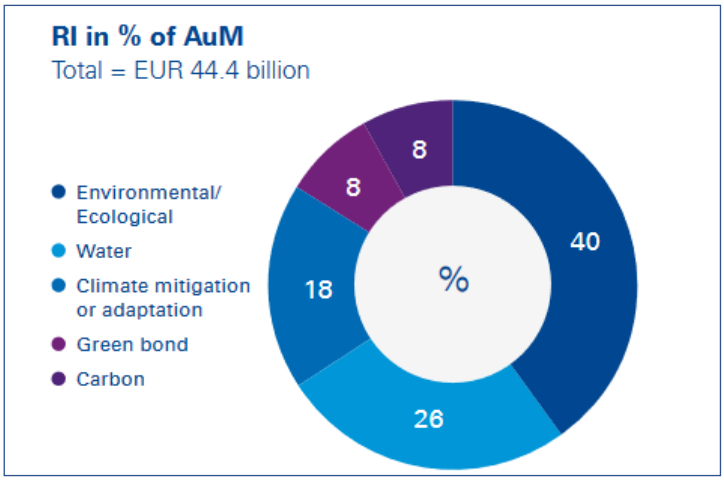


FIG. 5 – Fondi tematici in AUM

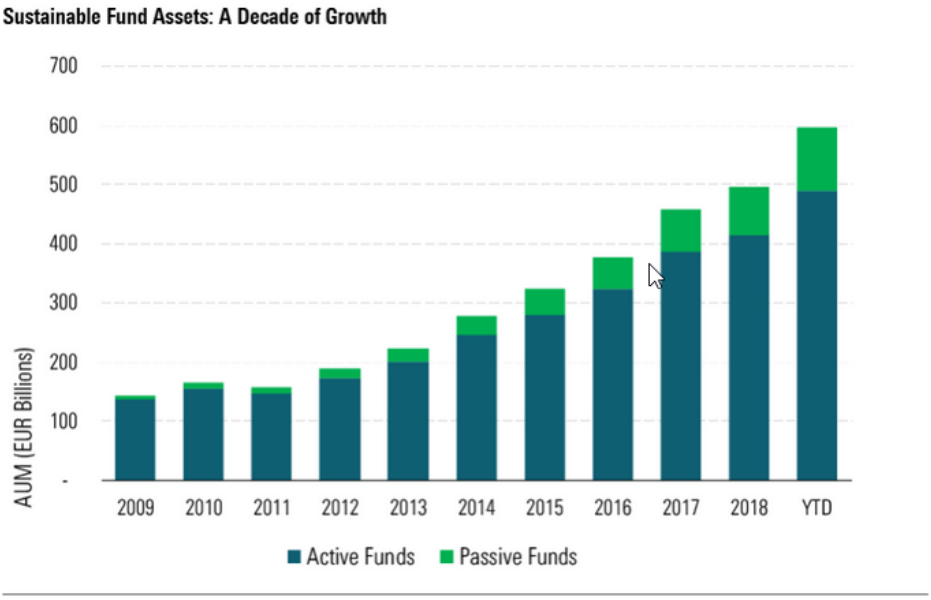


Fonte: European Responsible Investing Fund market 2019, KPMG

[19] Asset Under Management, l'ammontare di sostanze gestite

I fondi tematici focalizzati sulla parte ambientale costituiscono la seconda tipologia più diffusa (FIGG. 4 e 5) sia numericamente sia per masse gestite. Dal 2016 ad oggi i dati mostrano che il mercato non è più caratterizzato dalla predominanza di fondi focalizzati su energia rinnovabile ma da fondi ambientali ed ecologici che oggi sono la categoria tematica più diffusa col 44% dei fondi e il 40% delle masse. Anche i fondi sulle emissioni di CO_2 (carbon) sono diventati di interesse e sono stati affiancati dai fondi che investono in "green bonds"[20] e probabilmente cresceranno di importanza nel prossimo futuro. L'esplosione di interesse planetario per i fondi passivi e gli ETF[21] ha toccato anche gli investimenti sostenibili. Secondo gli analisti del gruppo Funds & Asset Management di Moody's, entro il 2025 in Europa i fondi passivi arriveranno a rappresentare il 25% delle masse totali dell'industria del risparmio gestito. Un incremento significativo in soli 7 anni rispetto al 14% registrato a fine 2017. Le FIGG. 6 e 7 mostrano come negli ultimi 5 anni sia andata incrementando anche la porzione di fondi ESG passivi.

FIG. 6 – Investimenti responsabili, asset fondi attivi / fondi passivi

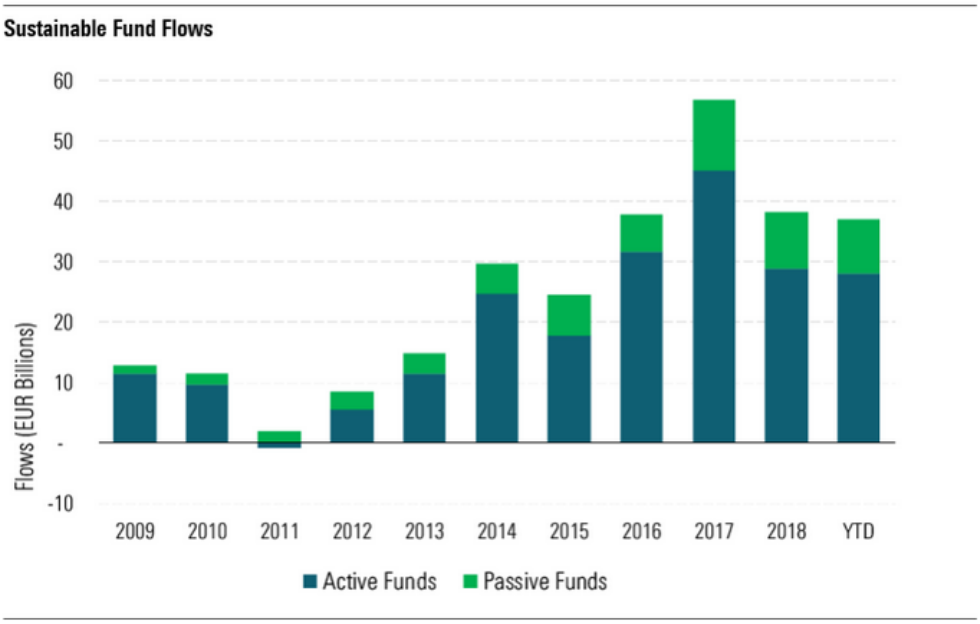


Fonte: Morningstar Direct Data as of 30/6/2019

[20] Le "obbligazioni verdi", o Green Bond, sono strumenti finanziari relativamente nuovi, ma che hanno conosciuto un tasso di crescita straordinario dal 2007 a oggi. Sono obbligazioni come tutte le altre, la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente, come l'efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite, l'uso sostenibile dei terreni ecc

[21] ETF è l'acronimo di Exchange Traded Fund, un termine con il quale si identifica una particolare tipologia di fondo d'investimento o Sicav con due principali caratteristiche: a) è negoziato in Borsa come un'azione; b)
ha come unico obiettivo d'investimento quello di replicare l'indice al quale si riferisce (benchmark) attraverso una gestione totalmente passiva.

FIG. 7 – Investimenti responsabili, flussi fondi attivi / fondi passivi



Fonte: Morningstar Direct Data as of 30/6/2019

In generale, i fondi ESG sono lontani dal diventare la tendenza dominante rappresentando meno del 2% del totale dell'universo dei fondi investibili[22].

2.6 Le società di rating

Se si volesse ricercare un motivo pratico per cui gli asset manager producono in gran parte fondi con approccio multisettoriale e con integrazione generale di criteri ESG nel processo di investimento, avrebbe senso inquadrare il mercato dei fornitori di servizi di informazione e *rating*[23]. Come accennato in precedenza, le società di brokeraggio sono state per prime coinvolte nella produzione di informazioni rilevanti ai fini dell'attribuzione di valore alle società investibili. Nonostante l'entrata di questi attori nel panorama delle valutazioni, l'impatto sui processi di investimento non è stato così rilevante, con molta probabilità a causa di mancanza di omogeneità dei metodi valutativi utilizzati da ciascun analista. In questo contesto, le società di *rating* e ricerca sulla sostenibilità delle imprese si sono attrezzate velocemente per servire la grande numerosità di richieste dati. Come risultato di questa applicazione, c'è stato un rapido consolidamento delle boutique di ricerca specializzate e alcune delle quali hanno finito per essere acquisite da grandi gruppi internazionali quotati e non. Ad oggi, le tre maggiori società di ricerca e rating di sostenibilità sono caratterizzate dall'avere tutte capitale statunitense. Queste società sono divenute istituzioni assai influenti che informano un grande spettro di attori su decisioni di tipo finanziario. L'80% degli amministratori delegati, intervistati per la pubblicazione *The Divergence of ESG Ratings*, prodotta dalla MIT Sloan school of

[22] IMF 2019 Global Financial Stability Report

[23] Il rating, in italiano classificazione, è un metodo utilizzato per valutare gli emittenti in base al loro rischio finanziario. Nel caso in cui sia emesso da una società specializzata in valori di sostenibilità, il rating rappresenta un'espressione della bontà delle pratiche di sostenibilità

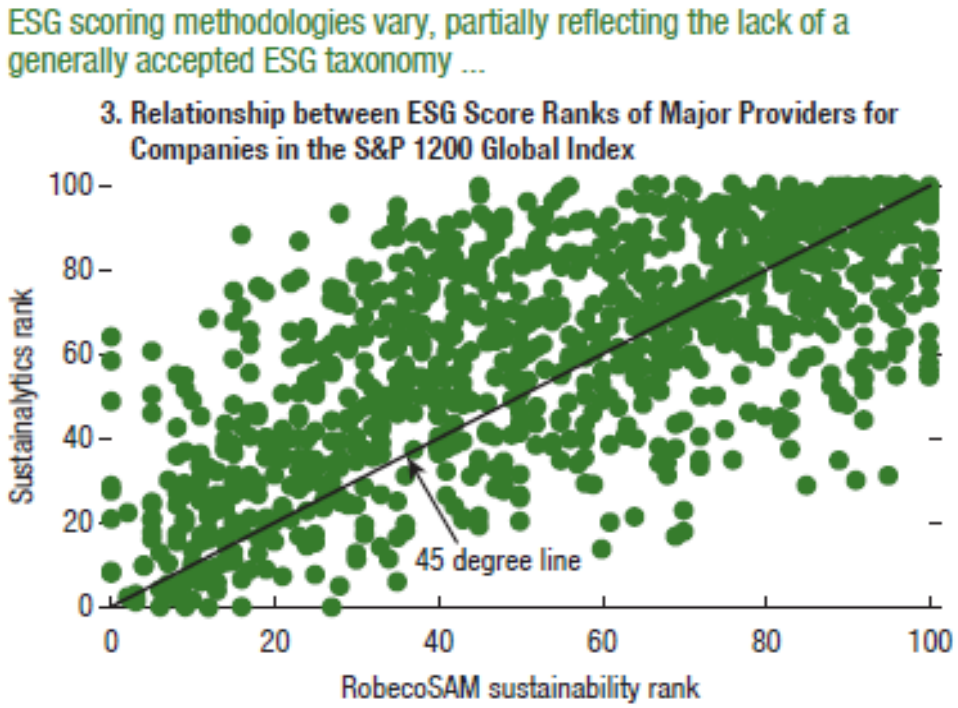
management nel 2019, crede che dimostrare impegno verso la società sia importante quanto cercare direzionalità grazie ai rating di sostenibilità. La stima delle masse investite tenendo conto di rating ESG è di $30mila miliardi. C'è anche un gran numero di studi accademici che utilizza quegli stessi dati per analisi di tipo empirico. Una precisazione è d'obbligo: molto spesso si leggono numeri aggregati rappresentativi delle masse in gestione riferite ad alcuni parametri di sostenibilità; queste aggregazioni sovente non tengono conto delle masse realmente gestite con approfonditi criteri di inclusione di strategie sulla sostenibilità. Ad esempio, se un grande asset manager comunica di aver emesso una policy sul processo di investimento che non permette più di acquistare produttori di mine anti-uomo nei portafogli, verrà inserito nell'aggregato dei dati l'intero AUM in gestione e non solo quella parte di investimenti che viene colpita dalla policy. Pertanto, un aggregato numerico così costruito può risultare scarsamente identificativo della magnitudo del fenomeno.

Va segnalato, altresì, che ognuna delle tre società di maggior dimensione vanta un apparato numerico in termini di risorse umane e analisti che appare poco convincente in virtù della mole di dati che questi attori hanno l'ambizione di fornire. Inoltre, la ricerca della MIT Sloan School[24] evidenzia come ci sia grande dispersione nelle valutazioni espresse dai rating delle diverse società che li producono, con un indice di correlazione medio dello 0,61. Per fare un esempio esplicativo su questo dato, i rating sulla tenuta economica degli stati espressi da Moody's e Standard & Poor sono correlati con un coefficiente 0,99, così mostrando una grande omogeneità di risultati. Ciò implica che le informazioni offerte dalle società di rating ESG offrano espressioni di valore di medesimi aspetti di sostenibilità aziendale con risultati spesso discordanti e quindi non univocamente attendibili (FIG. 8). La ricerca della MIT Sloan School investiga i motivi di questa forte divergenza; in assenza di una performance ESG valida per tutti è essenziale comprendere cosa caratterizzi le differenze dei rating ESG. Le principali motivazioni dipendono da come le diverse società affrontano la misurazione della performance di sostenibilità in modo differente e di come diano differenti definizioni di perfomance. Una parte rilevante del lavoro della Commissione EU sulla tassonomia giocherà probabilmente un ruolo di omologazione di una parte delle informazioni su cui applicare le valutazioni ai fini della misurazione della performance degli aspetti "verdi". La tassonomia europea, infatti, offre una catalogazione di attività sulla base della impronta "verde" che ciascuna azienda comunica tramite i propri strumenti di comunicazione al pubblico e ai portatori di interesse. Non contempla appropriatamente, invece, aspetti di sostenibilità degli affari che includano in modo rilevante e sostanziale elementi di tipo Sociale o di Governo aziendale.

Pur in presenza di un momento storico legato ad una transizione di metodo, come sopra esposto, molti grandi investitori affrontano la sfida alla sostenibilità utilizzando i servizi di informazione forniti dalle società di rating come unica fonte di dati a fini di investimento, e da qui l'influenza prima citata che hanno sui mercati finanziari (nella FIG. 9), le società con un miglioramento del rating sono soggette ad acquisti nei portafogli che comportano un rialzo dei corsi per titoli azionari emessi).

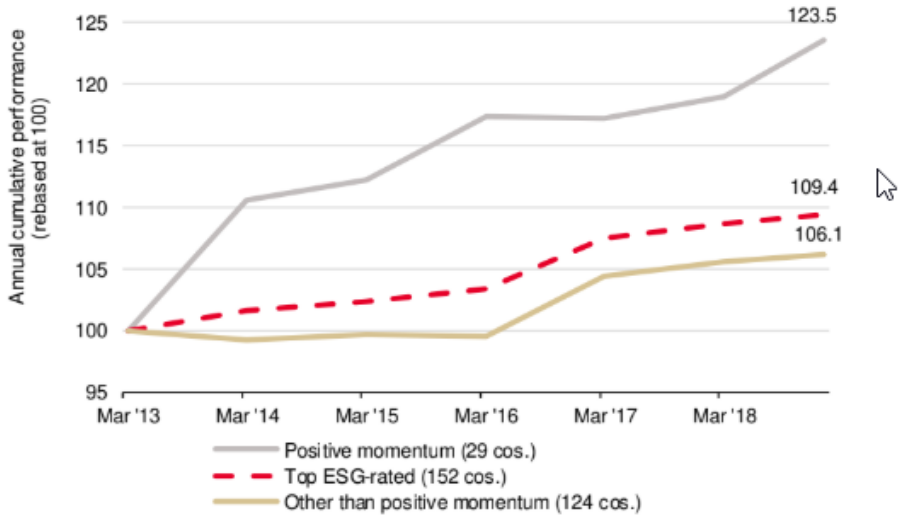
[24] MIT Sloan School Working Paper 5822-19 Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, 2019

FIG. 8 – Confronto tra rating dei maggiori fornitori di dati



Fonte: IMF 2019 Global Financial Stability Report

FIG. 9 – Azioni con migliorato ESG rating outperformance vs top 30% azioni ESG



Fonte: Harvard Law School Forum on Corporate Governance. ESG Rating and Momentum 2019

2.7 MiFID II

Il Piano d'Azione prevede anche una modifica di MiFID II[25] al fine di valutare la propensione degli investitori verso tematiche di sostenibilità nei propri investimenti. In realtà, è ragionevole pensare che le prime fasi di raccolta delle informazioni, come normate da questa direttiva, non diano necessariamente un quadro realistico della consapevolezza degli utenti riguardo alle dinamiche della sostenibilità interpretate all'interno di un fondo di investimento. La generale mancanza di adeguata disseminazione di conoscenza e di formazione su sostenibilità e finanza lambisce sia gli utenti sia i venditori; per questo motivo, un confronto tra questi due soggetti potrebbe non portare ad una veritiera immagine di quale sia l'attuale vera attitudine del Cliente, ma dare una generica proiezione di come due soggetti non allineati in preparazione ed intenti possano trovare dei punti d'incontro all'interno di un questionario potenzialmente ostico.

2.8 Il rendimento

È percezione diffusa tra gli investitori che investire in aziende che affrontano e promuovono la sostenibilità su temi come il cambiamento climatico o la governance sia la cosa giusta da fare. Lo studio condotto nel 2019 dall'International Monetary Fund (IMF) suggerisce che questi investimenti possano anche avere un adeguato rendimento. Nel Global Financial Stability Report pubblicato a ottobre 2019 dall'IMF i ricercatori hanno stabilito che il rendimento dei fondi "sostenibili" sia comparabile con quello dei fondi tradizionali. Invero, non hanno trovato evidenze che gli investimenti in imprese "sostenibili" abbiano un rendimento superiore o inferiore rispetto a investimenti di tipo tradizionale. Pertanto, la considerazione che se ne trae è che chi investe non debba necessariamente rinunciare al rendimento se l'obiettivo è di focalizzarsi su valori e aspetti di tipo ambientale, sociale o di governo. L'IMF stima che ci siano più di 1.500 fondi azionari con un esplicito mandato "sostenibile". Questi fondi gestiscono circa $600 miliardi, con una crescita di masse del 300% rispetto a 10 anni fa.

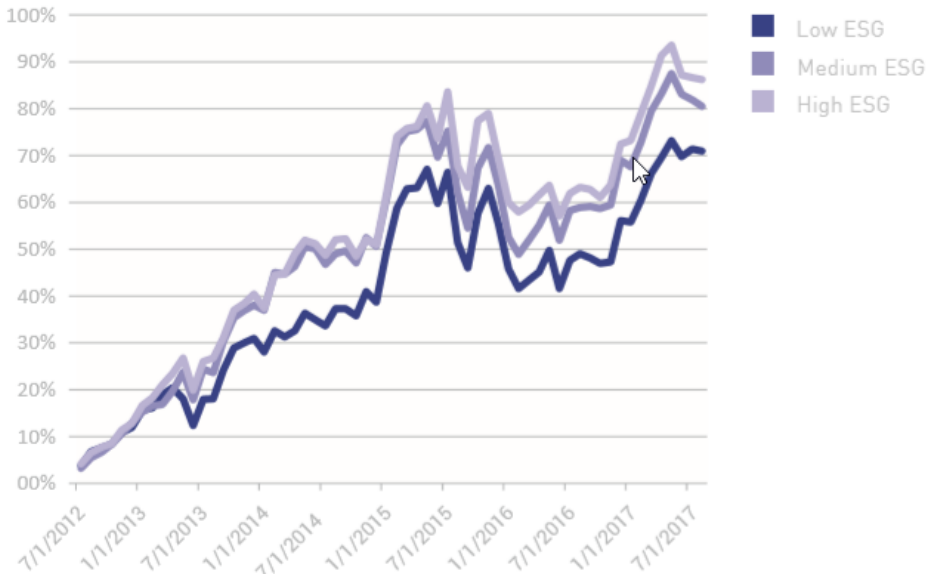
In passato, si è parlato del sacrificio di rendimento necessario per investire in sostenibilità, soprattutto legato alle esclusioni di settori e aziende profittevoli (es. settore armamenti). Oggi la ricerca dimostra come l'attenzione degli investitori sia più focalizzata, selettiva e basata sul valore dell'impatto. Un elemento di difficoltà potrebbe essere rappresentato dalle commissioni applicate ai fondi, che, nel caso di fondi ESG, risultano necessariamente più elevate per far fronte al maggior numero di costi necessari al buon funzionamento del processo di investimento.

Uno studio in particolare, prodotto dalla Business School del Politecnico di Milano[26] evidenzia come il rendimento dei titoli con alto rating ESG registri valori superiori all'insieme. Va verificato quanto di questo visibile effetto sui prezzi sia in relazione ai fenomeni di apprezzamento tecnico presenti nella FIG. 10.

[25] Dal 3 gennaio 2018 è entrata in vigore in tutta l'Unione Europea la nuova direttiva MiFID II (2014/65/EU). La direttiva punta a una migliore trasparenza e contendibilità del mercato per eliminare la simmetria informativa tra intermediario e investitore.

[26] La relazione fra rating ESG e performance di mercato: uno studio sui titoli dell'indice Stoxx® Europe 600, Politecnico di Milano 2018

FIG. 10 - Rendimento cumulato dei titoli dell'indice Stoxx Europe 600, in funzione del rating ESG



Fonte: Harvard Law School Forum on Corporate Governance. ESG Rating and Momentum 2019

2.9 I rischi

Fattori di tipo ambientale, sociale e di governo possono avere un impatto significativo sul rendimento aziendale, sul profilo di rischio e sulla stabilità del sistema finanziario. I fallimenti della governance in banche e grandi aziende hanno contribuito alle crisi finanziarie del passato. I rischi di tipo sociale possono contribuire a forme di instabilità finanziaria mentre l'esposizione a rischi ambientali può condurre a gravi perdite per le imprese che possono rappresentare perdite anche per le istituzioni finanziarie. L'integrazione di fattori ESG all'interno dei modelli di business aziendale possono aiutare a mitigare i rischi. Sebbene la finanza sostenibile spazi attraverso un ampio raggio di temi, la consapevolezza sui rischi derivanti da fattori climatici è cresciuta vistosamente di recente. I rischi più palesi riguardano i rischi fisici da danneggiamento di proprietà, terra e infrastrutture a causa di eventi catastrofici legati alle alterazioni del clima e rischi di transizione che derivano dal cambiamento nei prezzi degli asset e da una diffusa crisi economica a causa dei crescenti problemi climatici a livello planetario. Il potenziale impatto dei rischi climatici è vasto, non lineare e difficile da stimare. Le perdite finanziarie da rischi di natura climatica hanno un effetto sul sistema finanziato sia direttamente, attraverso scostamenti di prezzo, ridotto valore dei collaterali e indirettamente a causa di rallentamenti nella crescita economica. Le richieste di risarcimento assicurativo per danni ad asset naturali sono quadruplicate dal 1980[27]. Per questo, assicurare aree considerate a rischio è più costoso e pertanto, maggiori e più diffusi disastri naturali potrebbero causare difficoltà al settore. I rischi finanziari da cambiamento climatico sono ancora molto difficili da quantificare ma diversi studi indicano potenziali ingenti costi e rischi finanziari. I rischi di questa natura non sono lineari

[27] IMF 2019 Global Financial Stability Report

e i catastrofici rischi di coda[28] non sono da sottovalutare. In una transizione verso un'economia ad energia pulita, un subitaneo adeguamento di valutazioni nei settori esposti a questi rischi potrebbe comportare prezzi degli asset che non internalizzano a pieno i rischi del cambiamento climatico. I paesi con un medio-basso salario pro capite sono particolarmente vulnerabili a causa del posizionamento geografico, della dipendenza dall'agricoltura e dalla scarsità di risorse per adattamento ai cambiamenti del clima. La consapevolezza dei rischi di sostenibilità, se continuerà a crescere, causerà l'aumento dei costi di inazione e non adeguamento agli standard ESG. I rischi legali per investitori e aziende provengono da soggetti che hanno sofferto perdite a causa di cambiamenti climatici e che cercano di essere risarciti da chi ritengono responsabile. La mancanza di adeguata segnalazione di questi rischi all'interno dei bilanci è un altro punto di attenzione degli investitori in merito ai rischi di investimento. Per questi motivi, un gran numero di investitori istituzionali sta gradualmente disinvestendo da attività in fonti energetiche fossili (FIG. 11).

Grafico 11 – Impegno per disinvestimento da fonti fossili (cumulativo)
Scala sx in $ bilioni

Fonte: IMF 2019 Global Financial Stability Report

3. EU Ecolabel

Istituita nel 1992, l'Ecolabel della Commissione europea è un'etichetta di eccellenza ambientale che è assegnata a prodotti e servizi che rispettano alti standard ambientali attraverso l'intero ciclo di vita; dall'estrazione di materie prime, alla produzione, alla distribuzione e smaltimento.

A completamento del Piano d'azione per lo sviluppo sostenibile, la Commissione ha incaricato il Joint Research Centre[29] (JRC, centro comune di ricerca della Commissione) di fornire il quadro di

[28] Il rischio di coda è il rischio di un bene o di un portafoglio di asset di registrare più di 3 deviazioni standard dal prezzo corrente

[29] Il Centro comune di ricerca è il servizio scientifico interno della Commissione. Fornisce un supporto al processo decisionale dell'UE mediante consulenze scientifiche indipendenti e basate su prove concrete.

potenziale applicazione degli stringenti criteri dell'Ecolabel a prodotti finanziari. Lo studio nel suo complesso è stato approntato da Circular Economy & Industrial Leadership, dal JRC della Commissione su commessa del Direttorato Generale per l'Ambiente (DG ENV) e in collaborazione con il Direttorato Generale per la Stabilità Finanziaria e i Mercati di Capitale (DG FISMA). Una condizione di eleggibilità per l'Ecolabel è che i prodotti finanziari destinati al retail debbano essere registrati o autorizzati per marketing e distribuzione in un Paese Membro dell'Unione Europea. Nel secondo report, sono stati individuati i conti di deposito come altri potenziali strumenti soggetti all'applicazione dell'etichetta.

La modalità individuata per estendere l'etichetta a più prodotti possibili è la costruzione di un benchmark[30] con criteri Ecolabel. Come già anticipato in questo rapporto, l'utilizzo dell'etichetta sarà fortemente condizionato dalla Tassonomia. I lavori stanno procedendo ma non in modo così spedito come paventato un anno fa e dovrebbero arrivare a completamento nella seconda metà del 2021. Il rapporto prodotto dal JRC cerca di inquadrare i criteri per i quali sia possibile dotare di un'etichetta prestigiosa come l'EU Ecolabel i prodotti finanziari. Il JRC aveva già prodotto un Rapporto Preliminare e un Primo Rapporto Tecnico pubblicati a marzo 2019 offrendo un sostrato di tipo tecnico da un punto di vista legale, politico e di contesto di mercato. Il rapporto pubblicato a dicembre 2019 raccoglie le considerazioni di gruppi estesi di portatori di interesse invitati nel periodo di consultazione delle bozze. L'obiettivo primario è stato di stabilire le soglie di ingresso nel benchmark delle attività "verdi" così come individuate dalla Tassonomia. Nel primo capitolo di questa pubblicazione sono state evidenziate le modalità di costruzione dei benchmark così come concertate dal JRC in termini di impatto complessivo di emissioni e attività "verdi". In breve, il rapporto tecnico ha identificato i seguenti criteri: a) composizione di portafoglio con selezione in base alle attività economiche verdi (come indicato dalla Tassonomia EU) che si articola con l'adozione di un percorso a tre tappe per investimenti diretti in attività verdi, investimenti in tema di attività di transizione e mantenendo la diversificazione di portafoglio; b) esclusione basata su aspetti ambientali con focus sui possibili impatti negativi delle attività finanziate tramite investimenti; c) esclusioni basate su aspetti sociali e di governo aziendale, puntano a evidenziare considerazioni di natura sociale e governance associate agli investimenti; d) attivismo, attraverso il quale punta a incoraggiare le aziende a migliorare il percorso di sostenibilità; e) informazioni ai consumatori.

Di seguito alcune riflessioni di merito sull'applicazione potenziale di questa tipologia di benchmark:

Pro

La transizione verso la finanza d'impatto richiede una razionalizzazione degli strumenti utilizzabili da investitori istituzionali e retail. La formulazione di un benchmark standardizzato e generato con criteri trasparenti e riconoscibili offre certamente un criterio di scelta a qualsiasi tipologia di investitore. Il fatto che l'etichetta sia formulata e controllata dalla Commissione comporta una probabile migliore accettazione da parte degli attori finanziari e, pertanto, potenzialmente potrebbe accelerarne l'utilizzo e la produzione di prodotti finanziari certificabili, con grande beneficio per il trasferimento di masse gestite

[30] parametro di riferimento per valutare la prestazione di un titolo o di un fondo d'investimento. Nel caso di benchmark di fondi di investimento, è un paniere di emittenti che rappresenta un insieme di riferimento

verso economie ad impatto positivo su ambiente e società.

Contro

La costruzione di un benchmark spesso è soggetta a criteri tecnici per il buon funzionamento della risposta ai mercati dei suoi costituenti rispetto al mercato nel suo complesso. Il rispetto delle tecnicalità funzionali nella costruzione di un paniere di emissioni (es. azioni, obbligazioni) nella creazione di un benchmark potrebbe: a) comportare che una parte del paniere sia caratterizzato da attività economiche non strettamente rispondenti ai criteri di inclusione al fine di rispettare i necessari parametri di rischio/rendimento del benchmark verso il mercato di riferimento; b) comportare l'inclusione di aziende con le caratteristiche individuate dalla Tassonomia che potrebbero comunque essere soggette a criticità rilevanti che, a loro volta, potrebbero portare a scandali mediatici di cui i mercati finanziari sono spesso il teatro (es. caso Bio-on[31]). Gli scandali in borsa hanno spesso un effetto non facilmente prevedibile in termini di ampiezza dei danni, coinvolgimento dei portatori di interesse ed effetti collaterali di tipo reputazionale che potrebbero eventualmente riversarsi sull'apprezzamento dell'etichetta nel suo complesso da parte del pubblico.

[31] Bio-on nasce nel 2007 come azienda operante nel settore delle bio-tecnologie cercando di rivoluzionare il mondo della plastica attraverso soluzione completamente naturali. Il fondo americano Quintessential Capital Management ha mosso accuse riguardanti fatturati e crediti essenzialmente "simulati" grazie ad un network di scatole vuote. Ad oggi, il futuro dell'azienda oscilla tra il fallimento e la completa chiusura. Il titolo è bloccato in Borsa e i posti di lavoro dello stabilimento sono a rischio.

4. TRASPARENZA E RENDICONTAZIONE NON FINANZIARIA NEL SETTORE BANCARIO ITALIANO

Angela Tanno♦

La rendicontazione non finanziaria, processo sviluppato dalle imprese anche bancarie in maniera volontaria da oltre 20 anni, viene sancito nel 2014 da una Direttiva europea. In concomitanza con l'attenzione che il mondo riversa sugli impatti che le imprese hanno nei confronti della società e dell'ambiente, si sviluppa un contesto normativo teso a migliorare l'accountability dei soggetti economici, intesa non solo in termini di trasparenza delle informazioni al mercato ma anche come processo di gestione degli aspetti ambientali, sociali e di buon governo (Environment, Social, Governance – ESG) nel business. Con l'entrata in vigore del D. D.Lgs 254/16 sulle comunicazioni di informazioni di carattere non finanziario, il presidio associativo del settore bancario sul tema della sostenibilità, che ha seguito e supportato negli anni l'evoluzione delle prassi di rendicontazione non finanziaria delle banche, si concentra su un lavoro di messa a sistema delle prime esperienze di Dichiarazione non finanziaria. Nel contesto più ampio della finanza sostenibile, l'ABI lavora con le banche, le istituzioni e gli stakeholder interessati per contribuire alla transizione verso modelli di crescita attenti alle tematiche ambientali, con un particolare focus sul cambiamento climatico, promossa dall'Europa.

Introduzione

Il presente contributo muove dalle attività promosse in ambito associativo per supportare l'integrazione degli aspetti ESG nel business bancario e si concentra sul processo di rendicontazione non finanziaria. Raccogliendo le esigenze degli Associati, promuovendo la messa a fattor comune delle esperienze diversificate delle banche, alimentando il confronto con le imprese e le relative associazioni di rappresentanza, si presentano alcuni elementi di riflessione volti a contribuire al percorso promosso dalle istituzioni europee per sostenere la crescita sostenibile delle imprese con l'obiettivo di incrementare gli investimenti in progetti sostenibili e di promuovere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance nella gestione dei rischi e nell'orizzonte temporale degli operatori finanziari.

1. La leva della rendicontazione non finanziaria per integrare gli aspetti ESG nel business delle banche

La richiesta di pubblicazione di informazioni attinenti ai temi ambientali, sociali e di buon governo (Environment, Social, Governance – ESG), le cosiddette informazioni a carattere non finanziario, è cresciuta negli ultimi anni da parte di diversi stakeholder, tra cui gli investitori e i consumatori, come rilevato da recenti indagini[1], ma ha subito una vera e propria accelerata, almeno in Europa, con la spinta propulsiva delle istituzioni europee e internazionali, legate ai risultati della Conferenza sul Clima di Parigi, COP 21, che si è svolta nel 2015 e che fatto emergere l'urgenza di agire con un piano d'azione globale, per evitare cambiamenti climatici pericolosi limitando il riscaldamento globale ben al di sotto dei 2ºC.

♦ Ufficio Rischi Controlli e Sostenibilità, ABI

[1] "Le scelte di investimento delle famiglie italiane", Rapporto Consob 2019; "Risparmiatori e cambiamento climatico", Forum per la Finanza Sostenibile 2019.

Alcune imprese, tra cui molte banche, storicamente sensibili e attente al tema reputazionale, avevano già da tempo iniziato un percorso di responsabilità sociale d'impresa che in maniera volontaria poneva in evidenza il ruolo cruciale delle tre dimensioni ESG per poter dimostrare la sostenibilità e dunque la responsabilità dell'esercizio dell'attività d'impresa non solo nei confronti degli azionisti ma anche degli altri stakeholder[2]. Le imprese che per prime hanno compreso che le sole informazioni finanziarie non risultavano più sufficienti a spiegare il valore di mercato di un'azienda hanno oggi a disposizione maggiori strumenti per adeguarsi a quella che non è più solo una richiesta di mercato ma un obbligo normativo sancito con la Direttiva EU/2014/95 sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni, recepita in Italia con il D.Lgs n. 254/2016[3].

Il d.lgs. n. 254/2016 dispone che la dichiarazione di carattere non finanziario "nella misura necessaria ad assicurare la comprensione dell'attività di impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta", deve contenere informazioni:

1. di carattere ambientale: si citano, ad esempio, utilizzo di risorse energetiche, l'impiego di risorse idriche, le emissioni di gas a effetto serra e l'impatto presente e presumibile dei fattori di rischio ambientali e sanitari che contraddistinguono l'attività dell'impresa;
2. di carattere sociale: ad esempio, informazioni relative alle relazioni con i consumatori e con le comunità di riferimento
3. inerenti alla gestione del personale: ad esempio, informazioni relative alle azioni avviate per assicurare la parità di genere, alle misure previste in attuazione delle convenzioni di organizzazioni internazionali e sovranazionali in materia e alle modalità con cui si instaura il dialogo con le parti sociali;
4. inerenti alla tutela dei diritti umani: ad esempio misure impiegate per evitare le relative violazioni e le azioni intraprese per ostacolare condotte discriminatorie;
5. riguardanti la lotta contro la corruzione attiva e passiva: ad esempio, segnalazioni degli strumenti scelti e adottati a tal fine.

Relativamente ai 5 ambiti tematici "rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa" rispetto ai quali occorre fornire informazioni "nella misura necessaria ad assicurare la comprensione dell'attività di impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta [...]", il decreto (e prima ancora la direttiva) non esclude che gli enti possano ritenere opportuno ampliare gli ambiti oggetto della disclosure, qualora taluni aspetti, ancorché non esplicitamente indicati dalla norma, risultino rilevanti ai fini di una rappresentazione veritiera e corretta della situazione aziendale[4].

[2] Concetto introdotto anche nel nuovo Codice di Corporate Governance pubblicato a gennaio 2020 in cui ci si riferisce al successo sostenibile dell'impresa ovvero "l'obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società."

[3] Il 10 gennaio 2017 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, "Attuazione della direttiva 2014/95/Ue del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla direttiva 2013/34/Ue per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni".

[4] Già nella Comunicazione della Commissione europea del 5 luglio 2017/C 215/01, "Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario. Metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario" si leggeva: "Una banca può ritenere che il proprio consumo di acqua presso gli uffici e le filiali non sia un aspetto rilevante

Le informazioni su tali "temi", una volta applicato il criterio della rilevanza, devono essere fornite descrivendo almeno:

1. il modello aziendale di gestione, organizzazione e controllo dell'impresa, ivi compreso l'eventuale modello adottato ex d.lgs. n. 231/2001, anche con riferimento alla gestione, in tale modello, dei temi di cui al d.lgs. n. 254/2016;
2. le politiche praticate dall'impresa, i risultati conseguiti e i fondamentali indicatori di prestazione di carattere non finanziario;
3. i principali rischi, generati o subiti, connessi ai temi oggetto del decreto e che derivano dalle attività dell'impresa, dai suoi prodotti, servizi o rapporti commerciali, incluse, ove rilevanti, le catene di fornitura e subappalto.

D'altro canto, è possibile non fornire informazioni in merito a uno o più aspetti sopra elencati qualora l'ente soggetto all'obbligo di disclosure non pratichi politiche in tali ambiti; in questo caso, però, l'ente è tenuto a indicare all'interno della dichiarazione, in modo chiaro e articolato, le ragioni che motivino la scelta di non fornire alcuna informazione su tali aspetti (approccio comply or explain)[5].

L'ABI ha seguito negli anni l'evoluzione del contesto normativo, in congiunzione al progressivo dinamismo delle pratiche aziendali e dei riferimenti messi a disposizione dagli standard setter, mettendo a disposizione delle banche luoghi deputati al confronto e all'approfondimento dei diversi possibili percorsi da attuare per orientare le attività alla sostenibilità d'impresa[6]. Di seguito si descrivono due delle iniziative avviate.

Nel 2018, la riflessione su come la rendicontazione non finanziaria era destinata a evolversi alla luce della prima applicazione del D.Lgs 254 e delle importanti milestones che gli organismi europei e internazionali stavano ponendo[7], ha portato allo sviluppo di un progetto interbancario, da cui sono emerse riflessioni sistematizzate nelle "**Linee Guida per la Rendicontazione Non Finanziaria in Banca. Riflessioni e proposte di lavoro alla luce del d.lgs. n. 254/2016**".

Il testo raccoglie le riflessioni maturate nell'ambito del Progetto sulla rendicontazione non finanziaria, sviluppato con le banche e con il Global Reporting Iniziative, che mette a disposizione il modello per la rendicontazione di sostenibilità maggiormente diffuso nel settore[8].

Le Linee Guida approfondiscono contenuti e modalità per la pubblicazione delle informazioni non finanziarie, partendo dall'obbligo sancito dal d.lgs. n. 254/2016 e fornendo strumenti e possibili percorsi per contribuire all'integrazione della sostenibilità, intesa nella triplice dimensione economica, ambientale e sociale, nelle attività bancarie. Si riportano di seguito i contenuti schematizzati:

1. Report di sostenibilità: evoluzioni nello scenario normativo

da includere nella sua relazione sulla gestione. Al contrario, detta banca può considerare che gli impatti sociali e ambientali dei progetti che essa finanzia e il suo ruolo nel sostenere l'economia reale di una città, di una regione o di un paese costituiscano informazioni rilevanti".

[5] Tratto da "Il d.lgs. n. 254/2016: principali elementi e Orientamenti della Commissione europea" a cura di Lorenzo Magrassi, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, Linee guida per la rendicontazione non finanziaria in banca, Bancaria Editrice, 2018.

[6] Tra i lavori pubblicati: ABI, IBS, Modello di redazione per il bilancio sociale per il settore del credito, 2001; Zappi, Linee guida operative sulla responsabilità sociale d'impresa in banca, Bancaria Editrice 2005; ABI, Econometica, Il Rendiconto agli stakeholder. Una guida per le banche, Bancaria Editrice 2006;

[7] tra cui le iniziative delle Nazioni Unite sugli SDGs; il G20 Green Finance Study Group; la Climate Task Force del Financial Stability Board.

[8] https://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-translations/gri-standards-italian-translations-download-center/

2. Riferimenti per la rendicontazione non finanziaria
3. Come definire il contenuto della rendicontazione non finanziaria: il contesto di sostenibilità
4. La definizione del contenuto della rendicontazione non finanziaria: il coinvolgimento dei portatori di interessi
5. Percorsi per identificare le informazioni significative per la rendicontazione non finanziaria
6. La validazione, la pubblicazione della rendicontazione non finanziaria e le attività di comunicazione

I contenuti sono emersi dal confronto tra i partecipanti per la predisposizione della Dichiarazione non finanziaria, così come richiesto dal nuovo obbligo di legge, dai risultati di analisi di benchmark internazionale e dalle principali informazioni del GRI rendicontate dal settore finanziario. Con i partecipanti al progetto si è infine concordato sull'opportunità di poter arricchire le Linee Guida con approfondimenti a cura di colleghi e di soggetti esterni con cui l'Associazione ha dialogato durante il periodo di prima implementazione del Decreto.
Le Linee Guida nascono quindi dalle riflessioni e dagli scambi di idee e di esperienze sul campo tra i partecipanti e fotografano lo stato dell'arte al momento delle scelte che ogni banca si è trovata ad effettuare per pubblicare la prima Dichiarazione non Finanziaria, con o senza esperienza pregressa di rendicontazione di sostenibilità. In questo senso, il documento vuole soprattutto essere uno strumento di supporto operativo per i colleghi delle ormai numerose funzioni che hanno un ruolo nel processo di rendicontazione non finanziaria e ne promuovono la valenza gestionale, oltre che quella di comunicazione.

Dalle Linee guida per la Rendicontazione non finanziaria in banca è emersa la necessità di approfondire l'obbligo informativo riguardante i rischi. Infatti, le funzioni aziendali che hanno la responsabilità per la DNF (es. CSR/Sostenibilità) avevano espresso l'esigenza di intensificare il dialogo interno con i responsabili della valutazione dei rischi, portando all'attenzione del management le relazioni fra fattori ESG e la gestione dei rischi. Il progetto "**La gestione dei rischi connessi ai temi di sostenibilità nell'ambito della Dichiarazione di carattere non finanziario**", promosso nel 2018 da ABI con il supporto e la partecipazione di alcune banche, ha avuto lo scopo di analizzare l'approccio adottato dagli operatori nazionali e da alcuni operatori europei in adempimento delle leggi nazionali di recepimento della Direttiva 2014/95, anche al fine di individuare best practices e di sensibilizzare gli operatori del settore bancario.

2. L'impegno dell'Europa per la transizione verso modelli di crescita attenti alle tematiche ambientali

Come noto, a seguito della sottoscrizione dell'Accordo di Parigi sul clima e dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, l'Unione europea ha intrapreso con decisione un percorso volto a innervare di sostenibilità gli interventi di policy, soprattutto con l'obiettivo di realizzare la transizione verso modelli di crescita attenti alle tematiche ambientali. È in questo contesto che a marzo 2018 la Commissione europea ha varato il Piano d'Azione "Finanziare la crescita sostenibile", con l'obiettivo di incrementare gli investimenti in progetti sostenibili e di promuovere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance nella gestione dei rischi e nell'orizzonte temporale degli

operatori finanziari. Da allora le istituzioni europee hanno agito con significativa determinazione e rapidità per sviluppare e approvare le misure previste nel Piano d'Azione, assegnando priorità alle riforme volte ad armonizzare le definizioni sugli investimenti sostenibili e a rendere più trasparenti le attività finanziarie e i prodotti che integrano criteri ESG.

Tale attenzione è stata confermata dalla rinnovata Commissione con le Comunicazioni dell'11 dicembre 2019 "Il Green Deal europeo" e del 14 gennaio 2020 "Sustainable Europe Investment Plan - European Green Deal Investment Plan", in cui si ribadisce la volontà di procedere nel percorso di "trasformare l'UE in una società giusta e prospera, dotata di un'economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva che nel 2050 non genererà emissioni nette di gas a effetto serra e in cui la crescita economica sarà dissociata dall'uso delle risorse."

Il Green Deal è parte integrante della strategia della Commissione per attuare l'Agenda 2030 e gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite. Nell'ambito del Green Deal la Commissione intende riorientare il processo di coordinamento macroeconomico del semestre europeo per integrarvi gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, al fine di porre la sostenibilità e il benessere dei cittadini al centro della politica economica e rendere gli obiettivi di sviluppo sostenibile il fulcro della definizione delle politiche e degli interventi dell'UE.

Confermato il ruolo del settore privato che sarà determinante per finanziare la transizione verde: per indirizzare i flussi finanziari e di capitale verso gli investimenti verdi ed evitare gli attivi non recuperabili, nel terzo trimestre del 2020 la Commissione presenterà una **strategia rinnovata in materia di finanza sostenibile**, che muove dal Piano europeo del 2018.

In questo contesto una delle azioni previste riguarda la revisione da parte della Commissione della direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (95/2014) al fine di migliorare la trasparenza dei dati relativi al clima e all'ambiente di imprese e istituzioni finanziarie con l'obiettivo di informare adeguatamente gli investitori circa la sostenibilità dei loro investimenti.

2.1 Rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità

Nell'ambito dell'Azione 9 "Rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile" del Piano europeo "Finanziare la Crescita Sostenibile", la Commissione europea ha pubblicato a giugno 2019 la Comunicazione "Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima".

Si tratta di un supplemento agli orientamenti non vincolanti pubblicati dalla Commissione nel giugno 2017, in riferimento alla direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (2014/95/UE), recepita in Italia con il D.Lgs. 254/16.

L'obiettivo è quello di migliorare la comunicazione societaria delle informazioni relative al clima per soddisfare le esigenze degli investitori e dei soggetti interessati e supportare l'efficiente orientamento dei capitali verso investimenti sostenibili.

Il documento è basato sul lavoro del TEG - gruppo di esperti tecnici sulla finanza sostenibile nominato dalla Commissione nel giugno 2018 – e sui risultati della consultazione promossa tra febbraio e marzo 2019, a cui anche ABI ha contribuito attraverso la risposta della Federazione Bancaria Europea.

Il documento fornisce alle imprese orientamenti coerenti con la direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e con le raccomandazioni della task force sulle comunicazioni di informazioni di carattere finanziario relative al clima (TCFD), istituita dal Consiglio per la stabilità finanziaria del G20, volte a incoraggiare gli enti finanziari e le società non finanziarie a comunicare informazioni circa i rischi e le opportunità connessi ai cambiamenti climatici.

2.2 La doppia rilevanza delle informazioni e i nuovi "Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima"

Nella definizione del concetto di materialità (materiality o rilevanza delle informazioni), mentre nella financial disclosure il focus è sui destinatari dell'informativa e sui riflessi sul loro processo decisionale, nella non-financial disclosure, oltre a una rafforzata esigenza di considerare gli aspetti qualitativi degli impatti dell'organizzazione, la materialità ha anche una valenza strategica e comporta un'assunzione di responsabilità da parte dell'impresa. La materialità di un'informazione, infatti, insieme all'impatto sul processo decisionale dei destinatari, è anche determinata in funzione della prospettiva dell'impresa[9]. Infatti, individuare i temi materiali per l'organizzazione presuppone un processo di analisi, di confronto e di validazione in cui viene coinvolto anche il top management. Far comprendere al top management la rilevanza della sostenibilità in termini di obiettivi di business rappresenta il primo passo verso l'integrazione dei driver di sostenibilità nelle strategie aziendali.

Anche negli Standards GRI il principio di materialità rappresenta uno dei principi fondamentali ai fini del processo di rendicontazione[10]. Secondo il GRI, la materialità è la soglia che rende un determinato ambito tematico sufficientemente rilevante da essere oggetto di rappresentazione nel report. Tale soglia viene determinata considerando l'impatto (ad esempio, economico, ambientale e sociale) associato al tema per l'organizzazione o l'influenza sostanziale di questo rispetto al processo decisionale e valutativo degli stakeholder.

Negli Orientamenti supplementari del 2019, la Commissione specifica la doppia rilevanza delle informazioni relative al clima:

- "il riferimento all'«andamento dell'impresa, dei suoi risultati […] [e] della sua situazione» rimanda alla rilevanza finanziaria, nel senso lato dell'incidenza sul valore dell'impresa. Le informazioni relative al clima devono essere comunicate se necessarie alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati e della sua situazione. Questa prospettiva è quella che di solito interessa maggiormente gli investitori;

- il riferimento all'«impatto della […] attività [dell'impresa]» rimanda alla rilevanza ambientale e sociale. Le informazioni relative al clima devono essere comunicate se necessarie alla comprensione dell'impatto esterno dell'impresa. Questa prospettiva è quella che di solito interessa maggiormente i cittadini, i consumatori, i dipendenti, i partner commerciali, le comunità e le organizzazioni della società civile. Tuttavia, un crescente

[9] Per approfondire si veda anche "Rilevanza (e materialità) nella disclosure non finanziaria. Definizioni e criticità anche ai fini della compliance alle disposizioni del decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, sulla rendicontazione non finanziaria", CNDCEC, marzo 2018.

[10] GRI 101: Foundation

numero di investitori è interessato a raccogliere informazioni anche sull'impatto climatico delle società partecipate, nell'ottica di comprendere e misurare meglio l'incidenza sul clima dei propri portafogli di investimento."

Laddove il clima sia una questione rilevante nell'uno o nell'altro senso, l'impresa dovrebbe prendere in considerazione l'ipotesi di utilizzare l'informativa proposta nei presenti orientamenti.

FIG. 1 – La doppia rilevanza individuata dalla direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario nel contesto della comunicazione delle informazioni relative al clima

Fonte: Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere finanziario: integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima, Commissione europea, 2019

Gli Orientamenti, che ricalcano i cinque ambiti dell'informativa indicati nella direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario a) modello aziendale, b) politiche e dovuta diligenza, c) risultato delle politiche, d) principali rischi e loro gestione, e) indicatori fondamentali di prestazione, evidenziano che tutte le imprese, nel valutare la rilevanza delle informazioni relative al clima, dovrebbero considerare:

- un orizzonte temporale più lungo di quello tradizionalmente previsto per le informazioni di carattere finanziario: il mero fatto che alcuni rischi connessi al clima siano percepiti come rischi che sono per loro natura a lungo termine non deve indurre le imprese a concludere che il clima non costituisce una questione rilevante

- l'intera catena del valore, sia a monte che a valle della catena di fornitura

Una importante sottolineatura del documento riguarda la sistemicità e la pervasività dell'impatto dei cambiamenti climatici, per cui è probabile che la maggior parte delle imprese rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva perverrà alla conclusione che il clima è una questione

rilevante. Il consiglio che si rivolge alle imprese che pervengono alla conclusione opposta è di prendere in considerazione l'ipotesi di redigere una dichiarazione in tal senso, spiegando come sono giunte a tale conclusione.

3. Le informazioni sul clima per le banche e le proposte dell'ABI

Gli Orientamenti contengono l'allegato I contenente informazioni per la rendicontazione non finanziaria delle banche e delle imprese di assicurazione, in considerazione dell'importanza sistemica del settore finanziario nel consentire la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e resiliente ai cambiamenti climatici.

Ove opportuno, viene riportata la specifica tra informativa pertinente per tutte le banche e le imprese di assicurazione e informativa pertinente solo per una particolare attività aziendale (prestito, investimento, sottoscrizione assicurativa o gestione patrimoniale).

Nel comunicare gli indicatori relativi alle emissioni di gas a effetto serra (GES), le banche dovrebbero concentrarsi sulle proprie emissioni di GES afferenti all'ambito 3 (ovvero le emissioni indirette generate a monte e a valle dalle controparti). Nel testo, riconoscendo la difficoltà di reperire i dati in parola, le banche sono comunque invitate ad aiutare eventuali piccole e medie imprese presenti nella catena del valore a fornire le informazioni necessarie.

I succitati punti appaiono particolarmente sfidanti per tutte le banche a livello europeo, soprattutto in Italia, se tali linee guida fossero considerate vincolanti da Consob[11] fin dall'applicazione alle DNF 2019. In questo caso occorrerebbe procedere ad una valutazione degli obblighi imposti in Italia rispetto a quelli di altri Paesi.

Gli Orientamenti sono destinati alle imprese che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario. Si tratta quindi di un perimetro limitato che non include la maggior parte delle imprese clienti delle banche. Pertanto, le difficoltà a conformarsi ai nuovi Orientamenti si origina per le banche in modo prevalente dalla indisponibilità dei dati richiesti presso le imprese controparti e/o dalla loro messa a disposizione per le banche in modalità strutturata.

Ciascuna banca dovrà creare una sensibilità presso le imprese di interesse su questo nuovo set informativo (engagement) e dovrà attivare soluzioni di raccolta dei dati, per supportare le attività di coinvolgimento delle singole banche con le proprie imprese clienti. A tal fine si stanno valutando azioni di sensibilizzazione a livello Associativo, ad esempio sviluppo di materiale info formativo per le funzioni bancarie più direttamente a contatto delle imprese, e anche interassociativo, ad esempio nell'ambito del Tavolo di Condivisione Interassociativo sulle Iniziative Regolamentari Internazionali (CIRI) [12].

Sembra ragionevole auspicare che, almeno per i primi due esercizi di applicazione, la richiesta sia di

[11] Consob, Delibera n. 20267 Adozione del Regolamento di attuazione del d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, dove è esplicato che la Comunicazione della commissione europea 2017/C 215/01 "Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Metodologia per la comunicazione delle informazioni di carattere non finanziario)" deve essere considerata ai fini della verifica delle informazioni contenute nella Dichiarazione Non Finanziaria.

[12] Nel mese di gennaio 2019, è stato costituito, dall'ABI e dalle principali Associazioni di rappresentanza delle imprese - Alleanza delle Cooperative Italiane (AGCI, Confcooperative, Legacoop), CIA-Agricoltori Italiani, CLAAI, Coldiretti, Confagricoltura, Confapi, Confedilizia, Confetra, Confimi Industria, Confindustria e Rete Imprese Italia (Casartigiani, Cna, Confartigianato, Confcommercio, Confesercenti) - il Tavolo di Condivisione Interassociativo sulle Iniziative Regolamentari Internazionali (c.d. tavolo CIRI), secondo quanto previsto dall'Accordo per il Credito 2019, con l'obiettivo di condividere posizioni e iniziative comuni su regolamentazioni europee e internazionali che possono impattare sull'accesso al credito delle imprese.

conformarsi al massimo livello praticabile stante i vincoli esterni alle banche.

Al fine di migliorare la trasparenza dei dati relativi al clima e all'ambiente di imprese e istituzioni finanziarie, come auspicato dalle annunciate azioni che la Commissione intende intraprendere nell'ambito della rinnovata strategia in materia di finanza sostenibile, per le criticità sopra esposte, ABI ritiene necessario che i diversi attori coinvolti si attivino per aumentare la disponibilità dei dati[13].

È infatti fondamentale una "catena di informazioni coerenti" che permetta agli operatori finanziari di avvalersi della Tassonomia, citata anche negli Orientamenti del 2019, nella misura in cui i dati richiesti siano resi disponibili dalle imprese. Se le imprese clienti degli operatori finanziari non sono in grado di fornire i dati richiesti dalla Tassonomia, vi è il rischio di sotto rappresentazione dei settori ambientalmente sostenibili. Ad oggi le Dichiarazioni Non Finanziarie non sono sufficienti per attingere ai dati su cui l'Europa chiede alle banche di fare disclosure.

Un ruolo critico sarà giocato dagli incentivi di mercato o dal coinvolgimento diretto dei partecipanti ai mercati finanziari con le imprese ma, in ogni caso, occorre considerare che la qualità dei dati varia e ottenere dati di alta qualità, pertinenti e affidabili, è costoso. La disponibilità di dati ambientali, ambientali e di governance (ESG), se non gestiti in modo appropriato, sarà una fonte di distorsione della concorrenza tra le più grandi società e le piccole e medie imprese.

Il ruolo delle Associazioni di categoria è fondamentale per supportare la diffusione della consapevolezza e stimolare una rendicontazione che serva alle imprese per descrivere il proprio profilo di sostenibilità, in maniera strutturata e coerente con gli standard europei. Supportare le imprese in questo cammino significa prima di tutto aiutarle a valorizzare i diversi percorsi di eccellenza già in atto e portarli a fattor comune. Significa altresì sviluppare una domanda di servizi e prodotti bancari e finanziari di finanza sostenibile.

Tra le proposte dell'ABI vi sono le seguenti:

- sviluppare un hub istituzionale europeo per promuovere a) la raccolta di dati su attività di mitigazione e di adattamento al cambiamento climatico incluse nelle Dichiarazioni Non Finanziarie (DNF) delle aziende europee secondo uno schema strutturato, b) l'identificazione dei gap di informativa, rispetto alle DNF pubblicate, rilevante ad esempio per l'implementazione della Tassonomia, c) la sistematizzazione delle informazioni rilevanti o delle fonti da cui esse derivano (ad es. in Italia aziende operanti in specifici settori devono essere in possesso di particolari permessi ambientali che però sono in genere relativi al sito di produzione e non all'intera azienda), d) la messa a disposizione di un indice sintetico per valutare il posizionamento dell'attività economica rispetto alla Tassonomia, utile sia per l'azienda che per l'operatore finanziario
- promuovere percorsi di info-formazione per aumentare la consapevolezza, per le imprese e anche per gli operatori finanziari, delle azioni da implementare per recepire le nuove regole europee in tema di disclosure e cambiamento climatico (es. criteri e norme alla base delle metriche degli screening criteria e del livello delle "soglie" della Tassonomia che definiscono quando una attività economica è sostenibile).

[13] Tali posizioni sono parte delle risposte che l'Associazione ha formulato alle consultazioni europee emanate nell'ambito del Piano "Finanziare la crescita sostenibile", tra cui quella relativa al Report "Tassonomia" del Technical Expert Group (TEG) europeo per la finanza sostenibile.

- diffondere una campagna di comunicazione incisiva tra le imprese (anche quelle di minori dimensioni e non quotate) sulle possibili innovazioni da attivare per far fronte al processo di adattamento al cambiamento climatico.

4. Comunicazione delle informazioni non finanziarie: stato dell'arte nel mondo bancario in Italia

Il presidio associativo sui temi della sostenibilità e in particolare della comunicazione delle informazioni non finanziarie si esplica anche attraverso la rilevazione biennale Busin**E**s**SG,** che offre una panoramica sul percorso di integrazione della sostenibilità - intesa nella triplice valenza temi ESG - Environment (ambiente e cambiamento climatico), Social (sociale) e corporate Governance (gestione aziendale) - nel business bancario.

L'indagine, giunta nel 2019 alla settima edizione, consente ad ABI di rappresentare gli interessi delle banche e di diffondere le attività svolte dal mondo bancario sulla sostenibilità del business, attraverso l'analisi e la rappresentazione aggregata delle informazioni realizzata sui seguenti profili: 1. Strategia, 2. Governance, 3. Modalità di gestione, 4. Dichiarazione Non Finanziaria (DNF)/Rendicontazione di Sostenibilità.

La rilevazione viene effettuata tramite un Questionario, aggiornato per seguire l'evoluzione del dibattito istituzionale e delle pratiche di business.[14] Sono pervenuti 22 questionari: 18 Gruppi e 4 Banche. Il livello di copertura dei "rispondenti" è pari all'87,4% del Totale Attivo (TA) del settore bancario italiano (dati relativi alla data del 31.12.2018).

I dati fanno riferimento al periodo temporale che va da gennaio 2017 a giugno 2019, mentre le informazioni richieste per la Sezione 4 su DNF/Rendicontazione di Sostenibilità fanno riferimento all'esercizio 2018.

La Rilevazione ABI BusinEsSG 2019 conferma un aumentato interesse e una più pervasiva consapevolezza della necessità di allargare l'attenzione della banca al governo e alla gestione dei fattori ESG connessi con il business bancario. Si tratta di un percorso eterogeneo e modulare ma con una sostanziale novità, che deriva dall'introduzione dell'obbligo di rendicontazione non finanziaria, introdotto con il Decreto 254/16, e che ha avuto un impatto significativo sull'intero processo di gestione delle informazioni non finanziarie.

Di seguito si presentano alcuni tra i principali risultati che attengono alla IV dimensione analizzata, relativa alla comunicazione delle informazioni non finanziarie.

ABI BusinEsSG 2019 - focus sulla comunicazione delle informazioni non finanziarie

La sezione "Dichiarazione Non Finanziaria (DNF)/ Rendicontazione Di Sostenibilità" dell'Indagine BusinEsSG prende in considerazione lo strumento – sia nel caso in cui la banca assolve all'obbligo di legge pubblicando una DNF sia se pubblica informazioni non finanziarie in maniera volontaria – che è analizzato nella sua valenza strategica, gestionale e di comunicazione con riferimento all'intero processo di rendicontazione, volta a supportare l'integrazione dei fattori ESG nel business.

L'analisi comprende informazioni su:

- "scopo, perimetro e modelli di riferimento" che rileva la natura dello strumento di rendicontazione, in applicazione al D.Lgs

[14] Il questionario per ABI BusinEsSG 2019 è stato trasmesso a tutti gli istituti bancari iscritti all'albo bancario alla data del 31 dicembre 2018. La compilazione è stata effettuata dagli istituti partecipanti sulla base di un'autovalutazione interna

254/16 oppure volontario; la modalità di pubblicazione del documento; il perimetro di rendicontazione; i modelli presi a riferimento

- "processo di rendicontazione" che rileva le risorse coinvolte per il coordinamento, l'interazione delle funzioni aziendali, l'eventuale supporto esterno
- "contenuti" che rileva la presenza di informazioni su forme di consultazione promosse con gli stakeholder anche sui temi ESG, mappa di materialità, SDGs, ESG nella gestione dei rischi, impatto ambientale indiretto (Scope 3)
- "comunicazione" che rileva le scelte attuate per diffondere lo strumento di rendicontazione sia internamente che al pubblico, la possibilità che la banca fornisce agli stakeholder di segnalare riscontri sul documento pubblicato.

Dei 22 Rispondenti, per l'esercizio 2018, hanno pubblicano una DNF 18 banche che rappresentano l'82,1% TA. La pubblicazione di un documento volontario di rendicontazione non finanziaria viene promossa da 4 istituti che non rientrano nel perimetro del D.Lgs 254/16.

La modalità più diffusa di pubblicazione della DNF (16 banche) o del documento volontario (2 banche) è la Relazione Distinta, tendenza in linea con quella anche degli altri settori[15]. Solo 3 banche pubblicano, oltre alla DNF, un ulteriore documento di rendicontazione non finanziaria ovvero una sintesi da distribuire al pubblico.

Per quanto riguarda il perimetro di rendicontazione, 6 banche (64% TA) indicano l'esclusione di alcune società del Gruppo. Si tratta, ad esempio, di società strumentali, senza dipendenti o sedi o immobili o in liquidazione oppure società considerate non rilevanti per assicurare la necessaria comprensione dell'attività della banca, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta con riferimento ai temi sanciti nel decreto 254.

Per quanto riguarda i modelli presi a riferimento per la rendicontazione non finanziaria, come si evince dalla FIG. 2, la totalità dei Rispondenti fa riferimento al GRI (21 banche indicano i GRI Standards; 1 banca i GRI G4 che nel periodo di riferimento erano ancora attivi; 14 banche utilizzano anche i GRI Financial Services Sector Supplement), in linea con l'utilizzo che ne fanno anche le imprese di altri settori[16]. Diffusi anche i modelli e le Linee guida lavorati in ambito associativo, oltre al riferimento fornito dal Global Compact delle Nazioni Unite. Nella categoria "altro", si citano: GRI G4, SDGs framework, TCFD.

Il processo di rendicontazione di informazioni non finanziarie è coordinato dalle Funzioni CSR/Sostenibilità, laddove è stata istituita una unità dedicata (10 banche, rappresentanti 75,3% TA) e in prevalenza Bilancio (6 banche, 3,1% TA) (FIG. 3), seguito dalla Comunicazione.

[15] Kpmg, Nedcommunity, 2019; Osservatorio sulla Rendicontazione Non Finanziaria, Deloitte, SDA Bocconi, 2019.

[16] Considerando le 205 aziende che hanno pubblicato una DNF nel 2018, con riferimento agli Standards GRI, il 66% sceglie l'opzione Core, il 31% quella Referenced e il 3% la Comprehensive (maggiore diffusione nel settore Energy&Utilities), Fonte: Kpmg, Nedcommunity, 2019.

FIG. 2 – Quali modelli sono presi a riferimento per la DNF/Rendicontazione di Sostenibilità?

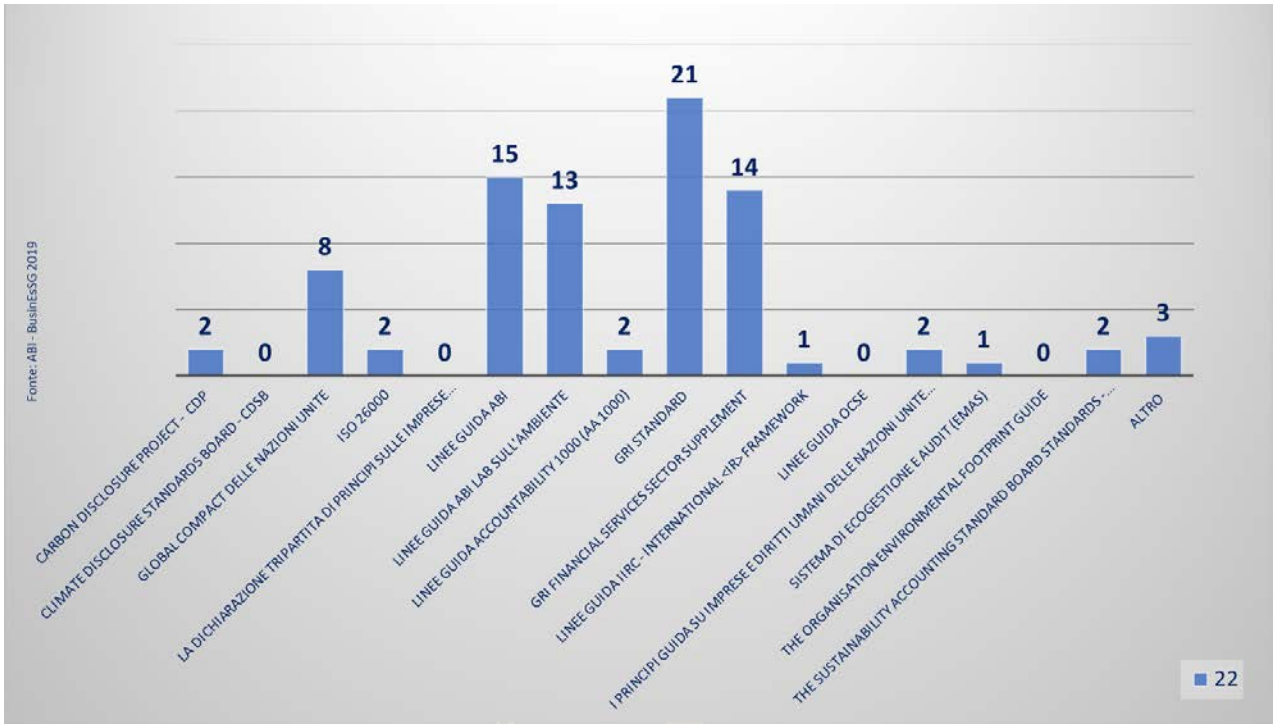
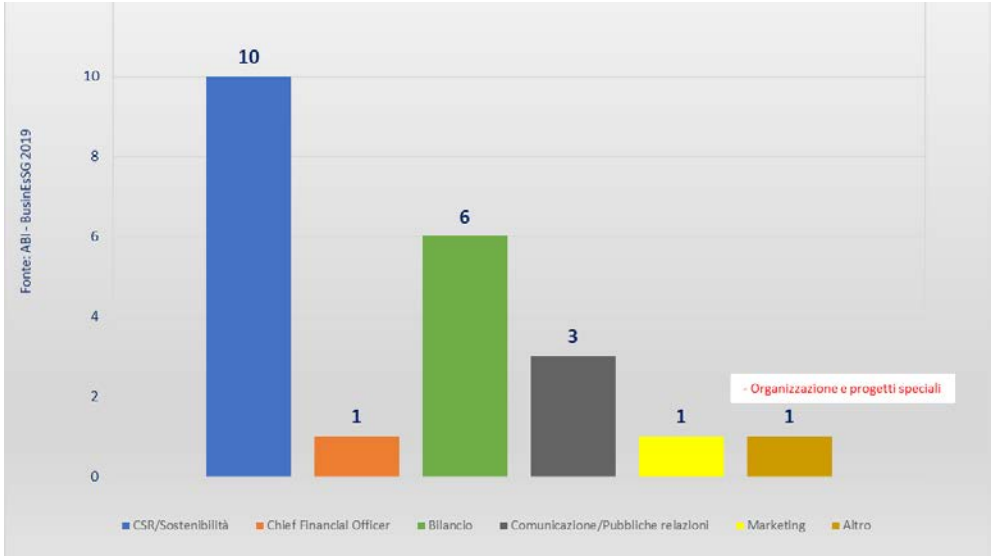


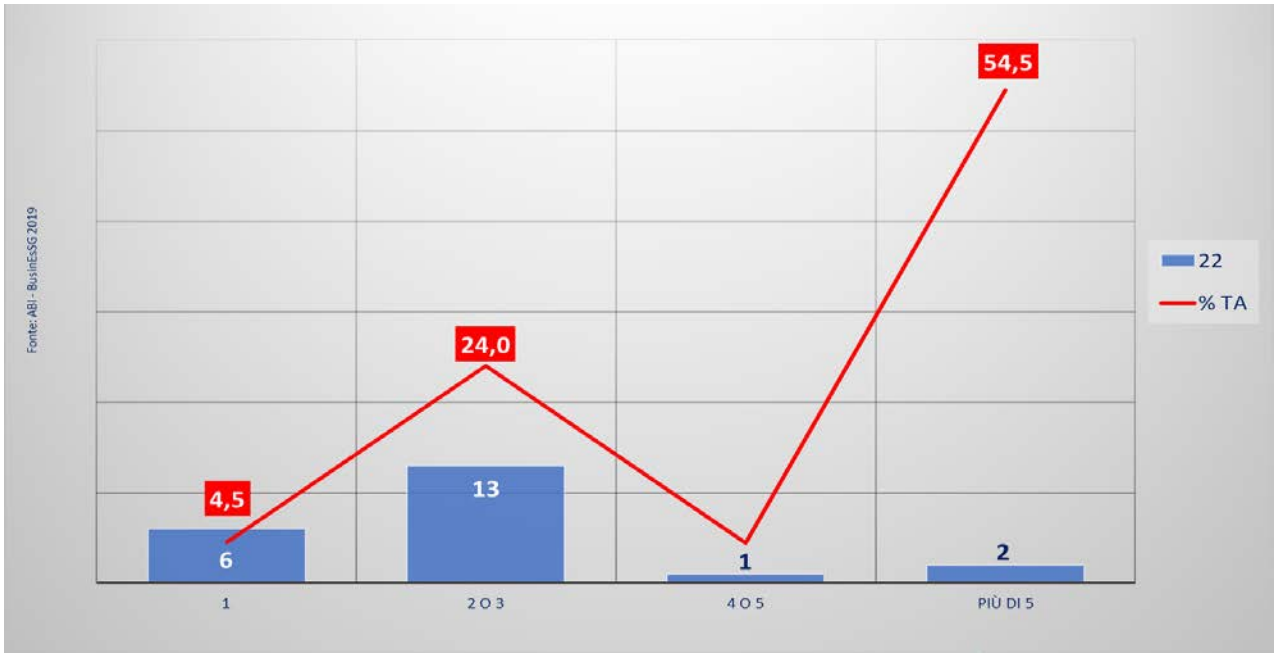
FIG. 3 – Chi coordina l'elaborazione della DNF/Rendicontazione di Sostenibilità? (totale rispondenti 22)



L'elaborazione della DNF/Rendicontazione di Sostenibilità è un processo a cui partecipa diffusamente la struttura aziendale. L'indagine evidenzia che laddove presente, l'unità CSR/Sostenibilità ha un ruolo principale sia nel "fornire informazioni" che nella "definizione del documento"; in molti casi è "responsabile dell'approvazione dei contenuti" prima del passaggio presso i vertici. Il coinvolgimento delle diverse funzioni è totale nella misura in cui tutte forniscono informazioni che confluiscono nel documento. L' "approvazione dei contenuti" è diffusa in maniera trasversale verosimilmente per le informazioni che attengono alle diverse funzioni; si specifica invece come azione a sé stante in tre casi e coinvolge la Segreteria Generale, l'Amministrazione e il CFO. Un coinvolgimento a tutto tondo che va dal fornire le informazioni a "contribuire al documento" ad approvarne i contenuti è segnalato quattro volte sia per Internal auditing, sia per Risorse umane, che per Marketing e Bilancio.

La maggior parte delle banche dedica 2/3 risorse FTE al coordinamento dell'elaborazione della DNF (FIG. 4 TA 24%). Tali indicazioni, confrontate con quelle fornite sulla domanda nella sezione Strategia 10.1 "Quante sono le risorse FTE dell'unità / presidio CSR/ESG/Sostenibilità", evidenziano che: in genere c'è coerenza tra le risorse allocate nell'unità presidio e quelle che si occupano della rendicontazione; il processo di rendicontazione non finanziario è presidiato anche laddove non esiste una gestione strutturata dei temi ESG; in alcuni casi di presenza di unità o presidi dedicati alla gestione dei temi ESG solo una parte delle risorse si occupa del coordinamento della rendicontazione.

FIG. 4 – Quante risorse FTE sono dedicate al coordinamento dell'elaborazione della DNF/Rendicontazione di Sostenibilità



La collaborazione tra le funzioni della banca per l'elaborazione della DNF/Rendicontazione di Sostenibilità è definita all'interno di uno specifico processo per 16 banche (79,7% TA) e 4 dichiarano di volerlo implementare entro il 2021. Tali risposte, confrontate con quelle fornite sulla domanda nella Strategia 12.1 "L'interazione tra l'unità/presidio CSR/ESG/Sostenibilità e le altre aree della banca è formalizzata con uno specifico modello/processo?", confermano che, nella maggior parte dei casi, la formalizzazione riguarda il processo di rendicontazione non finanziaria e per 6 banche in maniera esclusiva.

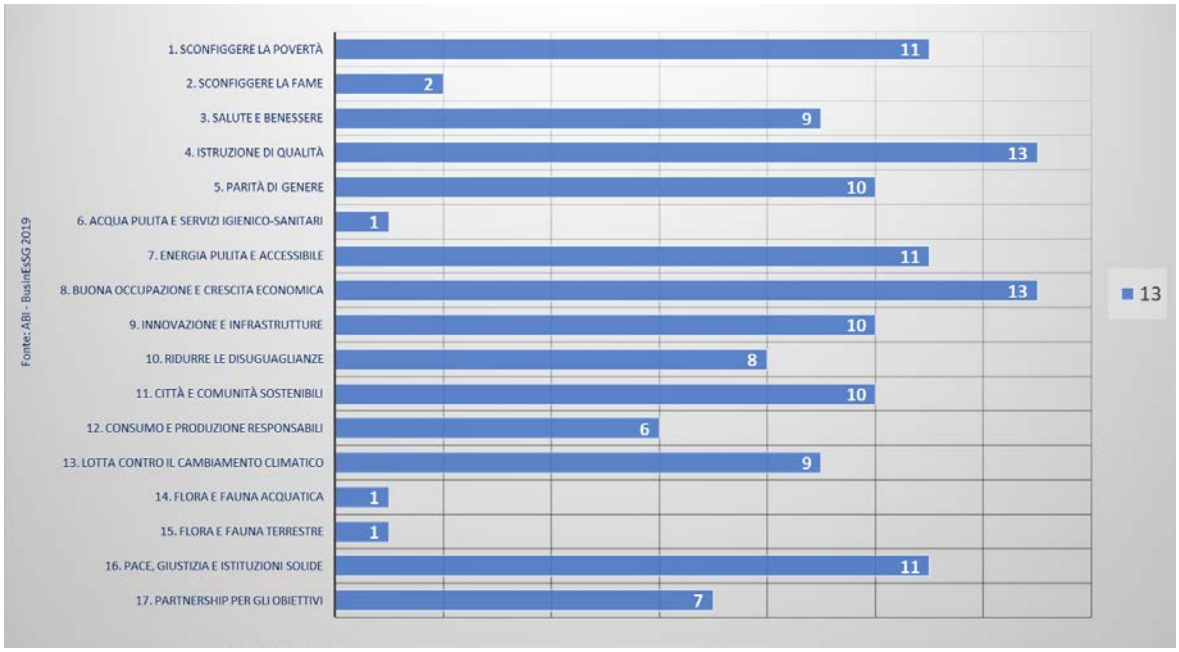
Il processo di elaborazione della DNF è formalizzato in un modello o policy che definisce una normativa interna e che, in genere, stabilisce le regole per la raccolta e il controllo dei dati; aggiornamento analisi di materialità; funzionamento del gruppo di coordinamento del lavoro (attribuzione di compiti e responsabilità; partecipazione del top management); definizione delle tempistiche e dei contenuti; redazione e validazione del testo, controllo e vigilanza, approvazione, verifica di conformità.

La **matrice di materialità** viene pubblicata nella DNF da tutte le banche che la redigono, ovvero la totalità dei Rispondenti; inoltre banche rappresentanti il 77,9% TA (17 banche) presentano il **dettaglio delle forme di consultazione** realizzate con gli stakeholder anche sui temi ESG e i temi emersi dal confronto con gli interlocutori.

13 banche, rappresentanti l'80% del TA, presentano nella DNF il contributo agli **SDGs** (Sustainable Development Goals) ed altre 4 intendono farlo nella prossima edizione del documento (FIG. 5)

.

FIG. 5 – Indicare gli SDGs a cui la banca ha contribuito



Le **informazioni sulle emissioni indirette di CO2 (Scope 3)** sono contenute in 11 documenti di rendicontazione non finanziaria pubblicati da banche che rappresentano il 74% TA. Si tratta per lo più di informazioni che fanno riferimento a società controllate o che rientrano nella catena del valore della banca ma riferite, nella maggioranza dei casi, alla fornitura di beni e servizi e non alle controparti finanziate. Il dato conferma quanto già emerso nelle altre Sezioni del questionario, ovvero che gli impatti indiretti dell'attività bancaria (non solo ambientali), ovvero gli impatti provenienti dalle attività di credito o di investimento nei confronti delle imprese, sono gestiti con consapevolezza da un numero ancora contenuto di banche che è anche attivo nei confronti delle controparti per promuovere una migliore gestione dei rischi dell'impresa.

Alla domanda su quali siano le **maggiori sfide che la banca deve affrontare per l'elaborazione della DNF**, si sono espressi tutti i 22 Rispondenti assegnando un punteggio da 1, minimo, a 10, massimo, ai temi indicati (due banche hanno segnato anche Altro ma senza specifiche). Dalla pesatura delle risposte tutti i temi proposti emergono come critici, tra cui svetta la mappatura dei rischi integrata con elementi ESG (137) seguita dal coinvolgimento dei colleghi (128), dalla misurazione quantitativa dei risultati (124) e dalle attività di stakeholder engagement (123). Anche il rispetto delle tempistiche di pubblicazione, l'analisi di materialità e il processo di revisione sono segnalati come difficoltosi da affrontare, seppur in misura minore rispetto agli altri temi.

FIG. 6 – Nell'elaborazione della DNF/Rendicontazione di Sostenibilità quali sono le principali difficoltà affrontate?

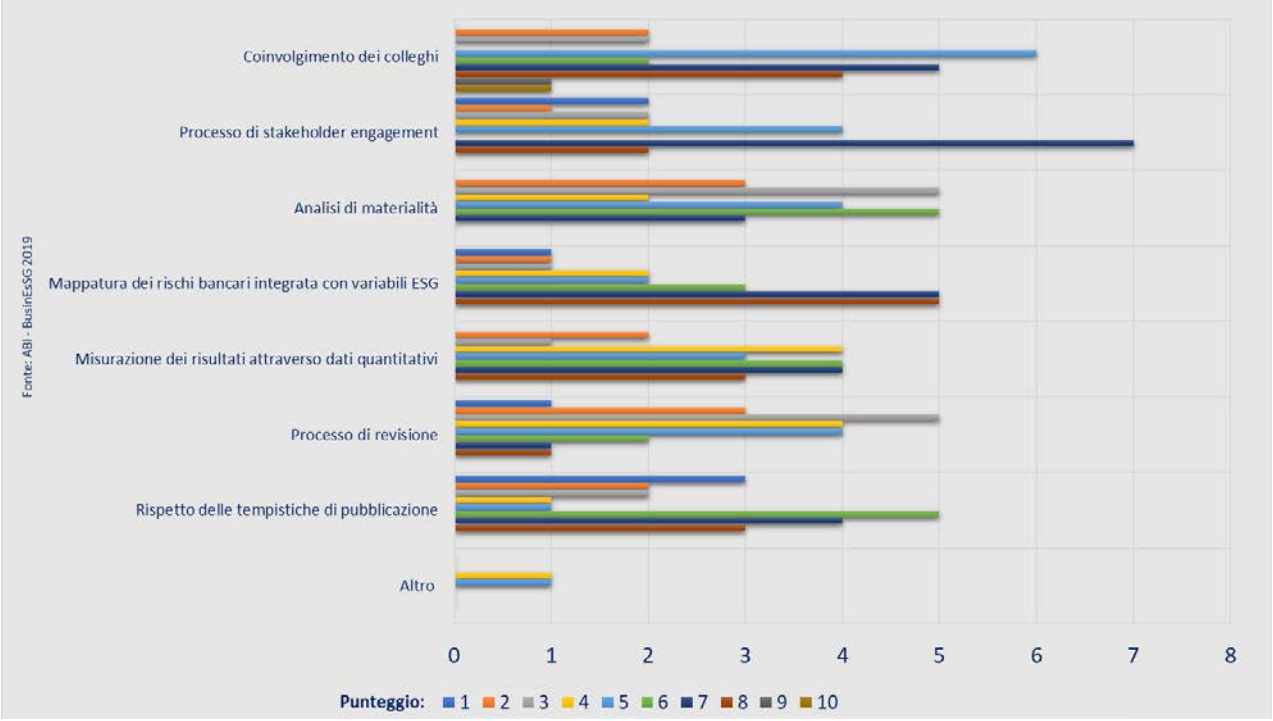
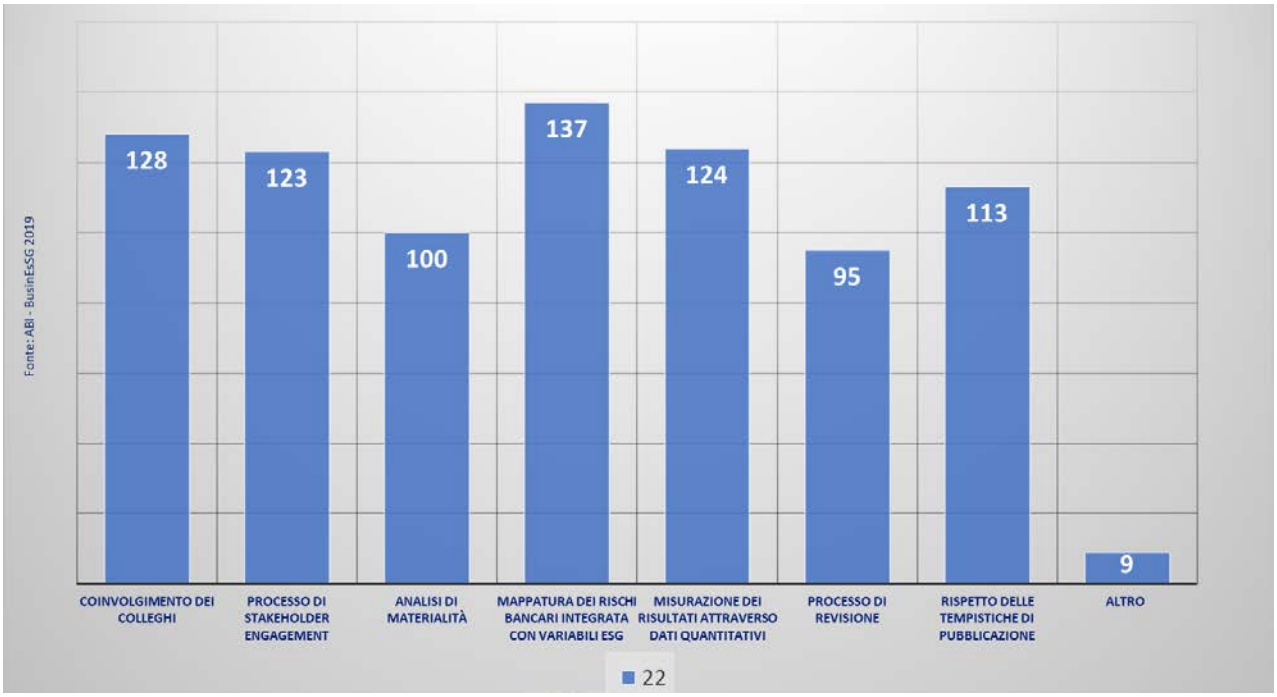


FIG. 7 – Nell'elaborazione della DNF/Rendicontazione di Sostenibilità quali sono le principali difficoltà affrontate? (Somma dei punteggi delle risposte dal 1 a 10 – 1 minore difficoltà / 10 maggiore difficoltà)



La rilevazione BusinEsSG complessivamente rileva che per affrontare alcune delle sfide segnalate dalle banche occorre rafforzare sinergie con enti esterni, istituzioni, imprese e loro associazioni di categoria, o altri stakeholder. È il caso, ad esempio, delle informazioni di tipo Scope 3, ossia delle emissioni attribuibili alle aziende a cui la banca eroga credito, la cui disponibilità dipende dalle controparti.

Infine, ma non meno importante, si segnala che la difficoltà emersa sulle attività di coinvolgimento degli stakeholder riguarda anche la consapevolezza, la maturità di conoscenza dei temi ESG e la disponibilità da parte degli interlocutori con cui la banca interagisce.

5. Conclusioni

Sul tema della sostenibilità le azioni delle istituzioni europee avanzano con una rapidità inusuale. L'impegno per affrontare l'emergenza climatica è stato ribadito dalla nuova Commissione con le Comunicazioni dell'11 dicembre 2019 "Il Green Deal europeo" e del 14 gennaio 2020 "Sustainable Europe Investment Plan (SEIP) - European Green Deal Investment Plan". È chiara la volontà di procedere nel percorso di "trasformare l'UE in una società giusta e prospera, dotata di un'economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva che nel 2050 non genererà emissioni nette di gas a effetto serra e in cui la crescita economica sarà dissociata dall'uso delle risorse."

Confermato è anche il ruolo del settore privato che sarà determinante per finanziare la transizione verde: per indirizzare i flussi finanziari e di capitale verso gli investimenti verdi ed evitare

gli attivi non recuperabili, nel terzo trimestre del 2020 la Commissione presenterà una strategia rinnovata in materia di finanza sostenibile, che muove dal Piano europeo "Finanziare la crescita sostenibile" del 2018.

In questo contesto, tra le azioni previste c'è anche la revisione da parte della Commissione della direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario al fine migliorare la trasparenza dei dati relativi al clima e all'ambiente di imprese e istituzioni finanziarie, con l'obiettivo di informare adeguatamente gli investitori circa la sostenibilità dei loro investimenti.

L'ABI sostiene il processo in corso, lavorando con le banche e con gli stakeholder interessati, a livello nazionale ed europeo, nella consapevolezza che il percorso che abbiamo davanti rappresenta un'occasione imperdibile per esercitare il ruolo fondamentale delle banche: essere sostenibile per una banca significa esercitare la propria responsabilità, ovvero orientare le proprie attività verso una sana e prudente gestione per contribuire alla stabilità complessiva e all'efficienza del sistema finanziario.

Le banche italiane sono impegnate nel processo di integrazione delle dimensioni ESG, nei loro processi di business e risk management, come anche rilevato dalla rilevazione ABI BusinEsSG 2019, e intendono continuare a contribuire al percorso, non ancora strutturato, che le istituzioni stanno promuovendo per una consapevole gestione dei rischi e delle opportunità connesse agli aspetti ESG e in particolare al cambiamento climatico.

L'impegno per una migliore trasparenza delle informazioni non finanziarie vede le banche protagoniste in quanto soggetti che producono la propria rendicontazione e che utilizzano la rendicontazione delle imprese clienti per determinare l'impatto indiretto della propria attività (credito e investimento).

L'introduzione dell'obbligo di rendicontazione non finanziaria ha avuto un impatto significativo sull'intero processo di gestione delle informazioni non finanziarie nelle banche. L'auspicio è che la diffusione e l'armonizzazione delle informazioni richieste possa supportare le imprese a valorizzare i diversi percorsi di eccellenza già in atto, portarli a fattor comune e sviluppare una domanda di servizi e prodotti bancari e finanziari di finanza sostenibile.

5. LA GESTIONE DEL RISCHIO CLIMATICO E AMBIENTALE NELLE BANCHE ITALIANE

Claudia Pasquini♦

Per quanto la triade ESG sia dai più ritenuta inscindibile (essendo le tre dimensioni per certi versi interrelate) negli ultimi anni è il tema ambientale in senso ampio ed in particolare il cambiamento climatico che stanno interessando in misura crescente il mondo bancario, e quindi anche le attività ABI.
Le motivazioni principali di tale focalizzazione sono per certi versi comuni ad altri settori - e alla società in genere (il Financial Times ha deciso di sostituire il termine cambiamento climatico con emergenza climatica) - per altri sono peculiari al mondo bancario: esse infatti risiedono nei rischi e nelle opportunità derivanti dai profili di forza o debolezza in termini climatici ed ambientali non delle banche in sé, bensì caratterizzanti le controparti bancarie.
Quindi la gestione del rischio climatico e ambientale è di fatto la sfida della integrazione di risk drivers nuovi nell'ambito dei tradizionali rischi bancari.
Il capitolo si articola su tre paragrafi:

- *Rischio climatico e ambientale e risk management bancario*
- *Integrazione delle dimensioni ESG nel risk management bancario: prime evidenze*
- *Risk management e vigilanza prudenziale*

1. Rischio climatico e ambientale e risk management bancario

L'incipit del Report "Un invito all'azione - Cambiamento climatico come fonte di rischio finanziario"[1] del Network delle Banche Centrali e dei Supervisori "Greening the Financial System" (**NGFS**), rende immediatamente chiaro l'impatto che i cd. fattori ESG, in particolare con focus su cambiamento climatico, hanno sul mondo finanziario che è chiamato ad assumere un ruolo da protagonista per orientare i flussi di denaro presenti e futuri verso lo sviluppo di attività economiche sostenibili.

Sebbene il cambiamento climatico possa ovviamente comportare dei **rischi** diretti per le banche (essenzialmente rischi operativi, es. alluvione filiali) è evidente che i canali indiretti di impatto sono quelli che gravano maggiormente su di esse: questi concetti sono ottimamente sintetizzati nella figura seguente di fonte **FSB** che ha anche il pregio di mettere in risalto il risvolto positivo, ossia le opportunità che possono essere colte (FIG. 1).

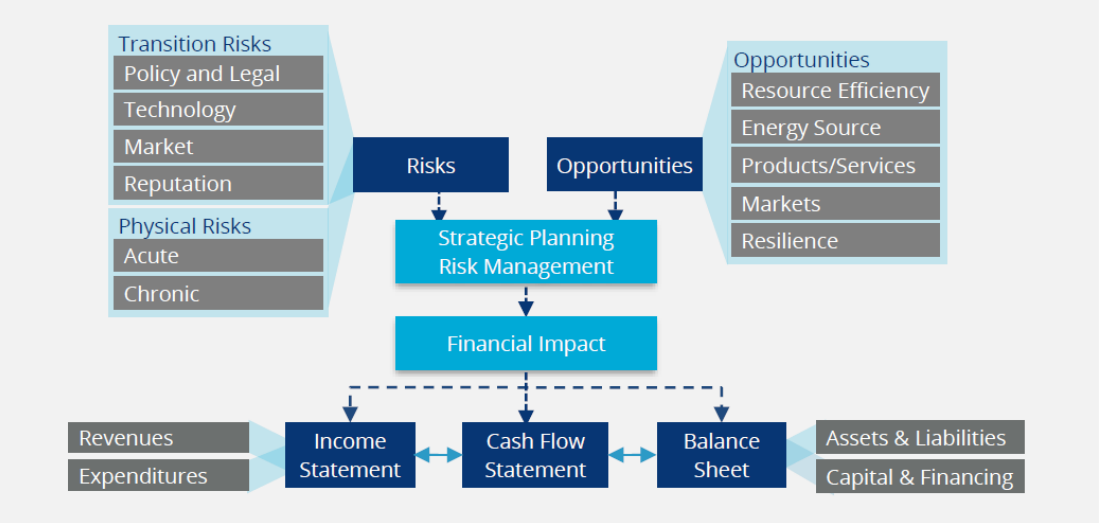
Nella FIG. 2 si dà invece qualche esemplificazione di come i risk drivers costituiti dal **rischio fisico** e di **transizione** - a loro volta derivanti dal cambiamento climatico - impattino uno dei principali rischi bancari, ossia il rischio di credito: gli snodi principali sono l'indebolimento finanziario delle controparti e la perdita di valore dei beni ottenuti in garanzia dalla banca.

Queste considerazioni permettono da subito di cogliere un **impatto interfunzionale** nelle banche (credito, finanza, rischio di credito, rischio di mercato, commerciale).

♦ Responsabile Ufficio Rischi, Controlli e Sostenibilità ABI

[1] "Climate-related risks are a source of financial risk. It is therefore within the mandates of central banks and supervisors to ensure the financial system is resilient to these risks" - NGSF, "A call for action Climate change as a source of financial risk", Aprile 2019. "

FIG. 1 – Climate-Related Risks, Opportunities, and Financial Impact



Fonte Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) – Giugno 2017

FIG. 2 –Esempi di Climate-Related Financial Risk per le banche italiane

	Rischio di credito	Rischio di mercato
Rischio fisico	- Gli eventi meteorologici estremi influenzano la produzione di imprese / famiglie e le rendono più vulnerabili dal punto di vista finanziario, riducendo la loro capacità di ripagare i loro debiti. - Gli eventi meteorologici estremi influenzano il valore delle garanzie delle imprese / famiglie indebitate.	- Perdite derivanti dalla riduzione del valore dei beni di proprietà della banca (abitazioni, terreni, ecc.) per eventi meteorologici estremi causati dal clima. - Perdite derivanti da una riduzione del valore dei titoli nel portafoglio bancario emessi da imprese le cui prestazioni sono influenzate dagli effetti materiali dei cambiamenti climatici.
Rischio di transizione	- Difficoltà delle imprese le cui prestazioni future sono influenzate dalle politiche in materia di cambiamenti climatici (ad esempio, società di generazione del carbone, società ad alta intensità energetica, società operanti nel settore del petrolio e del gas, società per cui i costi dei prodotti energetici o la disponibilità di specifiche fonti di energia fossile sono essenziali al processo produttivo).	- Perdite derivanti dalla riduzione del valore dei titoli nel portafoglio bancario emessi da società le cui prestazioni future sono influenzate dalle politiche sui cambiamenti climatici (ad esempio, società di generazione elettrica con carbone, aziende ad alta intensità energetica, società operanti nel settore petrolifero e settore del gas).
Rischio sistemico	Se gli effetti (in particolare del rischio di transizione) interessano un intero settore (costruzioni, produzione e distribuzione di energia, agricoltura, ecc.), Vi è il rischio di effetti di ricaduta su tutto il sistema finanziario (azionisti, obbligazionisti, creditori).	

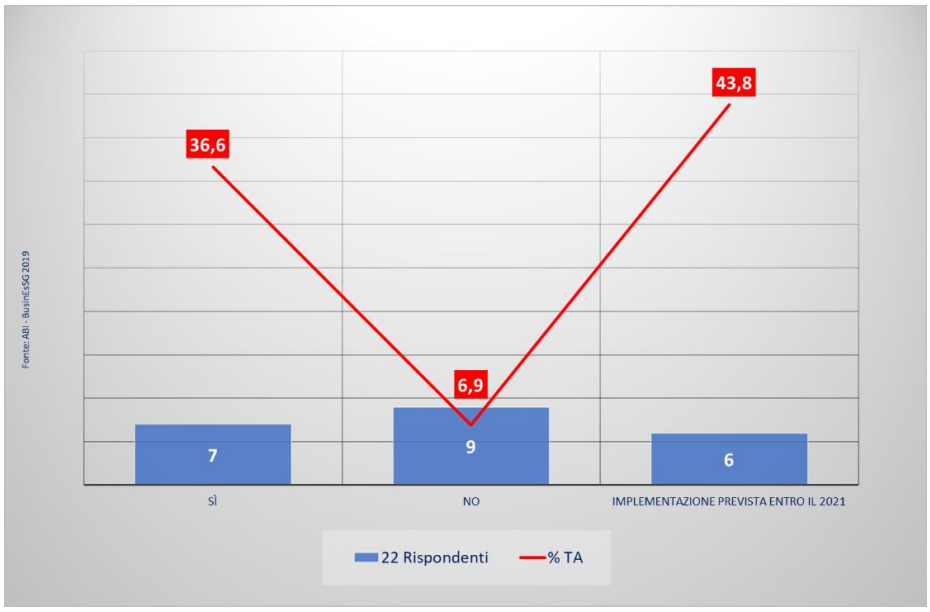
Fonte – Il rischio climatico per la finanza in Italia - Rapporto del Gruppo di lavoro 3 dell'Osservatorio italiano sulla finanza sostenibile – 2019

2. Integrazione delle dimensioni ESG nel risk management bancario: prime evidenze

Dalla indagine ABI BusinEsSG[2] - già citata nel capitolo precedente sezione 4 - si possono dedurre elementi interessanti anche sullo stato dell'arte della integrazione dei fattori di rischio di natura ESG nei processi di gestione dei rischi bancari. Di seguito alcuni dei risultati principali.

Nell'ambito della definizione delle **macro politiche creditizie** 7 banche tra le 22 rispondenti[3] (36.6% del TA) tengono conto di informazioni relative ai **rischi ambientali e sociali** per macro portafogli mentre altre 6 banche (43,8% del TA) intendono implementare entro il 2021 questa modalità.

FIG. 3 – Nell'ambito della definizione delle macro politiche creditizie si tiene conto di informazioni relative ai rischi ambientale e sociali per macro portafogli?

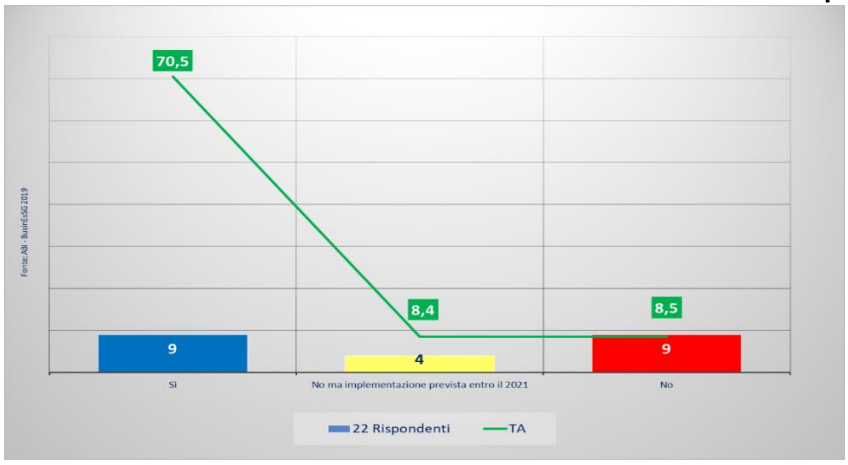


Passando alla valutazione del **merito creditizio per singole operazioni/controparti**, 9 banche (TA 70,5%) dichiarano che dispongono di procedure per valutare la **rischiosità finanziaria connessa ai rischi ESG** delle controparti ed altre 4 (TA 8,4%) dichiarano che intendono implementarle entro il 2021. Altre 9 banche non dispongono e non stanno attrezzandosi in tal senso (TA, 8,5%). Sulle 9 banche in parola sia in termini di frequenza che di TA, le ricorrenze principali sono in connessione ad operazioni di project financing e con controparti in settori giudicati sensibili.

[2] L'indagine, giunta nel 2019 alla settima edizione, consente ad ABI di rappresentare gli interessi delle banche e di diffondere le attività svolte dal mondo bancario sulla sostenibilità del business, attraverso l'analisi e la rappresentazione aggregata delle informazioni realizzata sui seguenti profili: 1. Strategia, 2. Governance, 3. Modalità di gestione, 4. Dichiarazione Non Finanziaria (DNF)/Rendicontazione di Sostenibilità. La rilevazione viene effettuata tramite un Questionario, aggiornato per seguire l'evoluzione del dibattito istituzionale e delle pratiche di business.

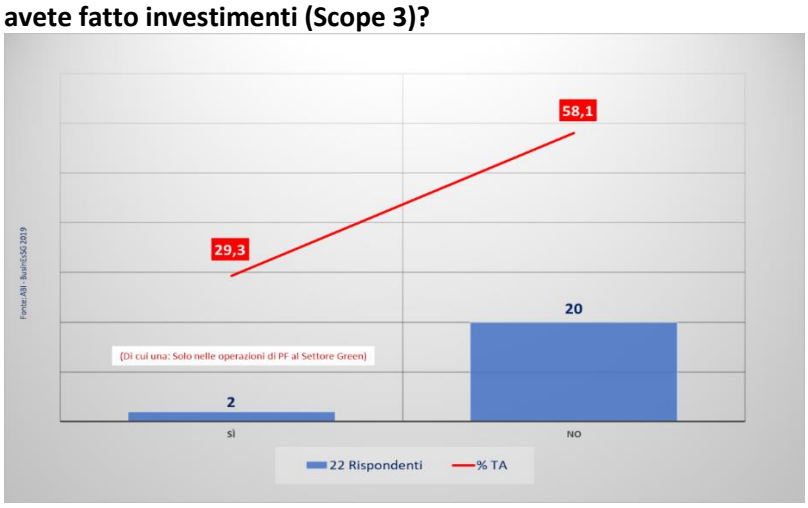
[3] Sono pervenuti 22 questionari: 18 Gruppi e 4 Banche. Il livello di copertura dei "rispondenti" è pari all'87,4% del Totale Attivo (TA) del settore bancario italiano (dati relativi alla data del 31.12.2018). I dati fanno riferimento al periodo temporale che va da gennaio 2017 a giugno 2019, mentre le informazioni richieste per la Sezione 4 su DNF/Rendicontazione di Sostenibilità fanno riferimento all'esercizio 2018.

FIG. 4 – Nella valutazione del merito creditizio per singole operazioni/controparti esistono procedure per valutare la rischiosità finanziaria connessa ai rischi ESG delle controparti?



Anche al fine di valutare la disponibilità attuale di informazioni che potrebbero divenire oggetto di disclosure da parte delle banche in un futuro anche abbastanza prossimo (es. informazioni in termini di proprio **Scope 3**[4]), è stata posta la domanda di cui al grafico successivo. Il livello di indisponibilità delle informazioni in parola riguarda ben 20 banche (TA 58,1%) mentre tre le 2 risposte affermative (TA 29,3%) una si riferisce di fatto solo ad un segmento molto ben definito, ossia le operazioni di project financing al settore green. Il dato non sorprende anche in relazione alle considerazioni già riportate nel capitolo precedente alla sezione 3.

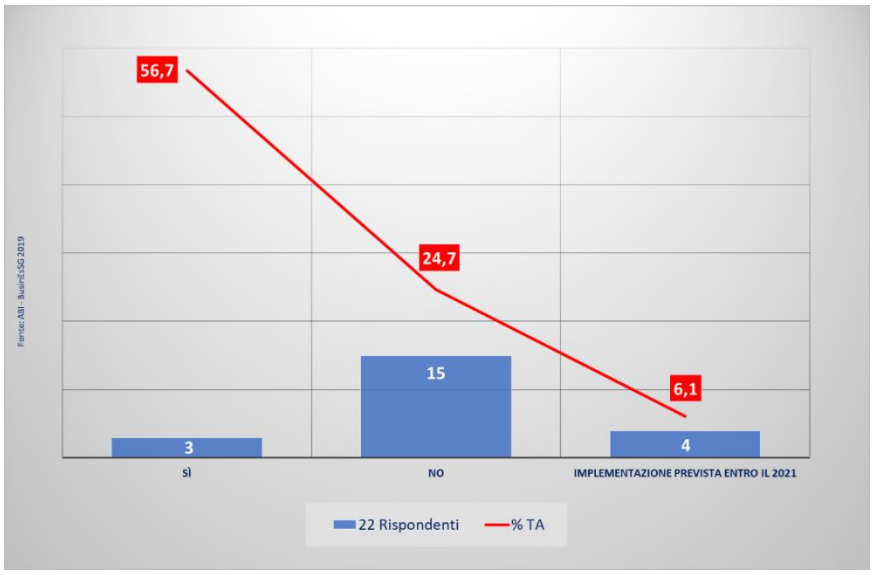
FIG. 5 – Avete informazioni sulle emissioni attribuibili alle aziende a cui avete erogato credito o su cui avete fatto investimenti (Scope 3)?



[4] "Il Greenhouse Gas Protocol - GHG Protocol Corporate Standard classifica le emissioni di gas serra di un'azienda in tre "ambiti" o "scope".
Le emissioni dello Scope 1 sono le emissioni dirette da fonti di proprietà o controllate.
Le emissioni Scope 2 sono le emissioni indirette derivanti dalla generazione di energia acquistata.
Le emissioni Scope 3 sono tutte le emissioni indirette (non incluse nello Scope 2) che si verificano nella catena del valore della società segnalante, incluse le emissioni sia a monte che a valle.
Fonti:
www.ghgprotocol.org;
www.ghgprotocol.org/sites/default/files/standards/Corporate-Value-Chain-Accounting-Reporing-Standard_041613_2.pdf

Una modalità di gestione dei rischi finanziari ed in particolare creditizi legati ad aspetti di debolezza del profilo di sostenibilità delle controparti che ha il pregio di poter essere attivato senza il ricorso a particolari strumentazioni quantitative, è quello dei **covenant**. Ovviamente sono necessarie informazioni su quali possano essere i mitigant più adeguati della debolezza prima citata ed in particolare quelli che possono incidere positivamente sulla capacità di rimborso (es. dotazioni che possono migliorare la resilienza al contesto climatico in via di cambiamento). A tal fine è stata inserita nel questionario una apposita domanda, le cui risposte sono rappresentate di seguito.

FIG. 6 – Nell'ambito della concessione dei crediti viene talvolta richiesto il rispetto di clausole che riguardano il miglioramento della performance ambientale e/o sociale dell'impresa (covenant)?



È abbastanza evidente che gli strumenti tipo covenant sono per adesso ad appannaggio di pochi Rispondenti di grandi dimensioni (3 Rispondenti per il 56,7% del TA). Due Rispondenti (fra i 3 che hanno risposto sì) hanno fornito qualche maggiore informazione sulla natura dei covenant.

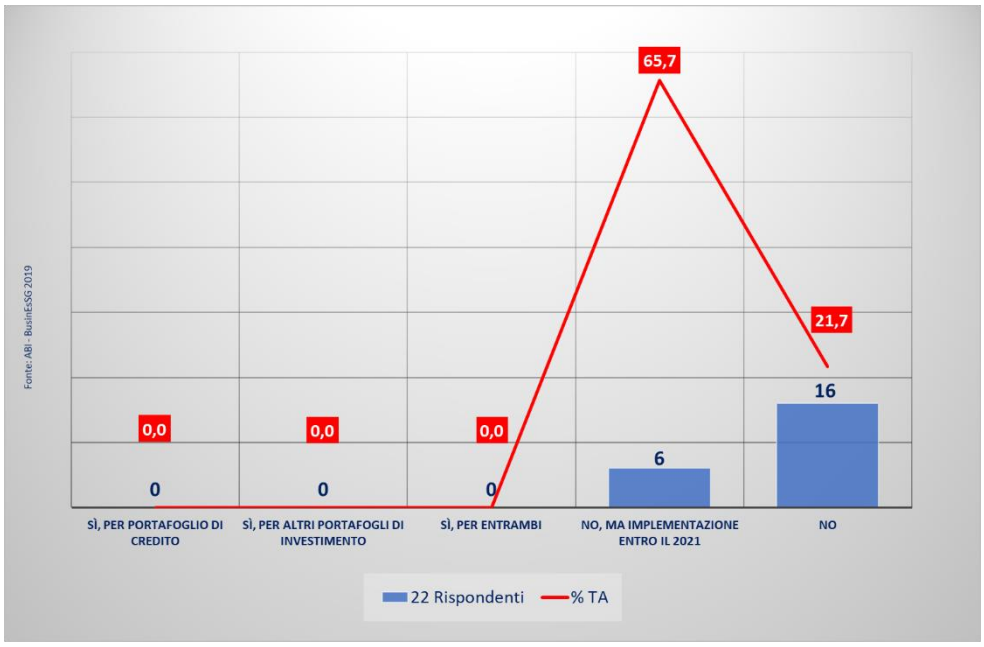
Rispetto ai diversi percorsi che le banche stanno promuovendo per agevolare l'integrazione degli elementi ESG nelle proprie attività - come ad esempio lo sviluppo di sistemi di scoring o rating per controparte o operazione volti a valutare la capacità del singolo cliente di gestire problematiche ambientali, sociali e di governance da affiancare alle valutazioni di tipo economico-patrimoniale – la promozione di Sustainable Loans è caratterizzata dai seguenti punti:

- si tratta di una soluzione che in tempi relativamente brevi può contribuire a migliorare la qualità dei portafogli
- permette di aumentare la curva di esperienze delle banche sui temi ESG per settori
- rispetto ai rating, per i quali sono necessari dati specifici one to one e metodologie ancora da sviluppare, i sustainable loans si basano soprattutto sull'engagement con il cliente
- possono essere valorizzate anche informazioni di contesto e di settore

volte a comprendere i rischi e le opportunità delle dimensioni ESG sull'attività economica[5].

Un ulteriore ambito indagato è se nella gestione del portafoglio (crediti e investimento) viene **valutato l'impatto di diversi scenari emissivi** (come ad es. uno scenario che ipotizzi che si attuino politiche per mantenere l'aumento delle temperature entro i 2°C rispetto ai valori preindustriali). Dalla FIG. 7 viene confermato che in questo ambito i lavori in corso sono notevoli e riguardano 6 Rispondenti per un TA pari al 65,7%.

FIG. 7 – Nell'ambito della gestione del vostro portafoglio (crediti e investimento) viene valutato l'impatto di diversi scenari emissivi (come ad es. uno scenario che ipotizzi che si attuino politiche per mantenere l'aumento delle temperature entro i 2°C rispetto ai valori preindustriali)?



Da questi 6 rispondenti si ricava che le principali **difficoltà** pesate per rilevanza sono nell'ordine la mancanza di informazioni e la difficoltà della modellistica.

Sul primo aspetto si è già detto mentre sul secondo si rimanda sia report del NGFS[6] che all'interessante paper "*The green swan - Central banking and financial stability in the age of climate change*" pubblicato dalla BIS nel gennaio 2020. A breve sarà anche disponibile un lavoro della Commissione Aifirm (cfr. Box 1).

Il tema di approcci forward-looking è centrale anche con riferimento ad una proposta che è stata elaborata a livello di EBF e della quale si dà conto nel paragrafo successivo.

[5] In questo contesto, l'ABI ha deciso nel 2020 di promuove il progetto interbancario "Supportare le imprese nel processo di transizione verso la sostenibilità" per approfondire il tema dei "Sustainable Loans", ovvero lo sviluppo di covenant su singoli contratti con l'obiettivo di incentivare controparti ritenute maggiormente performanti dal punto di ESG, oppure specifici investimenti volti ad accrescere la performance ESG di clienti con qualche debolezza in tale contesto. Il progetto si focalizzerà soprattutto sulla dimensione Environmental ed in particolare su quella connessa al Climate Change. L'approccio si focalizzarà su Sustainable Loan «Asset Based», ovvero valutazione ESG realizzata a livello di controparte e di operazione su aspetti di gestione straordinaria di medio termine (es. investimenti per innovazione di prodotto e/o di processo ovvero per mitigare il rischio fisico derivante dal cambiamento climatico), che presuppongono la conoscenza di settori / filiere e dei relativi bisogni delle imprese (anche PMI).

[6] Già citato vedi nota 1

Box 1

Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers - Aifirm - Report "Climate Change: valutare e far progredire la consapevolezza di un "nuovo" Financial Risk"
https://www.aifirm.it/climate-change-valutare-e-far-progredire-la-consapevolezza-di-un-nuovo-financial-risk/
limitato ai soci.

Paragrafo 2.2 Come valutare il rischio climatico: dalla costruzione degli scenari alla misurazione degli impatti finanziari
Come sottolineato da più fonti in letteratura, gli strumenti e le metodologie per valutare i rischi finanziari climatici sono in fase sperimentale. La commissione AIFIRM con questo documento intende innanzitutto illustrare i principi generali che dovrebbero guidare lo sviluppo di metodologie adeguate nonché fornire una panoramica dei dati e degli strumenti al momento utilizzati dagli intermediari finanziari. Difatti, solo pochi studi forniscono una visione integrata dei rischi climatici da una prospettiva finanziaria.
Il presente position paper propone un framework completo basato su prove di stress forward looking per l'analisi del rischio fisico e di transizione relativi a diversi scenari climatici. Nel progettare questo quadro, la commissione AIFIRM ha cercato di allinearsi alle attuali best practice in materia di stress test finanziari (Basel Committee on Banking Supervision, Stress testing principles October 2018 https://www.bis.org/bcbs/publ/d450.pdf). Ciò implica che le metodologie utilizzate possono, in linea di principio, essere facilmente applicate dalle banche sia nelle prove di stress bottom-up sia negli esercizi proposti dai supervisori nelle prove di stress top-down (es. EU-wide stress test proposto da EBA).
Per valutare l'impatto dei cambiamenti climatici sul rischio, si propone quindi un approccio a building block con metodologie che possono essere distinte principalmente in tre fasi:
1. definizione degli scenari climatici: la stima dell'impatto dei cambiamenti climatici e della transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio si basa innanzitutto sulla definizione di scenari forward looking. Questi scenari definiscono in che modo il cambiamento climatico avrà un impatto sulle variabili rilevanti per le attività economiche, in che modo una transizione mitigherà tali impatti e quali misure possono essere adottate per orientare la transizione;
2. stima degli impatti economici e finanziari: una volta stimato l'impatto del cambiamento climatico sulle variabili rilevanti per le attività economiche, le sue conseguenze devono essere tradotte in termini finanziari attraverso simulazioni macro e microeconomiche. Questo passaggio valuta sostanzialmente le ripercussioni dirette e indirette dei cambiamenti climatici e la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e identifica quali attori ne sono interessati e in che misura. Una volta identificati gli effetti economici, il passo successivo è stimare l'impatto di questi effetti sia sui flussi di cassa futuri sia sui bilanci;
3. trasformazione degli impatti finanziari in misure di rischio: sulla base di questa valutazione degli impatti, il passo successivo è calcolare come le variazioni dei cash flow e dei bilanci influenzeranno le varie misure di rischio (es. valori di mercato degli asset tangible e intangible, merito creditizio in termini di rating e di probabilità di default).
Senza pretesa di esaustività, le diverse ipotesi effettuate dalla commissione AIFIRM per implementare questi elementi sono descritte più dettagliatamente di seguito. Restano infatti aperte diverse tematiche metodologiche che sono state indirizzate nella discussione in modo qualitativo e nei limiti della ragionevolezza: 1) affrontare i limiti dei dati storici, 2) corretto orizzonte temporale dei modelli di rischio utilizzati, 3) trovare il giusto livello di granularità dei dati, 4) identificazione delle pertinenti metriche di esposizione al rischio climatico e 5) traduzione dell'impatto economico in metriche di rischio finanziario.

3. Risk management e vigilanza prudenziale

Considerando i mandati previsti (in particolare quelli derivanti da Art. 98(8) della CRD e Art. 434a e 449a della CRR 2), l'EBA il 6 dicembre ha emanato il suo Piano di azione per la finanza sostenibile e prevede di svolgere un notevole lavoro entro il 2025. Oltre ai mandati specifici, vi è un mandato generale incluso nel regolamento EBA sul monitoraggio dei rischi per le banche e la

stabilità finanziaria legati alle dimensioni ambientali, sociali e di governance (ESG).
Il piano d'azione illustra i seguenti step:

- strategia e gestione dei rischi
- metriche chiave e divulgazione
- stress test e analisi degli scenari
- trattamento prudenziale.

La logica di questa sequenza è la necessità innanzitutto di comprendere l'attuale business mix delle istituzioni dal punto di vista della sostenibilità al fine di misurarlo e gestirlo in relazione alla strategia prescelta.
La classificazione delle attività considerando anche la prospettiva della sostenibilità consentirà quindi alle istituzioni e ai regolatori di condurre valutazioni empiriche di un adeguato trattamento prudenziale.
Il piano d'azione comprende delle sezioni relative alle aspettative dell'EBA rispetto alle attività svolte dalle banche. Sebbene l'esatta manifestazione della transizione e del rischio fisico rimanga incerta, l'EBA incoraggia già da ora gli istituti finanziari ad agire per **incorporare i fattori ESG nelle** loro **strategie aziendali** e per **identificare** e **monitorare i connessi rischi** sia con misure semplici (quali il c.d. **green asset ratio**) sia con **analisi di scenario** che nell'opinione dell'EBA sono validi strumenti per individuare le esposizioni bancarie soggette ai fattori di rischio ESG e comprendere la **magnitudo della esposizione**.
Per la professione del Risk Manager bancario e di Credit Risk Managers in particolare, si tratta in sostanza di una **forte chiamata a considerare dei nuovi risk drivers, partendo dal cambiamento climatico**. Il livello di incertezza sottesa alla portata di tali risk drivers unitamente alla circostanza per cui i fattori di vulnerabilità delle controparti bancarie a tali risk drivers sono differenziati per settori e aree geografiche impongono modifiche nei dati da considerare, nelle metodologie da utilizzare, nel tipo di decisioni da prendere per banche e regulators.
Gli output previsti dall'EBA e il relativo timing sono i seguenti:

1. EBA report sull'incorporazione di ESG nella gestione e supervisione del rischio (Discussion paper 2020, Final report 2021, update of relevant EBA GL or new GL 2022-2024)
2. Updated ITS on Pillar 3 Disclosure – ESG Disclosure (Consultation paper 2020, Final draft ITS 2021)
3. RTS di ESA su divulgazione per consulenti e investitori (Consultation paper 2020, Final draft RTS 2021)
4. EBA Report sulla classificazione e il trattamento prudenziale delle attività da una prospettiva di sostenibilità (Discussion paper 2022-2024, Final Report by June 2025).

L'EBA, come le altre autorità europee di vigilanza, parteciperà ai lavori della c.d. Sustainable Platform avente l'obiettivo di aggiornare la Tassonomia.
Quale apporto al dibattito sulla valutazione di fattibilità per un trattamento prudenziale dedicato a esposizioni bancarie relative a attività sostenibili, e quindi al Report EBA di cui al precedente punto 4), l'ABI ha concorso alla definizione della proposta di un fattore di riduzione dei requisiti minimi patrimoniali denominato **Sustainable Finance Supporting Factor – SFSF**, presentato nel corso della Cop25 di Madrid insieme ad altre forme di incentivo non prudenziali (cfr. documento ***EBF "Encouraging and rewarding sustainability - Accelerating sustainable finance in the banking sector"*** [7]).

[7] https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2019/12/ENCOURAGING-AND-REWARDING-SUSTAINABILITY-Accelerating-sustainable-finance-in-the-banking-sector.pdf

La proposta nasce da una serie di considerazioni sintetizzate nel documento EBF prima citato:

*"**The traditional retrospective approach does not capture the risk**. While sound forward-looking techniques capturing the longer-term nature of environmental risks are emerging they are not yet available at large scale, and may not be easily incorporated into the prudential framework given the different time horizon [8] [9] [10]….. Sustainable activities often benefit from environmental/social public policies and general consumption trends which are likely to impact their performance positively, extending this positive effect to the financial and credit market perspective, because of an improved credit risk valuation. Research into the performance of sustainable investments, both in terms of risk and profitability is emerging. Given that there is already some evidence that the performance of companies listed on the stock exchange and the quality of governance are correlated, we would expect a similar correlation to be found between the ESG performance of companies and their ability to manage climate risk, especially in those sectors where this ESG-related risk is most significant…… **Credit risk sensitivity should be followed as a main principle when considering any capital reduction measures. The capital relief should be, to a certain extent, reflective of the reduced financial risk, while acting as an incentive to invest in sustainable activities at the same time.**"*

Grazie alla Tassonomia UE si ha, o si avrà tra breve, un riferimento per la individuazione delle attività economiche che forniscono un contributo rilevante alla mitigazione del cambiamento climatico e che sono ben posizionate dal punto di vista dell'adattamento: sul fronte delle attività considerabili controproducenti rispetto al raggiungimento degli obiettivi ambientali un analogo manca. Anche per questa ragione la proposta della EBF si incentra sul sostegno, attraverso un corretto adeguamento degli RWA, alle attività positivamente posizionate rispetto agli obiettivi incarnati dalla Tassonomia.

Infatti, l'SFSF proposto può essere applicato solo a **Eligible exposures** ossia a quelle singole

[8] ECB - Climate change and financial stability "A monitoring framework for climate change-related risks in the financial sector would require more comprehensive information on carbon emissions and the exposures of banks and other financial institutions. In addition, scenario analyses and/or stress tests need to be developed to cater for transition risk in a forward-looking manner."
https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart201905_1~47cf778cc1.en.html#toc1

[9] Some forward-looking approaches are emerging even if mainly in the field of investment portfolios. For example, CLIMAFIN methodology, is now applied by several central banks and regulators (e.g. EIOPA) to price climate transition risks in the value of sovereign bonds and assess the largest losses on insurances' portfolios. The methodology is transparent and peer reviewed and already operational and applied e.g. to the portfolio of the Austrian National Bank). The logical framework (taking into account climate scenarios and climate policy/transition scenarios in order to assess the risk connected to some assets) could be analysed in order to be replicated on sample exposure from a portfolios of loan exposures asset classes. For the climate stress test methodology using forward looking climate transition scenarios and shocks trajectories to calculate climate financial risk metrics, please refer to:
Battiston S., Mandel A, Monasterolo I., Schuetze F. & G. Visentin (2017). A Climate stress-test of the EU financial system. Nature Climate Change, 7, 283–288.

[10] (Nota non inclusa nel documento della EBF)
Highlights of the CLIMAFIN framework applied to Climate-stress testing

1. The climate stress-test framework allows financial supervisors to think of climate risk in terms of purely financial risk: this is relevant for institutions with no public policy mandate.
2. A current major concern for EU financial supervisors and EC DG-FISMA: firms' mismanagement of financial risk would affect the valuation of large portions of asset in the equity, bonds, and loans markets.
3. Indirect amplification effects due to the networks of financial contracts can be as large as the direct effects and need to be accounted for by appropriate network valuation models
4. The framework incorporates scientific knowledge about climate and translates climate transition risk into adjustments of financial risk and financial valuation of assets, including the network effects.
5. Relevant climate policy shocks scenario should be identified by financial supervisors together with the scientific community, in order ensure the credibility of the exercises.
6. The framework allows to achieve financial stability objectives: if financial firms integrate forward-looking climate-related financial risks, an endogenous (and possibly smooth transition) is more likely to occur.
7. Components of the framework have been already applied in the financial stability review of ECB (2019) and EIOPA (2018).

Gli Highlights sono tratti da "Joint JRC - EBA workshop on Banking Regulation and Sustainability" 2020 JRC119403 chapter 11. *A science-based climate-stress testing framework to integrate forward-looking climate transition risk into existing supervisory* - Stefano Battiston, University of Zurich and Irene Monasterolo, Vienna University of Economics and Business.

esposizioni aventi contemporaneamente due caratteristiche (ove la prima non era prevista nella precedete proposta ormai abbandonata del GSF - Green Supporting Factor):

1. devono essere connesse a quelle classi di attività economiche/progetti citati nella Tassonomia EU per le quali **sia stata valutata altamente probabile una riduzione del profilo di rischio di credito proprio in virtù della loro sostenibilità**. Si tratta delle **Elibigle economic activities** (definiti talora anche **Eligible asset classes**) individuabili a livello istituzionale (ossia nella proposta EBF, da parte di EBA) con i metodi forward-looking a cui si accennava prima o comunque con approcci in parte innovativi
2. devono essere connesse ad attività economiche che singolarmente siano conformi agli screening criteria e alle altre previsioni della Tassonomia (per adesso la Tassonomia considera solo i due obiettivi ambientali di significativo contributo alla mitigazione e adattabilità, ma il meccanismo dell'SFSF di cui sopra potrà estendersi verso gli altri obiettivi ambientali e agli obiettivi sociali).

Prima di approfondire il punto 1 che qualifica la proposta del SFSF, sul punto 2 è bene precisare che le banche, a prescindere da valutazioni connesse ai requisiti prudenziali, potranno essere chiamate ad individuare nei propri portafogli le esposizioni connesse ad attività "compliant con la Tassonomia".

E' questa la motivazione per cui l'ABI partecipa al progetto "***Sustainable Finance: High Level Recommendations on the voluntary application of the EU Taxonomy to core banking products***", promosso da FBE e UNEP FI (il Programma per l'Ambiente – Istituzioni finanziarie delle Nazioni Unite), proprio per valutare in che misura e secondo quali modalità la Tassonomia possa eventualmente **applicarsi volontariamente** alla valutazione di sostenibilità di altri portafogli/prodotti bancari (diversi dai prodotti e servizi di investimento) non previsti dal Regolamento ma per i quali la Tassonomia potrebbe diventare comunque uno standard di riferimento (es. in relazione ad eventuali richieste di reporting e disclosure in ambito Vigilanza Prudenziale).

Tra i portafogli/prodotti focus del progetto vi sono i seguenti:

- Prestiti al dettaglio - per efficientamento energetico abitazioni e per veicoli elettrici
- Prestiti corporate - per efficientamento energetico edifici commerciali e prestiti ad imprese finalizzati ad attività/progetti sostenibili dal punto di vista ambientale
- Prestiti alle PMI finalizzati ad attività/progetti sostenibili dal punto di vista ambientale.

Il lavoro comprenderà, tra l'altro, l'individuazione di eventuali lacune tra le pratiche di classificazione esistenti e la Tassonomia dell'UE, la valutazione di iniziative già avviate su cui fare leva, l'anticipazione di vincoli operativi, la raccolta di fonti di dati.

Sul punto 1, si auspica che l'EBA, attesa la natura del **SFSF come misura correlata alla ridotta rischiosità delle posizioni e quindi non incoerente con gli obiettivi di stabilità degli intermediari**, si faccia promotore delle analisi volte ad individuare gruppi di Eligible economic activities nell'ambito della Tassonomia.

L'approccio proposto, per altro, potrebbe rappresentare una concretizzazione di un interessante punto di vista espresso proprio da un rappresentante dell'EBA (cfr. Box 2). Coerentemente con l'approccio di vigilanza pro-attivo suggerito nel Box, si ritiene che il SFSF possa essere un importante strumento di incentivo per urgenti processi di transizione volti a sviluppare o incrementare attività economiche sostenibili e dunque a **concretizzare sinergicamente gli obiettivi di stabilità e sostenibilità delle banche nell'attività creditizia**.

Box 2

Tratto da "Joint JRC - EBA workshop on Banking Regulation and Sustainability" 2020 JRC119403 chapter 18. *Role of business models in mitigating sustainability risks in banking sector* - Slavka Eley - European Banking Authority

"How to get the banking sector on the transition path considering the scientific evidence, societal expectations, public policies (e.g. Paris agreement and Sustainability Development Goals), while ensuring a risk based prudential approach and respecting the freedom for banks to choose business models considering their strategic objectives?

Generally, there are two main avenues for achieving 'acting now' on the ESG risks by the banking sector. The first approach is via risk management, incorporating ESG factors into the framework and translating the ESG risks into financial risks. This avenue involves incorporating a longer-term time horizon into the risk management with easily understood, simple and comparable metrics. In particular, it involves scenario analysis as an important tool to understand the potential impact. From the understanding of the impact on financial performance and financial stability of a bank, the management can reflect such knowledge into adjustments of business model and internal processes.

The second approach involves recognizing that scientific evidence and public policies included in specific long-term commitments of many governments, and other public bodies constitute significant changes for the economic environment long-term and these, if not considered in the adjustments of the business model and transition strategy, might negatively affect financial stability and solvency of a bank long-term. This avenue also considers societal expectations on public and private players to contribute to the overall objectives of sustainable development.

The first approach is fully consistent with a risk-based prudential framework; however, it can be seen as 'reactive' as first banks need to conduct material scenario analysis and measurement of potential impact as evidence to adjust their business model.

The second approach is also compatible with a risk-based approach while being 'proactive.' Under this approach, by analyzing the expected impact of public policies and customers' expectations, banks proactively implement changes of the business models and internal processes (e.g. sustainable business targets, green and social products, loan origination procedures, pricing considering ESG risks) to reflect these. At the same time, proactive strategies for incorporating sustainability considerations in business strategy and internal processes can effectively play a role of an important mitigation tool of the potential impact of the ESG risks on banks long-term."

Il meccanismo del SFSF è assimilabile a quello del SME Supporting factor (cfr. Box 3 e Figura 8**).** Nella proposta, vedasi ultima parte del Box 3, è anche prevista una review clause ogni 3 anni ma quello che forse è ancora più importante far notare è che gli stessi proponenti lo configurano come un elemento temporaneo: citando sempre il medesimo documento, "*Once a bank will have a validated IRB o IRBA model that factors in the ESG dimension, the supporting factor will no longer be applicable"*. Questa caratteristica porta in effetti a far considerare la misura proposta più come un fattore di correzione della (attuale) incapacità di integrare nella valutazione delle attività sostenibili il loro migliore posizionamento prospettico in termini di rischiosità.

Tre ulteriori aspetti della proposta sono i seguenti. Il **veicolo normativo** nel quale inserire la proposta è negli auspici dei proponenti la prossima **CRR3** i cui lavori sono da poco iniziati (la richiesta è stata inserita anche nel documento *ABI comments on the EU Commission "Public consultation document implementing the final Basel III reforms in the EU"* - January 2020). Infatti, sebbene si sia consapevoli che il mandato dell'EBA riguardo la tematica ha scadenza

2025 si ritiene percorribile **inserire il solo meccanismo del SFSF nella normativa primaria**, lasciando poi alla regolamentazione accessoria la specifica delle Eligible economic activities e della calibrazione del SFSF entro margini comunque predefiniti in normativa primaria.

Attendere il 2025 farebbe correre il rischio di un ulteriore ritardo nella implementazione di una misura che nasce proprio dalla esigenza de "acting now" di cui al Box 2.

Secondo aspetto: vi è ad oggi, con dati scarsi e un processo appena avviato, una concreta possibilità di individuare Eligible asset classes?. Ebbene, per quanto focalizzato in un ambito in cui la tradizionale analisi retrospettiva risulta sostanzialmente utilizzabile e per quanto si tratti di un caso in cui i grandi numeri agevolano le stime, un **concreto esempio di Eligible asset classes** potrebbero essere costituito dai c.d "Mutui Verdi" per i quali si sta procedendo proprio a dimostrare la ridotta rischiosità finanziaria[11]. Per tali fattispecie, che sono così rilevanti in termini di impatto climatico, dovrebbero essere studiati dei percorsi **fast track** nel veicolo normativo CRR3 di cui sopra.

Box 3

Tratto da "Encouraging and rewarding sustainability - Accelerating sustainable finance in the banking sector" – European Banking Federation 2019 (https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2019/12/ENCOURAGING-AND-REWARDING-SUSTAINABILITY-Accelerating-sustainable-finance-in-the-banking-sector.pdf)

*Introducing a targeted supporting factor for **eligible exposures does not substitute the creditworthiness assessment** performed by credit institutions and required by the existing prudential framework. As with any other credit exposure, the first prerequisite to grant the credit remains a proper credit quality standing and proper risk management. Therefore, as in the case of any other specific asset class already foreseen in the CRR, the creditworthiness of eligible borrowers and capital requirements will be assessed by banks according to the Regulations and Guidelines in force, before the supporting factor is applied, as an adjustment to risk weights for non defaulted exposures. **The supporting factor would only apply after the capital has been computed as usual and therefore be used as a "discount at checkout", irrespective of the use of the standard or the IRB/IRBA approach, the type of financial product or its duration.***

Exposures that are sustainable under the EU taxonomy but do not belong to the Eligible asset classes would not benefit from the reduction in own funds requirements and will continue to be subject to the usual capital calculation regime.

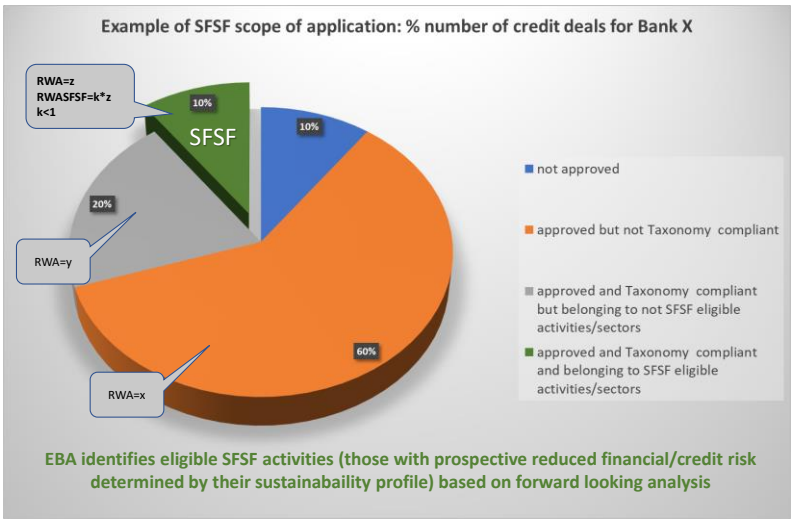
As for the supporting factor on infrastructure and social projects recently introduced (Art. 501a of CRR II), which can be combined with the one for SMEs exposures (SMESF), it should be possible to combine the SFSF with other supporting factors. The application of one supporting factor should not rule out the application of other supporting factors; rather, there should be a cumulative approach making it possible to acknowledge all the relevant factors for each category.

*The introduction of the supporting factor should be subject to an **evaluation three years after** its introduction, in particular, to assess its effectiveness in steering funds towards sustainable activities and the increase in the proportion of banks' sustainable business.*

[11] Tra le iniziative nate in ambito europeo in linea con le azioni previste dal "Green Deal europeo" all'interno della "strategia rinnovata in materia di finanza sostenibile" e in tema di "efficienza energetica", va segnalata l'Energy Efficient Mortgages Initiative (EEMI), nata a giugno 2017 e finanziata dal programma Horizon 2020, promossa dalla European Mortgage Federation - European Covered Bond Council (EMF-ECBC) con l'obiettivo di promuovere a livello europeo lo sviluppo del mercato dei finanziamenti erogati per favorire l'efficienza energetica degli immobili (i cosiddetti "mutui verdi"). L'iniziativa, tra le altre, è volta a dare evidenza empirica al rapporto inversamente proporzionale tra efficienza energetica e probabilità di default, ovvero che a maggiore efficienza energetica della proprietà immobiliare corrisponde una minore probabilità di default del mutuatario. A tal fine è stata avviata la fase "pilota" del progetto anche al fine di raccogliere dati utili per dimostrare il basso livello di rischiosità dei "mutui verdi" e, conseguentemente, ottenere un trattamento prudenziale di favore ai fini di vigilanza. Alla fase pilota partecipano ad oggi, 54 banche europee basate in Italia, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Olanda, Norvegia, Portogallo, Romania, Spagna, Svezia e Regno Unito. Per l'Italia, oltre ad ABI, hanno aderito 16 banche e soggetti non bancari tra i quali, Amtrust International, Green Building Council Italia, Crif, e l'Università Ca' Foscari.

Le attività dell'EEMI sono oggetto di discussione anche nell'ambito del "Tavolo tecnico per favorire la riqualificazione degli immobili" (di seguito "Tavolo Tecnico") promosso dall'ABI e composto dai rappresentanti dei principali soggetti istituzionali pubblici e privati interessati alla riqualificazione degli edifici in Italia avente tra gli obiettivi l'individuazione degli strumenti che possono favorire l'offerta di finanziamenti/investimenti per la riqualificazione energetica degli edifici in Italia e la diffusione a livello nazionale della cultura della riqualificazione energetica degli immobili.

FIG. 8 - Sustainable Finance Supporting Factor



Tratto da chapter 21. Encouraging and rewarding sustainability: Accelerating sustainable finance in the banking sector - Claudia Pasquini - in Alessi Lucia (Ed.), Joint JRC- EBA workshop on Banking Regulation and Sustainability, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2020.

Da ultimo un aspetto di fondamentale importanza. La Tassonomia colma per certi versi il gap di know how del mondo bancario in termini di individuazione di attività che forniscono un contributo rilevante agli obiettivi ambientali e fornisce quindi una prima indicazione sui potenziali risk and opportunities drivers (d'altra parte l'ABI ha già da tempo espresso oltre a degli apprezzamenti, anche una serie di riserve rispetto alla Tassonomia, molte delle quali condivise a livello EBF: le principali sono riportate nel Box 4). Il complemento alle Eligible exposures è costituito da un insieme eterogeneo di esposizioni connesse a varie tipologie di attività che sono parimenti importanti sia da un punto di vista di business bancario che di sostenibilità. Si tratta di attività economiche che:

a) sono citate in Tassonomia ma per le quali non si è potuto procedere a valutare la compliance alla Tassonomia stessa per mancanza di dati e informazioni
b) sono citate in Tassonomia ma, con i dati che la stessa richiede, si è appurato non superino gli screening criteria e le altre previsioni di conformità alla Tassonomia (neanche della tipologia transition)
c) sono citate in Tassonomia, con i dati che la stessa richiede, si è appurato che superano gli screening criteria e le altre previsioni di conformità alla Tassonomia ma non sono connesse ad Eligible economic activities
d) non sono citate in Tassonomia.

Per ciascuna di esse, chi si occupa di risk management potrà trovare un approccio differente ma certamente rappresentano un oggetto di interesse. Ad esempio, anche da un punto di vista competitivo sarà interessante individuare tra quelle del gruppo a) e b) quelle che hanno il potenziale per migrare tra le Elibigle e chiedono finanza per questo percorso. Oppure, sarà importante strutturare dati e metodologie in modo da poter individuare sui portafogli della banca le esposizioni che mostrano un effettivo rischio prospettico non catturato dalle valutazioni istituzionali per le Eligible economic activities. Ancora, si potranno analizzare casi di crediti problematici per individuarne la componente ad impatto negativo di tipo climatico o ESG in senso lato e aumentare in tal modo la curva di esperienza su questi nuovi risk drivers.

L'impulso che un approccio prudenziale può dare alla gestione dei rischi nelle banche, che si è cercato di descrivere sopra, non è l'unica direzione

possibile: certamente come si è assistito nel caso di altri risk drivers o addirittura di rischi nuovi, i due ambiti si contaminano ciclicamente a vicenda e quindi sarà interessante seguire questa evoluzione lungo la quale non si dovrà mai perdere di vista il tema degli obiettivi ambientali, della stabilità finanziaria, della remunerazione del business bancario.

Il messaggio principale relativamente al tema della gestione del rischio climatico e ambientale nelle banche italiane, pur nella consapevolezza della complessità del tema, è ottimistico: investendo adeguatamente in metodologie e ricerca, raccolte di dati e formazione, sposando un approccio proattivo e di lungo periodo con azioni da intraprendere però nel breve, appare possibile una sorta di triplice "win", ossia un triangolo virtuoso i cui vertici sono costituiti da:

- ✓ controparti bancarie
- ✓ banche e supervisori
- ✓ obiettivi ambientali e in primis il contrasto al cambiamento climatico.

Box 4

Estratto da - Tassonomia europea delle attività economiche sostenibili: sfide e opportunità per l'industria bancaria. A cura di ABI in "L'unione Europea e la finanza sostenibile – Impatti e prospettive per il mercato italiano", di Forum per la finanza sostenibile – ABI – Assogestioni (https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2019/11/Manuale-Europa-IT-Web.pdf)

Usabilità della tassonomia

ABI ritiene che il successo e l'usabilità della tassonomia dipenderanno dai seguenti aspetti, tra cui è cruciale la disponibilità dei dati (N.d.A. su questo tema si veda quanto già riportato nel capitolo precedente sezione 3):

Un linguaggio comune

ABI considera la tassonomia come un **linguaggio comune** che potrebbe essere applicato da tutti i partecipanti al mercato (finanziario e non finanziario). È tuttavia importante **distinguere tra l'uso volontario e obbligatorio**: si ritiene opportuno che, in termini generali, la possibile applicazione della tassonomia avvenga su base volontaria, e che invece ci sia l'obbligo di riferirsi ad essa solo per i prodotti finanziari commercializzati esplicitamente come sostenibili.

Semplicità

Quanto più la tassonomia includerà **informazioni semplici, chiare e inequivocabili** relativamente all'ecosostenibilità delle attività economiche oggetto di valutazione da parte degli operatori finanziari, tanto più **si eviteranno i rischi di "greenwashing"** e si consentirà la mobilitazione di tutti gli attori (banche e imprese) con i volumi di operatività e i tempi richiesti.

Operatività

L'usabilità della tassonomia dipenderà anche dal modo in cui sarà implementata considerando **l'automatizzazione dei processi e l'integrazione nei sistemi IT**. Se la finanza sostenibile rimanesse un processo molto "manuale", il numero di transazioni sostenibili non aumenterebbe.

Mitigazione e adattamento

Si apprezza che le attività incluse nella tassonomia siano considerate in virtù sia del loro contributo alla mitigazione (ad esempio, evitando o riducendo emissioni di gas serra), sia del loro contributo all'adattamento al cambiamento climatico già verificatosi e prevedibile nel futuro (ad esempio, incrementando la capacità di adattamento per siccità, alluvioni, innalzamento livello mari, costi energetici crescenti, ecc.). Infatti, è verosimile che **per le banche il rischio finanziario connesso al mancato adattamento del business dell'impresa al cambiamento climatico sia più rilevante** di quello legato a misure insufficienti attivate dall'impresa per la mitigazione del cambiamento climatico. (N.d.A. per tanto si attende che la Tassonomia per la parte di adattamento sia completata opportunamente).