



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili



Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti

DOCUMENTO DI RICERCA

FINANZA SOSTENIBILE E FATTORI “ESG”: STATO DELL’ARTE, SVILUPPI FUTURI E OPPORTUNITÀ

ROBERTO DE LUCA
NICOLA LUCIDO



3 FEBBRAIO 2022

SOMMARIO

1. PREMESSA E INQUADRAMENTO NORMATIVO	2
2. DEFINIZIONE DI INVESTIMENTI SOSTENIBILI E REGIME INFORMATIVO	7
3. <i>NON-FINANCIAL REPORTING</i> E ONERI INFORMATIVI PER LE IMPRESE	8
3.1. Fattori ESG nella redazione del bilancio: la relazione sulla gestione	11
4. NORMATIVA BANCARIA, MERITO CREDITIZIO E FATTORI ESG	12
4.1. Indicatori per la valutazione dei rischi ESG da parte delle banche	19
5. FATTORI ESG, COSTO DEL CAPITALE, PERFORMANCE FINANZIARIE E STRUMENTI DI <i>CAPITAL BUDGETING</i>	21
6. I PRINCIPALI STRUMENTI DI FINANZA SOSTENIBILE A DISPOSIZIONE DELLE IMPRESE	25
6.1. Mercati finanziari per gli strumenti di finanza sostenibile e principali dati nazionali.....	27
6.2. Principi e standard di riferimento	29
7. IL RUOLO DEI COMMERCIALISTI E LE OPPORTUNITÀ FUTURE PER IMPRESE E PROFESSIONISTI	31

1. Premessa e inquadramento normativo

Il 25 settembre 2015, l'Assemblea Generale delle Nazioni Unite ha approvato il programma d'azione **Agenda 2030** per lo sviluppo sostenibile, articolato in 169 "target" raggruppati in 17 macro-obiettivi (*Sustainable Development Goals*, di seguito anche "SDGs"), da raggiungere in ambito ambientale, economico, sociale e istituzionale entro il 2030¹.

In coerenza con il ruolo decisivo svolto, nella definizione dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, dall'Unione europea, quest'ultima ha assunto l'impegno di guidarne anche la fase di attuazione, mediante l'integrazione degli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs) nelle politiche europee.

Nello stesso anno, la Commissione Europea, sottoscrivendo gli Accordi di Parigi, ha concordato sulla necessità di raggiungere, entro il 2030, obiettivi in termini di riduzione dei gas serra rispetto ai livelli del 1990 (- 40%), percentuale di fabbisogno energetico soddisfatto attraverso fonti rinnovabili (32%) e miglioramento dell'efficienza energetica rispetto al 1990 (+32,5%).

Nel febbraio 2020, dando seguito a quanto preannunciato nella Strategia annuale per la crescita sostenibile, la Commissione europea ha presentato le relazioni per Paese 2020, recanti un'analisi e un monitoraggio più approfonditi degli SDGs, in cui a corredo dell'analisi delle dinamiche economiche e sociali, figura altresì una sezione dedicata alla sostenibilità ambientale, con lo scopo di appoggiare le iniziative degli Stati membri e individuare sinergie e possibili compromessi tra le politiche ambientali, sociali ed economiche a livello nazionale. Un apposito allegato alle relazioni per Paese illustra inoltre la performance del singolo Stato membro in questione proprio in relazione agli SDGs e ne monitora i progressi in base agli indicatori predisposti da Eurostat.

La Commissione ha anche invitato gli Stati membri a fare monitorare l'attuazione degli obiettivi di sviluppo sostenibile nei rispettivi programmi nazionali di riforma (PNR), che consentirà di cogliere gli aspetti trasversali all'economia delle politiche connesse agli obiettivi di sviluppo sostenibile.

Per ciò che concerne gli aspetti più strettamente connessi alle dinamiche finanziarie e agli strumenti per il supporto ai target di crescita sostenibile e, più in generale, alla realizzazione dell'Agenda 2030, le istituzioni europee hanno avviato un ampio programma di riforma dei mercati finanziari²: a dicembre 2016 la Commissione Europea ha costituito un gruppo di esperti (*High-Level Expert Group on Sustainable Finance* – "HLEG") con il compito di elaborare raccomandazioni funzionali allo sviluppo della finanza sostenibile.

Sulla base delle raccomandazioni dell'HLEG, a marzo 2018 la Commissione Europea ha pubblicato il **Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile**³ ("Action Plan on Financing Sustainable Growth"), che contiene una serie misure specifiche e relative scadenze, con l'obiettivo di incrementare e

¹ Il programma è stato adottato all'unanimità dai 193 Paesi membri delle Nazioni Unite con la Risoluzione 70/1 del 15 settembre 2015, intitolata: "Trasformare il nostro mondo. L'Agenda per lo sviluppo sostenibile".

² Commissione Europea, "Unione dei mercati dei capitali – Accelerare le riforme", COM (2016) 601, 14 settembre 2016.

³ Commissione Europea, "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", COM (2018) 97, 8 marzo 2018.

sostenere gli investimenti in progetti sostenibili, promuovendo l'integrazione di criteri ambientali, sociali, e di governance ("ESG") nella gestione dei rischi e nell'orizzonte temporale valutato dagli operatori finanziari. In particolare, le azioni previste sono destinate a:

- orientare flussi finanziari verso investimenti sostenibili. L'Europa, infatti, registra un divario annuo di investimenti di quasi 180 miliardi di EUR per realizzare gli obiettivi climatici ed energetici dell'UE entro il 2030. Secondo le stime della Banca europea per gli investimenti (BEI), il divario di investimenti complessivo nei trasporti, nell'energia e nell'infrastruttura di gestione delle risorse ha raggiunto una strabiliante cifra annua di 270 miliardi⁴;
- gestire in modo più efficace i rischi finanziari che derivano dal cambiamento climatico, dal consumo di risorse, dal degrado ambientale e dalle disuguaglianze sociali. Attualmente i rischi ambientali e climatici non sono adeguatamente tenuti in considerazione dal settore finanziario. L'incremento delle catastrofi naturali di origine meteorologica significa che le imprese di assicurazione devono prepararsi a fronteggiare costi maggiori. Le banche saranno anch'esse esposte a maggiori perdite a causa della minore redditività delle imprese più esposte ai cambiamenti climatici o altamente dipendenti da risorse naturali in via di esaurimento. Fra il 2000 e il 2016, a livello mondiale, le catastrofi naturali di origine meteorologica hanno registrato un incremento del 46% e fra il 2007 e il 2016 le perdite economiche dovute a condizioni meteorologiche estreme nel mondo intero sono aumentate dell'86% (117 miliardi di euro nel 2016)⁵;
- migliorare la trasparenza e incoraggiare un approccio di lungo periodo nelle attività finanziarie. La trasparenza delle imprese sui temi della sostenibilità costituisce un prerequisito che consente agli attori del mercato finanziario di valutare adeguatamente la creazione di valore a lungo termine da parte delle imprese nonché la relativa gestione dei rischi di sostenibilità. Le comunicazioni societarie sono inefficaci se i rischi a più lungo termine non sono del tutto trasparenti e quindi impossibili da tenere in considerazione.

In definitiva, al fine di orientare i flussi di capitale verso attività economiche più sostenibili, saranno messe in campo 10 azioni fondamentali, sintetizzate nella tabella seguente.

⁴ BEI, "Restoring EU competitiveness" ("Recupero della competitività dell'UE"), 2016. La stima fino al 2020 include gli investimenti intesi a modernizzare i trasporti e la logistica, ad aggiornare le reti energetiche, ad aumentare i risparmi energetici, le energie rinnovabili e a migliorare la gestione delle risorse, compresi i rifiuti e l'acqua.

⁵ Relazione Lancet 2017.

Tabella 1 - I dieci punti del Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile

1.	Introdurre una "tassonomia" europea per la finanza sostenibile, per la definizione e classificazione delle attività economiche sostenibili
2.	Creare standard e certificazioni di qualità per i prodotti finanziari sostenibili, per garantirne la credibilità e rafforzare la fiducia degli investitori
3.	Incrementare gli investimenti verso progetti sostenibili
4.	Modificare le Direttive MiFID II e IDD e le linee guida ESMA sulla valutazione di adeguatezza dei prodotti, per garantire che le preferenze in materia di sostenibilità siano tenute in considerazione nella valutazione dell'adeguatezza
5.	Rendere più trasparenti le metodologie adottate dagli index provider nella costruzione dei benchmark di sostenibilità, elaborando indici di riferimento
6.	Stimolare l'integrazione dei criteri di sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG) da parte delle società di rating e di ricerca di mercato
7.	Introdurre i criteri di sostenibilità nella definizione di dovere fiduciario, che vincola gli investitori istituzionali ad agire nel migliore interesse dei beneficiari
8.	Valutare una riduzione nei requisiti patrimoniali delle banche in relazione agli investimenti sostenibili in materia ambientale (c.d. "green supporting factor"), nel caso in cui i profili di rischio siano effettivamente inferiori
9.	Migliorare qualità e trasparenza della rendicontazione non finanziaria delle imprese
10.	Incoraggiare l'integrazione dei criteri ESG nel governo societario e attenuare la visione di breve periodo da parte dei mercati dei capitali

Il **Regolamento UE 2018/1999⁶** relativo alla governance dell'Unione dell'energia e dell'azione per il clima ha introdotto procedure e delineato le attività da porre in essere per il conseguimento di specifici target energetici e climatici entro il 2030, vale a dire:

- riduzione delle emissioni di gas ad effetto serra di almeno il 40% rispetto al 1990⁷;
- incremento della quota di energia da fonti rinnovabili nel consumo finale lordo di energia del 32%;
- aumento di almeno il 32,5% dell'efficienza energetica, con specifici obblighi di risparmio energetico per ciascun Stato membro.

Al fine di conseguire tali obiettivi, il Regolamento UE delinea cinque macro-aree di manovra:

a. sicurezza energetica;

⁶ REGOLAMENTO (UE) 2018/1999 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO dell'11 dicembre 2018 sulla governance dell'Unione dell'energia e dell'azione per il clima che modifica le direttive (CE) n. 663/2009 e (CE) n. 715/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, le direttive 94/22/CE, 98/70/CE, 2009/31/CE, 2009/73/CE, 2010/31/UE, 2012/27/UE e 2013/30/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, le direttive del Consiglio 2009/119/CE e (UE) 2015/652 e che abroga il regolamento (UE) n. 525/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio.

⁷ Tale obiettivo viene declinato in maniera differente per ciascuno Stato membro: per l'Italia il target al 2030 è una riduzione del 33% rispetto al livello nazionale 2005.

- b. mercato interno dell'energia;
- c. efficienza energetica;
- d. decarbonizzazione;
- e. ricerca, innovazione e competitività.

Successivamente, la Commissione ha elaborato una ulteriore serie di proposte di Regolamenti⁸ relativi a:

1. **Un sistema di classificazione unificato a livello dell'UE ("tassonomia")**: la proposta definisce criteri armonizzati per stabilire se un'attività economica è ecosostenibile. La Commissione individuerà le attività che soddisfano tali criteri, tenendo conto delle pratiche e delle iniziative attuali del mercato. Ciò dovrebbe fare chiarezza sulle attività considerate ecosostenibili, per consentire agli operatori economici e agli investitori di prendere decisioni più informate. Potrebbe anche rappresentare un punto di partenza per la definizione di norme tecniche e marchi per i prodotti finanziari sostenibili, preannunciata nel piano d'azione della Commissione sulla finanza sostenibile.
2. **Obblighi degli investitori e adempimenti informativi**, al fine di introdurre coerenza e chiarezza sulle modalità con cui gli investitori istituzionali integrano i fattori ESG nel loro processo decisionale. I gestori di patrimoni e gli investitori istituzionali dovrebbero inoltre dimostrare in che modo i loro investimenti si allineano con gli obiettivi ESG e rendere noto come adempiono agli obblighi previsti.
3. **Indici per investimenti a basso impatto di carbonio**: lo scopo è creare una nuova categoria di indici, comprendente l'indice di basse emissioni di carbonio (cioè la versione "decarbonizzata" degli indici *standard*) e gli indici di impatto positivo in termini di carbonio. Questo nuovo standard di mercato dovrebbe riflettere l'impronta di carbonio delle imprese e fornire agli investitori maggiori informazioni sull'impatto di un determinato portafoglio di investimenti in termini di emissioni.
4. **Una migliore consulenza ai clienti in materia di sostenibilità**, al fine di valutare come integrare in maniera efficace considerazioni d'ordine ambientale, sociale e di *governance* nella consulenza fornita dalle imprese di investimento e dai distributori di prodotti assicurativi ai singoli clienti. Si tratta di un'iniziativa propedeutica alla modifica degli atti delegati che attuano la direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) e la direttiva sulla distribuzione assicurativa. Secondo le norme proposte, nel valutare se un prodotto di investimento soddisfa le esigenze del cliente, le imprese dovrebbero prenderne in considerazione anche le preferenze in materia di sostenibilità.

⁸ Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, COM(2018) 353 Final, 24/05/2018.

In un simile contesto si è inserito anche il Regolamento UE 2019/2088⁹ (“SFDR”), che ha previsto nuovi obblighi di trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e per i consulenti finanziari per ciò che concerne l’integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi di investimento e la valutazione dei principali effetti negativi degli investimenti tali fattori, nonché una chiara identificazione delle caratteristiche ambientali o sociali promosse dai prodotti finanziari e dei prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili.

In seguito, in base alle previsioni del Regolamento (UE) 2020/852¹⁰ (c.d. “Regolamento Tassonomia”, in particolare dell’art. 8), la Commissione ha adottato un atto delegato¹¹ relativo alle informazioni che le società finanziarie e non finanziarie sono tenute a comunicare sulla sostenibilità delle loro attività, che devono essere chiare e comparabili. L’atto delegato specifica il contenuto, la metodologia e la presentazione delle informazioni che le grandi società, finanziarie e non, devono comunicare sulla quota delle loro attività commerciali, d’investimento o prestito allineate alla tassonomia dell’UE.

A livello Europeo, dunque, si è ribadito come la sostenibilità, anche alla luce della ripresa in seguito alla pandemia da Covid-19, giocherà un ruolo di fondamentale importanza per conseguire gli obiettivi del Green Deal europeo. La strategia delineata dalla Commissione, in particolare, individua **sei linee d’intervento**:

1. ampliare l’attuale impianto legislativo sulla finanza sostenibile per facilitare l’accesso al finanziamento della transizione;
2. rendere la finanza sostenibile più inclusiva nei confronti di PMI e consumatori dotandoli degli strumenti e degli incentivi giusti per accedere al finanziamento della transizione;
3. rafforzare la resilienza del sistema economico e finanziario ai rischi che incombono sulla sostenibilità;
4. aumentare il contributo del settore finanziario alla sostenibilità;
5. garantire l’integrità del sistema finanziario dell’UE e monitorarne la transizione ordinata verso la sostenibilità;
6. creare iniziative e norme internazionali di finanza sostenibile e sostenere i paesi partner dell’UE.

⁹ REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

¹⁰ REGOLAMENTO (UE) 2020/852 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 18 giugno 2020 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

¹¹ REGOLAMENTO DELEGATO del 4.6.2021 che integra il REGOLAMENTO (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un’attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all’adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale.

2. Definizione di investimenti sostenibili e regime informativo

Attesa l'attenzione che la comunità internazionale sta riservando ai temi in oggetto, emerge in maniera evidente la necessità di fornire una definizione dei criteri che delineano l'ecosostenibilità degli investimenti e delle attività economiche, che possono essere rinvenuti, principalmente, all'interno del succitato Regolamento (UE) 2020/852. In particolare, l'art. 3 stabilisce che un'attività economica è considerata ecosostenibile se:

- a) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali, in conformità degli artt. da 10 a 16. In base al disposto dell'art. 9, sono considerati obiettivi ambientali:
 - o la mitigazione dei cambiamenti climatici;
 - o l'adattamento ai cambiamenti climatici;
 - o l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine;
 - o la transizione verso un'economia circolare;
 - o la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento;
 - o la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi;
- b) non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi sopra menzionati;
- c) è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all'articolo 18;
- d) è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 3, dell'articolo 11, paragrafo 3, dell'articolo 12, paragrafo 2, dell'articolo 13, paragrafo 2, dell'articolo 14, paragrafo 2, o dell'articolo 15, paragrafo 2.

Il rispetto dei requisiti in questione rappresenta un elemento di grande rilevanza anche alla luce delle azioni in precedenza richiamate nell'ambito del Piano d'Azione per la Finanza Sostenibile il quale, al fine di proteggere e sostenere la fiducia dei mercati finanziari, punta anche all'utilizzo di marchi dell'UE per segnalare prodotti finanziari sostenibili.

I regimi di assegnazione di marchi possono rivelarsi particolarmente utili per gli investitori al dettaglio desiderosi di esprimere le loro preferenze di investimento in attività sostenibili.

In una simile cornice, l'art. 5 del succitato Regolamento (UE) 2020/852 stabilisce anche le informazioni da comunicare se un prodotto finanziario¹² investe in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale¹³, che includono quanto segue:

- informazioni sull'obiettivo o gli obiettivi ambientali a cui contribuisce l'investimento sottostante il prodotto finanziario;

¹² Di cui all'art. 8, paragrafo 1 o all'art. 9, paragrafi 1, 2 o 3, del Regolamento (UE) 2019/2088.

¹³ Ai sensi dell'articolo 2, punto 17), del medesimo Regolamento.

- una descrizione di come e in che misura gli investimenti sottostanti il prodotto finanziario si riferiscono ad attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi dell'articolo 3 del presente regolamento. Tale descrizione specifica la quota di investimenti in attività economiche ecosostenibili selezionati per il prodotto finanziario, compresi i dettagli sulle quote di attività abilitanti e di transizione di cui rispettivamente sotto forma di percentuale di tutti gli investimenti selezionati per il prodotto finanziario.

3. *Non-financial reporting* e oneri informativi per le imprese

L'attenzione ai temi della sostenibilità, oltre che in relazione agli investimenti, si è estesa più in generale al mondo delle imprese e degli emittenti di strumenti finanziari.

A livello comunitario, infatti, attraverso l'emanazione della Direttiva 2014/95/UE¹⁴ e l'introduzione dell'art. 19-*bis* (e dell'art. 29-*bis* per le relazioni consolidate) all'interno della Direttiva 2013/34/UE¹⁵, è stato stabilito che le imprese di grandi dimensioni che sono enti di interesse pubblico e che superano, alla data di chiusura del bilancio, il criterio del numero medio di 500 dipendenti durante l'esercizio, includono nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività, tra cui:

- a) una breve descrizione del modello aziendale dell'impresa;
- b) una descrizione delle politiche applicate dall'impresa in merito ai predetti aspetti, comprese le procedure di dovuta diligenza applicate;
- c) il risultato di tali politiche;
- d) i principali rischi connessi a tali aspetti legati alle attività dell'impresa anche in riferimento, ove opportuno e proporzionato, ai suoi rapporti, prodotti e servizi commerciali che possono avere ripercussioni negative in tali ambiti, nonché le relative modalità di gestione adottate dall'impresa;
- e) gli indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario pertinenti per l'attività specifica dell'impresa.

Come in precedenza sottolineato, i principali adempimenti in termini di trasparenza informativa e *non-financial disclosure* sono stati definiti dal Regolamento SDFR del 2018.

Successivamente, l'art. 8 del Regolamento 2020/852 ha stabilito ulteriori obblighi di trasparenza a carico delle società non finanziarie. Qualsiasi impresa soggetta all'obbligo di pubblicare informazioni

¹⁴ DIRETTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 22 ottobre 2014 recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.

¹⁵ DIRETTIVA 2013/34/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 26 giugno 2013 relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio.

di carattere non finanziario ai sensi dell'articolo 19-*bis* o dell'articolo 29-*bis* della direttiva 2013/34/UE, infatti, è tenuta a fornire su come e in che misura le attività operative sono associate ad attività economiche considerate ecosostenibili.

In particolare, le imprese non finanziarie hanno l'obbligo di comunicare:

- a) la quota del loro fatturato proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili;
- b) la quota delle loro *capex* e la quota delle spese operative relativa ad attivi o processi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili.

Banche e altre società finanziarie (gestori di attivi, imprese di investimento, società di assicurazione/riassicurazione, ecc.) dovranno indicare la quota delle attività economiche ecosostenibili nel totale delle attività che finanziano o in cui investono.

In Italia la direttiva 2014/95/UE è stata recepita attraverso l'approvazione del d.lgs. 254/2016 ed ha trovato applicazione per gli esercizi finanziari aventi inizio a partire dall'anno gennaio 2017, per i quali, unitamente al bilancio, alcune imprese dovranno presentare anche una dichiarazione di carattere non finanziario ("DNF"), che evidenzia elementi di carattere ambientale, sociale (relazioni con i consumatori e con la collettività di riferimento), di gestione del personale, di tutela dei diritti umani e di lotta alla corruzione attiva e passiva.

La platea di aziende coinvolte nell'obbligo di redigere la dichiarazione in questione sono gli enti di interesse pubblico (EIP)¹⁶ che soddisfano i seguenti requisiti:

- numero medio di dipendenti nell'esercizio superiore a 500 unità;
- superamento di almeno uno dei seguenti parametri:
 - 20 milioni di euro di totale di stato patrimoniale;
 - 40 milioni di euro di ricavi netti delle vendite e delle prestazioni.

Per ciò che concerne i contenuti, in base all'art. 3 della norma in esame, la dichiarazione di carattere non finanziario, nella misura necessaria ad assicurare la comprensione dell'attività operative, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta, copre i temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, che sono rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa, descrivendo almeno:

1. il modello aziendale di gestione ed organizzazione delle attività dell'impresa, ivi inclusi i modelli di organizzazione e di gestione eventualmente adottati ai sensi del d.lgs. 231/2001, anche con riferimento alla gestione dei suddetti temi;

¹⁶ Vale a dire gli enti indicati all'art. 16, comma 1, del d.lgs. 39/2010: a) le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e dell'Unione europea; b) le banche; c) le imprese di assicurazione di cui all'art. 1, comma 1, lett. u), del codice delle assicurazioni private; d) le imprese di riassicurazione di cui all' art. 1, comma 1, lett. cc), del codice delle assicurazioni private.

2. le politiche praticate dall'impresa, comprese quelle di dovuta diligenza, i risultati conseguiti e i relativi indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario;
3. i principali rischi, (ivi incluse le modalità di gestione degli stessi) generati o subiti, connessi ai suddetti temi e che derivano dalle attività dell'impresa, dai suoi prodotti, servizi o rapporti commerciali, incluse, ove rilevanti, le catene di fornitura e subappalto.

In merito a tali ambiti, la dichiarazione di carattere non finanziario contiene almeno informazioni riguardanti:

- a. l'utilizzo di risorse energetiche, distinguendo fra quelle prodotte da fonti rinnovabili e non rinnovabili, e l'impiego di risorse idriche;
- b. le emissioni di gas ad effetto serra e le emissioni inquinanti in atmosfera;
- c. l'impatto, ove possibile sulla base di ipotesi o scenari realistici anche a medio termine, sull'ambiente nonché sulla salute e la sicurezza, associato ai fattori di rischio di cui al precedente n. 3, o ad altri rilevanti fattori di rischio ambientale e sanitario;
- d. aspetti sociali e attinenti alla gestione del personale, incluse le azioni poste in essere per garantire la parità di genere, le misure volte ad attuare le convenzioni di organizzazioni internazionali e sovranazionali in materia, e le modalità con cui è realizzato il dialogo con le parti sociali;
- e. rispetto dei diritti umani, le misure adottate per prevenirne le violazioni, nonché le azioni realizzate per impedire atteggiamenti ed azioni comunque discriminatori;
- f. lotta contro la corruzione sia attiva sia passiva, con indicazione degli strumenti a tal fine adottati.

In relazione agli aspetti in questione, giova sottolineare come anche il nuovo Codice di *Corporate Governance*, approvato nel Gennaio 2020, all'art. 1 rileva come "l'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile", sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società, definendo il livello e la natura di rischio compatibile con gli obiettivi strategici.

Recenti indagini mostrano come, in Italia, un gran numero di società quotate abbia già formalizzato almeno una policy relativa alle tematiche ESG, integrando dunque tali elementi nei propri sistemi di gestione del rischio, oltre a iniziare a definire obiettivi legati ad aspetti ESG all'interno di modelli incentivanti (MBO), soprattutto per il Top Management.

Dal punto di vista tecnico e operativo, ancorchè gli standard di rendicontazione maggiormente utilizzati siano quelli definiti dal succitato *Global Reporting Initiative*, si registra un crescente utilizzo di altri principi di rendicontazione, tra cui l'*integrated Reporting Framework*¹⁷ e il *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*¹⁸.

¹⁷ Standard di rendicontazione proposto dalla *Value Reporting Foundation*.

¹⁸ Cfr. Università di Pavia, Deloitte, "Osservatorio Nazionale sulla Rendicontazione non Finanziaria", III edizione, marzo 2021.

Giova sottolineare, in ultimo, come l'attenzione ai temi in esame sia aumentata anche in seguito all'emergenza pandemica da Covid-19, atteso che di recente, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ha pubblicato un documento¹⁹ che definisce le priorità comuni europee per le relazioni finanziarie 2020 delle società quotate. Le priorità da affrontare riguarderanno la necessità di fornire un'adeguata trasparenza sugli impatti della pandemia, che potrebbe influenzare molte aree dei bilanci 2020. La sezione 2 del documento approfondisce la gestione di alcuni argomenti specifici, tra i quali spiccano:

- l'impatto dell'emergenza epidemiologica su aspetti non finanziari;
- elementi relativi ad aspetti sociali e ai rapporti con i dipendenti;
- il modello di *business* e di creazione di valore;
- rischi relativi al cambiamento climatico.

3.1. Fattori ESG nella redazione del bilancio: la relazione sulla gestione

A livello nazionale, l'interesse delle imprese alla *disclosure* di informazioni che non si limitino solamente agli aspetti strettamente economico-finanziari è stato ribadito di recente, in maniera congiunta, anche da Confindustria e Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, nell'ambito di un documento relativo alla redazione della relazione sulla gestione *ex art.* 2428 c.c., che adotta una prospettiva più ampia rispetto a quella della succitata non-financial *disclosure* *ex d.lgs.* 254/2016.

Nell'elaborato, si ribadisce l'importanza di esplicitare altresì una serie di "indicatori non finanziari", che rappresentano "strumenti di misura quantitativi o qualitativi, normalmente ma non necessariamente di natura non monetaria, in grado di illustrare circostanze e fattori che generano o possono generare effetti e impatti sulla situazione aziendale". Laddove necessario, tali parametri (per i quali andranno definiti anche specifici *key performance indicators – KPI*) possono essere identificati in base al settore di appartenenza della società, avendo riguardo all'entità e alla complessità della sua attività operativa.

Sulla scorta delle previsioni civilistiche, il documento in questione approfondisce il tema delle informazioni riguardanti ambiente e personale, sottolineando come tale tipo di informativa debba essere interpretata "come una delle molteplici e possibili analisi che possono essere necessarie ai fini della comprensione dell'andamento della società".

Confindustria e CNDCEC, infatti, attesa l'importanza crescente attribuita nell'ambito della politica dell'Unione europea al concetto di "responsabilità sociale di impresa" ritengono che "le tematiche inerenti alla sostenibilità ambientale e sociale delle politiche aziendali hanno acquisito una dignità che prescinde dai prospetti contabili. Per rispettare tali principi comunitari nella Relazione devono essere indicate alcune informazioni attinenti all'ambiente e al personale".

¹⁹ Il Public Statement "European common enforcement priorities for 2020 annual financial reports".

Pur essendo riconosciuto un margine di discrezionalità agli amministratori, le informazioni in questione devono essere fornite laddove contribuiscano a una maggiore comprensione della situazione della società, e dell'andamento e del risultato della gestione, come suggerito anche dal d.lgs. 32/2007²⁰.

Per ciò che concerne i dati principali da indicare in relazione agli aspetti ambientali e alla gestione del personale, sono identificate altresì le principali informazioni, facoltative e obbligatorie che le imprese dovrebbero fornire nell'ambito di una completa ed adeguata redazione del bilancio:

- Informazioni obbligatorie sull'ambiente:
 - danni causati all'ambiente per cui la società è stata dichiarata colpevole in via definitiva;
 - sanzioni o pene definitive inflitte all'impresa per reati o danni ambientali;
 - emissioni gas ad effetto serra ex l. 316/2004.
- Informazioni obbligatorie sul personale:
 - morti sul lavoro, per le quali è stata accertata definitivamente una responsabilità aziendale;
 - infortuni gravi sul lavoro per i quali è stata accertata definitivamente una responsabilità aziendale;
 - addebiti in ordine a malattie professionali su dipendenti o ex dipendenti e cause di *mobbing*, per cui la società è stata dichiarata definitivamente responsabile.
- Informazioni facoltative sul personale e sull'ambiente:
 - investimenti in personale e relativi costi di esercizio;
 - investimenti ambientali e costi ambientali²¹;
 - politiche di smaltimento e riciclaggio dei rifiuti, se rilevanti;
 - certificazioni ambientali;
 - emissioni gas ad effetto serra ex l. 316/2004, se la società non rientra in un settore per il quale tale informativa è già obbligatoria.

4. Normativa bancaria, merito creditizio e fattori ESG

L'importanza dei fattori ESG e della loro *disclosure* è cresciuta al punto da investire in maniera sempre più incisiva anche il rapporto dell'impresa con le banche e, più in generale, con il mondo degli interlocutori finanziari.

²⁰ Decreto Legislativo 2 febbraio 2007, n. 32, "Attuazione della direttiva 2003/51/CE che modifica le direttive 78/660, 83/349, 86/635 e 91/674/CEE relative ai conti annuali e ai conti consolidati di taluni tipi di società, delle banche e altri istituti finanziari e delle imprese di assicurazione".

²¹ Ai sensi della Raccomandazione 2001/453/CE, ovvero investimenti e costi che migliorano l'impatto ambientale, distinguendoli da quelli invece necessari per rispettare i parametri fissati dalla legge.

A tale proposito, nell'ottobre 2019, la *European Banking Authority* (EBA) ha elaborato un *Action Plan on Sustainable Finance*, che definisce una sorta di "road map" per l'inclusione dei principi di sostenibilità in ambito bancario e finanziario a livello europeo e l'integrazione dei fattori ESG in relazione ai servizi finanziari. Come meglio specificato di seguito, infatti, tra i compiti dell'Autorità, infatti, figurano:

- l'*assessment* della potenziale inclusione dei rischi ESG nei processi di supervisione e valutazione effettuati dalla autorità competenti;
- il rispetto di quanto previsto dall'art. 449-bis del Regolamento (UE) 2019/876²² (*capital requirement regulation* – CRR), che richiede una *disclosure* su rischi ESG, fisici e di transizione alle grandi istituzioni finanziarie quotate a decorrere dal 28 giugno 2022;
- la verifica della opportunità di trattamento prudenziali dedicati di esposizioni relative ad asset o attività sostanzialmente associati a obiettivi ambientali e/o sociali.

L'approccio dell'Autorità parte dalle metriche, dalle strategie e dalle procedure di *risk management*, muovendosi verso un'analisi di scenario tesa ad effettuare le necessarie correzioni relative ai rischi in questione, che le istituzioni finanziarie devono essere in grado di comprendere, misurare e monitorare.

Poiché l'esatta manifestazione di simili pericoli rimane incerta, l'EBA incoraggia le banche ad incorporare gli aspetti ESG all'interno delle loro strategie di *business*, valutandoli anche utilizzando parametri e *key performance indicatori* (KPI) non eccessivamente complessi, quali il *green asset ratio* (GAR), che rappresenta il volume/percentuale di *asset* "verdi" all'interno dei bilanci delle banche e nei loro portafogli. A tale proposito, giova sottolineare come le "*Guidelines on non-financial reporting*" includono alcuni indicatori specifici per la divulgazione di informazioni sui dati attuali e sugli obiettivi futuri, quali:

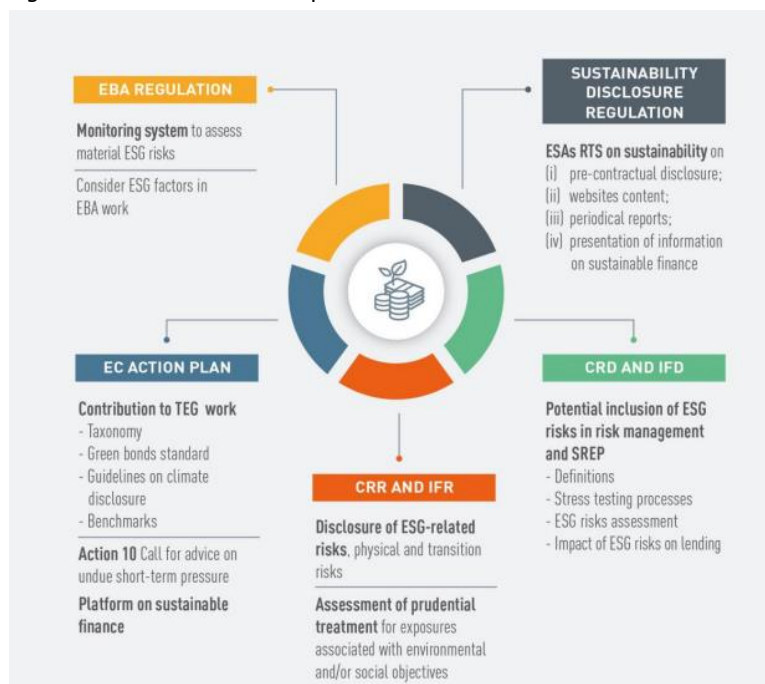
- il volume di attività finanziarie che sostengono attività economiche sostenibili che contribuiscono significativamente a mitigare il cambiamento climatico;
- il volume di collaterale connesso ad *asset* o attività nei settori della riduzione del cambiamento climatico²³;
- l'importo totale dei portafogli a rendimento fisso investiti in *green bonds* (*infra*).

Nell'ambito in questione, in definitiva, l'attività e i compiti dell'EBA diventano sempre più intensi ed incisivi e possono essere rappresentati e sintetizzati sulla base di quanto esposto nella figura seguente.

²² REGOLAMENTO (UE) 2019/876 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 20 maggio 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il regolamento (UE) n. 648/2012.

²³ Tale dato può fornire informazioni rilevanti, ad esempio, in relazione al portafoglio di mutui *retail*.

Figura 1 - Overview dei compiti dell'EBA in materia di finanza sostenibile



Fonte: rielaborazione da EBA, *Action plan on sustainable finance*, 2019.

Secondo alcuni analisti, col passare del tempo e con una maggiore comprensione del GAR da parte degli investitori, i dati relativi al *green asset ratio* inizieranno a incidere direttamente sul prezzo delle azioni delle banche.

Sulla base di simili considerazioni, proseguendo nella medesima direzione già intrapresa, l'EBA nell'ottobre 2020 ha posto in consultazione un documento²⁴ per esprimere considerazioni su una proposta su come i fattori e i rischi ESG potrebbero essere inclusi e valutati nel *framework* normativo e di vigilanza per gli enti creditizi e le imprese di investimento. L'elaborato è stato sviluppato in ossequio a precise disposizioni normative comunitarie, tra cui, principalmente:

- la Direttiva (UE) 2019/878²⁵, modifica la Direttiva (UE) 2013/36 (*Capital Requirements Directive – CRDV*)²⁶, introducendo il nuovo art. 98, in base al quale l'EBA valuta la potenziale inclusione nella revisione e nella valutazione effettuate dalle autorità competenti dei rischi ambientali, sociali e di governance.

²⁴ EBA, "Discussion paper on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms", EBA/DP/2020/03.

²⁵ DIRETTIVA (UE) 2019/878 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 20 maggio 2019 che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale.

²⁶ DIRETTIVA 2013/36/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

- la Direttiva (UE) 2019/2034 (*Investment Firms Directive* - IFD)²⁷, che all'art. 35²⁸ prevede l'elaborazione da parte dell'EBA di una relazione in merito all'introduzione di criteri tecnici per le esposizioni relative ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali, sociali e di *governance* per il processo di revisione e valutazione prudenziale, al fine di valutare le fonti e gli effetti possibili dei rischi sulle imprese di investimento, tenendo conto degli atti giuridici dell'Unione applicabili nell'ambito della tassonomia dei fattori ambientali, sociali e di *governance*. In particolare, La relazione dell'EBA in questione include almeno gli aspetti seguenti:
 - a) una definizione di rischi ambientali, sociali e di *governance*, compresi i rischi fisici e quelli connessi alla transizione verso un'economia più sostenibile, e inclusi, per quanto riguarda i rischi di transizione, i rischi connessi al deprezzamento delle attività dovuto a modifiche normative, i criteri qualitativi e quantitativi e le metriche pertinenti per la valutazione di tali rischi, nonché una metodologia per stabilire se detti rischi possano sorgere nel breve, medio o lungo termine e possano avere un impatto finanziario sostanziale sull'impresa di investimento;
 - b) una valutazione della possibilità che concentrazioni significative di specifiche attività incrementino i rischi ambientali, sociali e di *governance*, compresi i rischi fisici e i rischi di transizione per l'impresa di investimento;
 - c) una descrizione dei processi mediante i quali l'impresa di investimento può identificare, valutare e gestire i rischi ambientali, sociali e di *governance*, compresi i rischi fisici e i rischi di transizione;
 - d) i criteri, i parametri e le metriche mediante i quali le autorità di vigilanza e le imprese di investimento possono valutare l'impatto dei rischi ambientali, sociali e di *governance* a breve, medio e lungo termine ai fini del processo di revisione e valutazione prudenziale.

Il documento identifica per la prima volta le definizioni di tali rischi, partendo dalla tassonomia comunitaria, fornendo una panoramica degli attuali metodi di valutazione e delineando delle raccomandazioni sulla loro incorporazione nelle strategie di *business*, nei processi di *governance* e nella gestione/supervisione dei rischi. I processi di supervisione in essere al momento della sua pubblicazione, infatti, non consentivano alle istituzioni di comprendere appieno l'impatto dei rischi ESG sulle posizioni finanziari e le connesse vulnerabilità nel lungo periodo.

Gli esiti della consultazione sono stati raccolti, nel giugno 2021, in un apposito *report*²⁹, che fornisce alle istituzioni finanziarie definizioni comuni dei rischi ESG, identifica i metodi di valutazione necessari per un efficace processo di *risk management* e sarà utilizzato come base per lo sviluppo di apposite linee guida per la gestione e supervisione di tali rischi.

In particolare, il documento si focalizza sulla resilienza delle banche rispetto ai potenziali impatti di tali rischi, che richiede una valutazione accorta e azioni proattive, in un'ottica sempre più *forward looking*.

²⁷ DIRETTIVA (UE) 2019/2034 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 27 novembre 2019 relativa alla vigilanza prudenziale sulle imprese di investimento e recante modifica delle direttive 2002/87/CE, 2009/65/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE e 2014/65/UE.

²⁸ Rubricato "Relazione dell'ABE sui rischi ambientali, sociali e di *governance*".

²⁹ EBA, "Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms", EBA/REP/2021/18.

In tal senso, si vuol sottolineare come gli aspetti ESG possano influenzare le controparti e incidere sui rischi finanziari e raccomandando l'incorporazione di tali elementi di *framework* di *risk management* delle banche, attraverso le seguenti attività:

- inclusione dei rischi ESG all'interno del *risk appetite framework*;
- gestione dei rischi ESG come *driver* di rischi finanziari, in maniera coerente rispetto alla propensione al rischio e come indicato nei *framework* ICAAP30 e ILAAP31;
- identificazione degli eventuali ritardi presenti in termini di dati e metodologie e attuazione di azioni di rimedio;
- elaborazione di appropriate procedure che tengano in considerazione i fattori ESG per la valutazione della solidità finanziaria delle controparti;
- sviluppo di metriche di monitoraggio del rischio a livello di controparte e di portafoglio complessivo;
- creazione di metodologie tese a valutare la resistenza ai rischi ESG, allo scopo di migliorare la comprensione della solidità del modello di *business* e delle strategie di investimento.

Giova sottolineare come la maggior parte dei *framework* internazionali non abbiano elaborato una definizione univoca di tali elementi e, sebbene ci sia concordia generale sul fatto che i fattori ESG rappresentino i tre principali pilastri della sostenibilità, la mancanza di una descrizione unica ha certamente complicato la loro comprensione e gestione.

A tale proposito, poichè gli elementi in questione possono avere impatti positivi o negativi sulle istituzioni, l'EBA si focalizza maggiormente sui secondi, in linea con un approccio prudentiale al *risk management*, in quanto gli aspetti ESG possono incidere sulle performance finanziarie delle banche influenzando diverse categorie di rischio (di credito, di mercato, operativi, di liquidità, ecc.), che sono significativamente condizionati dall'esposizione nei confronti delle controparti e degli *asset* investiti.

Di conseguenze, nell'ambito del *report* elaborato dall'Autorità, i rischi ESG sono i rischi di qualsiasi impatto finanziario negativo sugli istituti derivanti dalle conseguenze correnti o prospettive dei fattori ESG sulle sue controparti o sulle attività investite.

Tali aspetti possono altresì produrre conseguenze sul sistema finanziario e sull'economia a livello sistemico e macroeconomico, incidendo su fattori quali: produttività del lavoro, crescita economica, prodotto interno lordo, debito pubblico e variabili socioeconomiche. Simili fattori, d'altro canto, possono creare ulteriori conseguenze per le istituzioni finanziarie influenzando lo scenario in cui operato e modificando parametri quali rischi di credito e di mercato, creando una pericolosa spirale negativa e un circolo vizioso per l'intero sistema economico³².

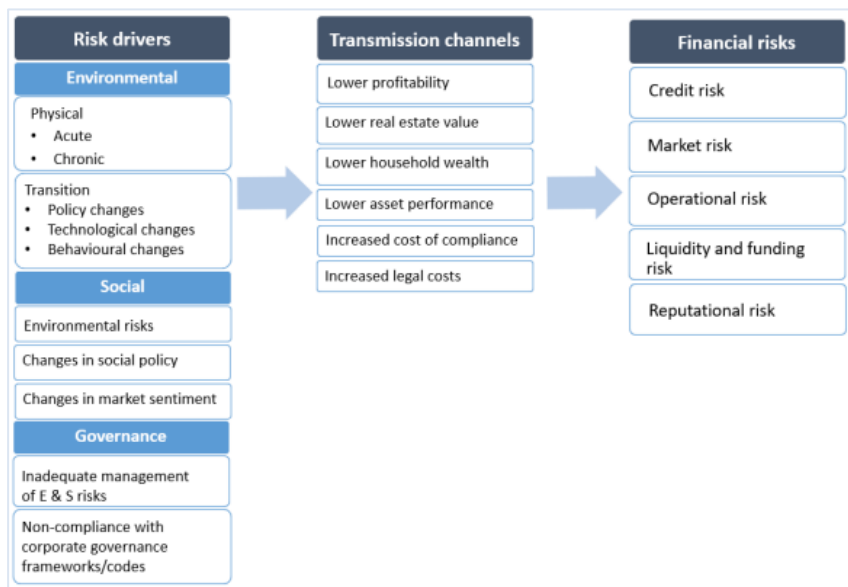
³⁰ Si veda BCE, "Guide to the internal capital adequacy assessment process (ICAAP)", 2018.

³¹ Si veda BCE, "Guide to the internal liquidity adequacy assessment process (ILAAP)", 2018.

³² Si veda, Fondo Monetario Internazionale, "Managing Climate Risk in the U.S. Financial System (cftc.gov), IMF 'Climate change and financial risk', 2019, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2019/12/pdf/climate-change-central-banks-and-financial-risk-grippa.pdf> and NGFS.

L'EBA evidenzia come i fattori ESG possano evidenziare gli impatti finanziari negativi attraverso una varietà di *risk drivers* che influenzano le *performance* degli istituti tramite alcuni canali di trasmissione, come sintetizzato nella figura seguente.

Figura 2 - ESG risk drivers, canali di trasmissione e impatto sulle categorie di rischio finanziario



Fonte: EBA, "Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms", EBA/REP/2021/18.

L'Autorità bancaria comunitaria ha inteso altresì fornire importanti prescrizioni relative a indicatori qualitativi e quantitativi, e strumenti metodologici per valutare i rischi ESG, in quanto la definizione di parametri condivisi rappresenta un elemento fondamentale per incorporare i temi della sostenibilità nei processi decisionali di tipo finanziario, evitando mere operazioni di *green washing* e aumentando la trasparenza a favore di tutti gli *stakeholders* di riferimento.

Le principali criticità da risolvere per l'integrazione dei rischi ESG nella gestione dei processi e nella supervisione delle istituzioni finanziarie possono essere così sintetizzate:

- livello di incertezza, relativo alla tempistica e agli effetti delle politiche e degli interventi regolatori, che sono spesso difficili da prevedere;
- insufficienza di dati rilevanti, affidabili e comparabili, soprattutto in relazione a imprese di piccole e medie dimensioni;
- limiti metodologici, derivanti dal fatto che molti modelli di *risk management* si basano su dati storici per stimare rischi correnti o futuri e i fattori ESG frequentemente non trovano rappresentazioni in questi dati, attesa la difficoltà nel tenerli in considerazione, ad esempio, nel calcolare parametri quali *probability of default* (PD) o *loss given default* (LGD). Altre difficoltà metodologiche riguardano la traduzione di rischi ESG in rischi finanziari, al fine di comprendere l'impatto sulla solidità del *business model* delle aziende;

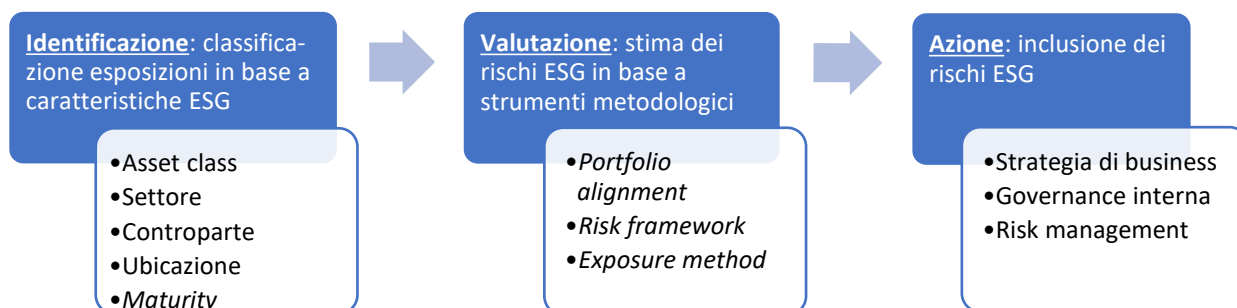
- discrasia cronologica tra i “tradizionali” strumenti di *management* e le tempistiche relative alla materializzazione dei rischi ESG (si pensi a quelli connessi al cambiamento climatico);
- impatto eterogeneo sugli istituti, atteso che i rischi ESG possono influenzare diverse categorie di rischio finanziario e incidere sulla loro posizione finanziaria in maniera molteplice. Inoltre, nel momento in cui agenzie di *rating* includono i fattori in esame nella propria valutazione, il merito creditizio di imprese vulnerabili dovrebbe subire un *downgrade* che risulterebbe in una maggiore ponderazione del rischio nell’ambito dell’approccio standard alla definizione del *rating*. In aggiunta, quando simili rischi indeboliscono la valutazione del collaterale, la *loss given default* potrebbe registrare un incremento;
- non linearità dei rischi ESG, in relazione alla loro natura e agli effetti che il loro verificarsi può creare.

Per tentare di risolvere le succitate criticità, l’EBA definisce tre fasi fondamentali da seguire e implementare:

- Identificazione**, vale a dire classificazione degli *asset* in base alle proprie caratteristiche al fine di individuare i rischi ESG sulla base di specifici indicatori qualitativi e quantitativi. Tale attività può essere attuata, ad esempio, categorizzando le esposizioni in base a settore, controparte, *asset class*, collocazione geografica, *maturity* e così via.
- Valutazione**, dopo aver effettuato tale classificazione, adeguati strumenti metodologici dovranno essere applicati per misurare e valutare il potenziale impatto dei rischi ESG sulle esposizioni delle istituzioni finanziarie, utilizzando un approccio dinamico e flessibile. Il risultato di tale valutazione sarà una conoscenza più approfondita della vulnerabilità finanziaria di un soggetto ai rischi in esame.
- Azione**, necessaria per incorporare i fattori in questione nei processi di *risk management*, attraverso l’adozione di una strategia di *business* e un approccio alla gestione dei rischi che supporti il monitoraggio e controllo degli elementi ESG.

L’approccio all’identificazione dei rischi in oggetto può essere sintetizzato e riepilogato in base a quanto rappresentato nella figura seguente.

Figura 3 - Approccio alla valutazione dei rischi ESG



Fonte: rielaborazione da EBA, 2021, cit.

4.1. Indicatori per la valutazione dei rischi ESG da parte delle banche

Sebbene rappresentino il punto di partenza per la loro identificazione, tassonomie e indicatori non sono sufficienti – di per sè – a offrire una stima e una valutazione dei rischi in oggetto. Ad ogni modo, tutti gli approcci mirano a fornire una visione dei rischi causati dalle esposizioni o degli investimenti in alcuni settori e/o a verificare l’allineamento dei portafogli delle istituzioni finanziarie con i *target* di sostenibilità regionali e globali.

Ciascun approccio, d’altro canto, è differente e peculiare in termini di oggetto di misurazione e del modo in cui i risultati possono essere utilizzati degli istituti, atteso che attualmente molte metodologie sono state sviluppate nell’area del cambiamento climatico, laddove gli altri fattori ESG in molti casi non sono stati ancora tenuti in considerazione. La decisione sull’approccio metodologico da adottare dipenderà anche dalla dimensione, complessità, profilo di rischio e modello di *business* delle rispettive istituzioni. Le principali metodologie utilizzabili, come evidenziato all’interno della Figura 3, possono essere sintetizzate come segue:

1. *Portfolio alignment method*: il principio chiave dietro questo strumento è la comprensione, per istituti, investitori e autorità di supervisione, del grado di allineamento dei portafogli con gli obiettivi concordati a livello globale³³. Tale metodo rappresenta a sua volta una modalità di valutazione dei rischi ESG per le stesse istituzioni finanziarie e può essere certamente considerato *results-oriented*, in quanto fornendo analisi relativi ai *target* da raggiungere, consente alle istituzioni di comprendere le priorità da raggiungere e le dirette implicazione dell’allocazione del proprio portafoglio.

Tuttavia, questo approccio non crea una connessione esplicita tra i target di sostenibilità e i profili di rischio dei portafogli, ad esempio sotto forma di PD, LGD, volatilità degli investimenti, ecc.). Inoltre, agisce a livello complessivo sul portafoglio, che potrebbe contenere un *mix* eterogeneo di esposizioni che presentano livelli diversi di “allineamento”, al punto da spingere numerosi istituti ad utilizzare la metodologia in questione più per scopi strategici che per obiettivi di *risk management*.

2. *Risk framework*: i modelli di verifica dei fattori ESG sui rischi delle istituzioni finanziarie ha visto i progressi maggiori in relazione all’ambito dei cambiamenti climatici, che sono per natura *forward-looking*, laddove gli altri aspetti tendono a essere maggiormente *backward-looking*. Diversamente rispetto al metodo precedente, lo strumento in esame si focalizza sulla sensibilità del portafoglio e sugli impatti dei cambiamenti climatici sui reali rischi di esposizione, caratterizzandosi per una prospettiva puramente *risk driven*. L’applicazione di questo approccio dovrebbe condurre ad aggiustamenti o modifiche negli investimenti *risk based*, almeno nel medio e nel lungo periodo. La prospettiva *risk framework* si estrinseca un due ulteriori metodologie, che riguardano la realizzazione di *stress test* e analisi di sensibilità rispetto ai rischi in questione.

³³ Per quanto riguarda gli aspetti climatici, ad esempio, l’approccio in esame evidenzia i cambiamenti da attuare al portafoglio e alle attività al fine di allinearsi con le prescrizioni del succitato accordo di Parigi.

3. *Exposure method*: tale approccio metodologico si focalizza sulle *performance* delle esposizioni e delle controparti individuali in relazione ai fattori ESG, e può essere utilizzato per completare la valutazione *standard* delle categorie di rischi finanziari. Giova sottolineare come, tenendo in considerazione la specifica sensibilità dei vari settori dell'economia rispetto agli elementi in questione, questo metodo copra tutti gli aspetti ESG, laddove gli altri si focalizzano prevalentemente sui rischi climatici. Probabilmente l'*exposure method* può essere considerato come la metodologia più pratica e immediata da implementare in quanto, ancorchè basata su metriche prevalentemente *backward looking*, fornisce a istituti e investitori strumenti per comprendere al meglio le performance ESG delle controparti individuali o dei portafogli, prima di effettuare una decisione di investimento. Nell'ambito di tale approccio sono state sviluppate diversi strumenti di *assessment* dei fattori e dei rischi ESG:

- *rating* forniti da agenzie specializzate;
- valutazioni fornite da agenzie di *rating* creditizio "ordinarie";
- modelli di valutazione sviluppati in house dalle banche per *assessment* interno;
- modelli di *scoring* elaborati da *asset manager* e *data provider* disponibili pubblicamente.

Un'azione fondamentale nel rendere i *rating* e le valutazioni ESG maggiormente comparabili, trasparenti e di conseguenza più efficaci, riguarda la standardizzazione dei metodi di valutazione della rilevanza e dell'importanza dei differenti fattori per i diversi settori economici. In tale direzione sta lavorando il *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*, che ha fornito un contributo rilevante per gettare le basi per ottenere maggiore coerenza nel processo di *ESG assessment*.

Tabella 2 - Pro e contro dei tre approcci metodologici

	PROs	CONs
Alignment method	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Introduces explicit targets: direct guidance, highly executable ▪ Results-oriented ▪ Aligned portfolios are conducive to reduced reputational risk 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Takes more of a portfolio view (not much focus on individual exposures - individual exposures may well be mis-aligned) ▪ Related to the above: focus is not on individual counterparty dialogue (hence a potential obstacle to counterparty transition) ▪ Can be complex (in the case of scenarios), data challenges
Risk framework method	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Risk-based: looks directly at risk, hence integrates well with banks' 'way of doing things' ▪ Dynamic nature of scenarios allows interactions of sectors and variables to be reflected, as well as climate dynamics 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Complex, data issues, uncertainty, etc. (see Section 4) ▪ Linking ESG risk to the actual financial risk indicators can be a 'black box'
Exposure method	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Transparent, simple, can be done in isolation ▪ Established methodology (ESG ratings) ▪ Links to Key Performance Indicators (KPI) systems ▪ Dialogue with firms 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Comparability issues with some ratings ▪ Data challenges ▪ The outcome is generally of qualitative nature ▪ Of a rather static nature - ratings/scores need to be reviewed regularly

Fonte: EBA, "Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms", EBA/REP/2021/18.

Come in precedenza accennato, le banche dovrebbero includere anche nei *framework* ICAAP e ILAAP (relativi all'adeguatezza del capitale e della liquidità) una descrizione dei livelli di tolleranza/propensione al rischio, le soglie di significatività, l'orizzonte temporale di riferimento e così via. In definitiva, l'approccio *forward-looking* di tali *framework* dovrebbe tenere in considerazione la possibilità di concretizzazione dei rischi ESG nel breve, medio e lungo termine.

Inoltre, nell'ambito delle proprie *policy* di *risk management*, la valutazione della solvibilità delle controparti rappresenta un elemento fondamentale del meccanismo di comprensione e gestione degli elementi ESG associati alle transazioni prospettiche. L'allineamento dei criteri relativi alla *loan origination* alla propensione al rischio dell'istituto rappresenta un elemento centrale del meccanismo di *ESG risk management*, i cui elementi sono ricompresi nella decisione di concessione dal prestito, al fine di mitigare eventuali rischi identificati nella valutazione della solvibilità della controparte.

5. Fattori ESG, costo del capitale, performance finanziarie e strumenti di *capital budgeting*

Nel corso degli ultimi anni, il tema in questione è stato analizzato dal punto di vista scientifico e della ricerca, soprattutto per ciò che concerne il legame tra elementi ESG, performance di sostenibilità e aspetti squisitamente connessi al mondo della *corporate finance* e del *capital budgeting*, quali il costo del capitale e la redditività aziendale³⁴. Le ricerche e le analisi condotte a livello internazionale hanno constatato, in via largamente maggioritaria, che migliori performance in termini di sostenibilità sono connesse, ad esempio, a una riduzione del costo dell'*equity* per le imprese³⁵ e, di conseguenza, del costo medio ponderato del capitale (WACC).

I dati in questione sono tra gli elementi che stanno spingendo l'interesse verso fattori ESG nella comunità finanziaria internazionale, soprattutto negli ultimi cinque anni, anche in conseguenza di un maggiore interesse, da parte dei consumatori verso *standard* più elevati in termini di sostenibilità, politiche occupazionali, *workplace diversity* e così via.

Come accennato nei paragrafi precedenti, l'attenzione a tali elementi è determinante anche per l'accesso al credito e per il relativo costo della provvista finanziaria, come accertato anche da numerose ricerche empiriche, che hanno confermato una differenza di diversi *basis point* tra aziende diverse tra loro in termini di attenzione agli aspetti ESG e della responsabilità sociale d'impresa. Tale discrepanza è più elevata per i prestiti che non presentano garanzie reali³⁶.

³⁴ I Ghoul, S., Guedhami, O., Kim, H., & Park, K. "Corporate environmental responsibility and the cost of capital: *International Evidence, Journal of Business Ethics*, 2018, Vol. 149, 335-361.

³⁵ Gupta, K. (2018). Environmental sustainability and implied cost of equity: international evidence. *Journal of Business Ethics*, 147, 343-365.

³⁶ M.P. Sharfman, & C.S. Fernando, "Environmental risk management and the cost of capital", *Strategic Management Journal*, 2008, Vol. 29, 569-592; A. Goss, & G.S. Roberts, "The Impact of Corporate Social Responsibility on the cost of bank loans", *Journal of Banking and Finance*, 2011, v35, 1794-1810.

Oltre a una riduzione dei rischi e del costo del capitale, l'evidenza empirica inizia a mostrare come gli investimenti in aspetti sociali, ambientali e di *governance* non siano connessi a una riduzione nella creazione del valore ma, al contrario, rappresentino dei driver che generano, ad esempio, una maggiore redditività dell'*equity*³⁷. I risultati di oltre 2.000 ricerche confermano, infatti, un simile collegamento nel 63% dei casi, principalmente attraverso le seguenti azioni³⁸:

- 1) accelerazione della crescita (*top-line growth*)³⁹, attraverso l'espansione in nuovi mercati e il rafforzamento della posizione in quelli già serviti, attesa anche una maggiore disponibilità a pagare, da parte dei consumatori, per usufruire di prodotti o servizi performanti dal punto di vista ESG;
- 2) riduzione di costi⁴⁰, ad esempio nell'ambito delle materie prime, degli oneri energetici, e così via;
- 3) minimizzazione di interventi legali e regolatori, il cui impatto può essere molto incisivo in relazione alle performance finanziarie delle imprese, variando da una percentuale dell'EBITDA pari al 25%-30% nel settore farmaceutico e dell'*healthcare* al 50%-60% nel campo bancario e finanziario⁴¹;
- 4) aumento della produttività del personale, in quanto un forte orientamento al rispetto dei fattori ESG consente di attrarre risorse migliori e maggiormente qualificate, generando margini più elevati e incrementi nella capitalizzazione delle imprese. Secondo alcune ricerche, tali elementi possono incidere positivamente fino quasi il 4% sui rendimenti azionari rispetto a *comparables* che non possono vantare una simile soddisfazione e produttività della forza-lavoro⁴²;
- 5) ottimizzazione degli investimenti e degli impieghi di risorse in *capex*, attraverso una ottimale allocazione dei capitali verso opportunità più sostenibili e a più elevato potenziale di sviluppo e crescita.

In base alle considerazioni fin qui svolte, atteso il loro impatto sul costo dell'*equity* e del capitale di terzi (e di conseguenza sul WACC), appare evidente come i fattori ESG debbano essere ormai incorporati e tenuti in considerazione anche nell'ambito dei tradizionali modelli di valutazione basati sulla metodologia del *discounted cash flow*⁴³. In base a tale metodologia, a parità di altre condizioni, società maggiormente orientate verso i temi della sostenibilità dovrebbero mostrare valori più elevati, grazie a un minor tasso di attualizzazione da applicare ai flussi di cassa futuri.

³⁷ M. Khan, G. Serafeim, & A. Yoon, "Corporate sustainability: First evidence on materiality," *The Accounting Review*, November 2016, Volume 91, Number 6, 1697-724; Z. Nagy, A. Kassam, & L.-Eling Lee, "Can ESG add alpha? An analysis of ESG tilt and momentum strategies," *Journal of Investing*, Summer 2015, Volume 25, Number 2, 113-124.

³⁸ G. Friede, T. Busch, & A. Bassen, "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", s, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015, Vol. 5, No. 4, 210-233.

³⁹ W.J. Heinisz, S. Dorobantu, L.J. Nartey, "Spinning Gold: The Financial Returns to Stakeholder Engagement", *Strategic Management Journal*, 2011, Vol. 35, Issue 12, 1727-1748.

⁴⁰ W.J. Heinisz, "The Costs and Benefits of Calculating the Net Present Value of Corporate Diplomacy", *Field Actions Science Report*, 2016, Special Issue 14.

⁴¹ W. Henisz, T. Koller, & R. Nuttall, "Five ways that ESG creates value", *McKinsey Quarterly*, 2019, November.

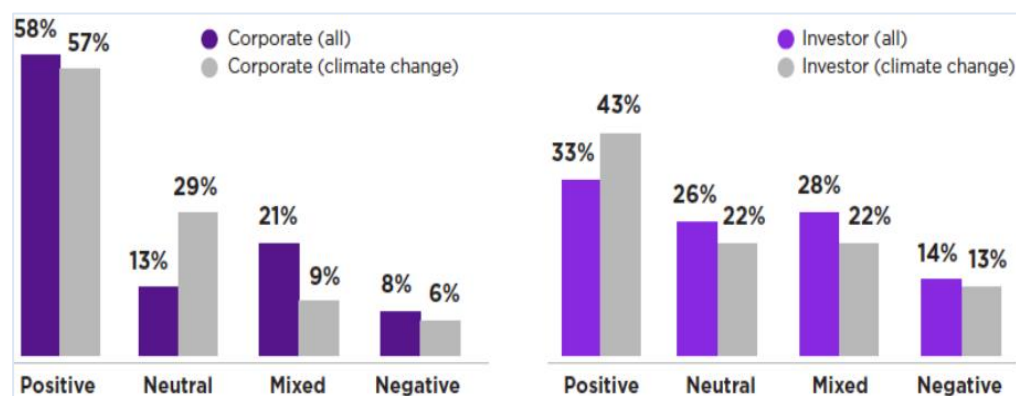
⁴² A. Edmans, "The Link Between Job Satisfaction and Firm Value, With Implications for Corporate Social Responsibility", *Academy of Management Perspectives*, 2012, Vol. 26, No. (4), 1-19.

⁴³ M.C. Jensen, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", *Business Ethics Quarterly*, 2002, Vol. 12, No. 2, 235-256.

L'attenzione agli aspetti ESG influenza le performance aziendali non solo in termini finanziari ma anche in tema di redditività operativa, sia per aziende commerciali che per istituti di credito e banche, che hanno mostrato un ROA più elevato, minori perdite su crediti a una più elevata crescita degli attivi⁴⁴.

Ricerche recenti confermano la diffusione di tale convinzione sia tra le imprese che tra gli investitori, atteso che la maggior parte delle analisi effettuate rivelano una correlazione positiva tra fattori ESG, investimenti in sostenibilità e *performance* finanziarie, individuate attraverso una serie di indicatori (*price/earnings ratio*, *Sharpe ratio*, ROE, ROA e così via).

Figura 4 - Correlazione tra investimenti sostenibili e risultati finanziari



Stern University, "ESG and financial performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020".

Tali dinamiche sono state confermate anche da recenti ricerche dell'OCSE, che si è soffermata, tra l'altro, sugli aspetti ambientali e sul loro impatto sui risultati operativi e finanziari delle imprese.

Figura 5 - Rischi *climate-related*, opportunità e impatto finanziario



Fonte: OECD, "ESG Investing: Practices, Progress and Challenges", 2020.

⁴⁴ W.G. Simpsons, & T. Kohers, "The Link Between Corporate Social and Financial Performance: Evidence From the Banking Industry", *Journal of Business Ethics*, 2002, Vol. 35, No. 2, 97-109; V. Hu, & B. Scholtens, "Corporate Social Responsibility Policies of Commercial Banks in Developing Countries", *Sustainable Development*, 2012, Vol. 22, No. 4,

Atteso che gli aspetti in questione si stanno diffondendo, dunque, anche in ambiti strettamente finanziari, altro elemento da tenere in considerazione riguarda le tecniche di valutazione dei progetti di investimento, nell'ambito delle quali si inizia a parlare di *sustainable capital budgeting*⁴⁵, che dovrebbe ricomprendere considerazioni relative ai fattori ESG nella determinazione di indicatori quali valore attuale netto, tasso interno di rendimento e *payback period*⁴⁶.

A tale proposito, va sottolineato come già da qualche tempo sono stati elaborati parametri come il *social return on investments* (SROI), utilizzato per verificare la creazione di capitale sociale⁴⁷ o il *return on sustainability*⁴⁸. Sulla base di quanto fin qui, considerato, dunque, il *capital budgeting circle*⁴⁹ elaborato in relazione alla responsabilità sociale di impresa può essere reinterpretato alla luce dei fattori ESG, includendo nella valutazione e nell'analisi costi-benefici l'impatto di eventuali esternalità negative.

Figura 6 - Il *capital budgeting circle*



Fonte: rielaborazione da Bosch-Badia, M.T., Serrats, J.M., & Tarrazon-Rodon, M.A., cit.

⁴⁵ G. Frost, & J. Rooney, "Considerations of sustainability in capital budgeting decision-making", *Journal of Cleaner Production*, 2021, Vol. 312.

⁴⁶ R. Visconti, "From financial to ESG capital: an evolutionary framework", 2021, *Working paper*.

⁴⁷ Emerson, J., Wachowicz, J., & Chun, Z, "Social Return on Investment: Exploring Aspects of Value Creation in the Nonprofit Sector", *Investor perspectives*, 2000. L'indicatore in questione è rappresentato dal rapporto tra il cash flow incrementale per gli stakeholders generato dal progetto e il valore attuale degli esborsi finanziati assorbiti dallo stesso.

⁴⁸ Wilhelm, K. *Return on Sustainability*; Pearson Education: Upper Saddle River, NJ, USA, 2013.

⁴⁹ Bosch-Badia, M.T., Serrats, J.M., & Tarrazon-Rodon, M.A., "The Capital Budgeting of Corporate Social Responsibility", *Sustainability*, 2020, Vol. 12, No. 9,

6. I principali strumenti di finanza sostenibile a disposizione delle imprese

Nel corso del tempo si sono sviluppati numerosi strumenti di finanza sostenibile, orientati al raggiungimento e al rispetto degli obiettivi definiti dai fattori ESG.

Tra quelli più diffusi sono certamente da menzionare i *green bonds* (“GB”), vale a dire obbligazioni la cui emissione e il cui *use of proceeds* sono legati a progetti che hanno un impatto positivo per l’ambiente, come l’efficienza energetica, la produzione di energia da fonti rinnovabili, il trattamento dei rifiuti, l’uso sostenibile dei terreni, e così via.

La Commissione Europea ha enfatizzato le potenzialità e il funzionamento del mercato dei Green Bond, presentando nel 2016 un pacchetto di misure intitolato “Energia pulita per tutti gli europei”, secondo il quale dal 2021 sarà necessario un supplemento di 177 miliardi di euro all’anno per raggiungere gli obiettivi individuati per il 2030 su clima ed energia, nell’ambito dei quali nuovi meccanismi di finanziamento e di investimento potrebbero giocare un ruolo essenziale.

Se in una fase iniziale le “obbligazioni verdi” provenivano principalmente da istituzioni finanziarie sovranazionali, come la Banca mondiale o la Banca Europea per gli Investimenti, successivamente sono arrivati anche titoli emessi da singole aziende, società partecipate e agenzie statali.

A fare da apripista, a livello comunitario, è stata proprio la BEI, con la prima emissione al mondo nel 2007 *del Climate Awareness Bond*. Nel luglio 2021 la proposta europea di regolamento sulle obbligazioni verdi (*Eu Green Bonds Standard*⁵⁰), che rende necessario che i proventi delle emissioni siano allocati ad attività allineate alla tassonomia in precedenza citata, ha dato un ulteriore impulso al debito verde grazie alla maggior trasparenza relativa ai requisiti da rispettare e all’utilizzo dei proventi finanziari.

In particolare, il *framework* in questione è composto da quattro elementi fondamentali:

- *taxonomy-alignment*: le risorse ottenute attraverso le obbligazioni verdi devono essere completamente allocate a supporto di progetti allineati con la tassonomia europea;
- *trasparenza*: è necessario garantire informazioni complete ed esaustive sull’utilizzo dei fondi acquisiti;
- *revisione esterna*: tutti i *green bond* europei devono essere verificati da un *reviewer* esterno che assicuri la *compliance* dei progetti finanziati con la normativa vigente e la tassonomia;
- *supervisione da parte dell’ESMA (European Securities Markets Authority)* sull’operato dei revisori.

Sempre a livello comunitario, nell’ottobre 2021 è stato lanciato un *maxi green bond* del valore di 12 miliardi e durata pari a 15 anni, che ha ricevuto domande per oltre 35 miliardi. Tale operazione si pone nell’ambito di un progetto più ampio, che punta a raccogliere con tali strumenti 250 miliardi di euro entro il 2026, circa il 30% dell’intero piano *Next Generation EU*.

⁵⁰ Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on European green bonds - COM/2021/391 final.

Dal punto di vista strettamente tecnico, il premio all'emissione che generalmente è riconosciuto agli investitori è stato ridotto di 3-4 punti base, avvicinandosi al *fair value* dello strumento, creando quindi un "premio verde" (ribattezzato *greenium*) che rappresenta un elemento di grande attenzione soprattutto per gli emittenti.

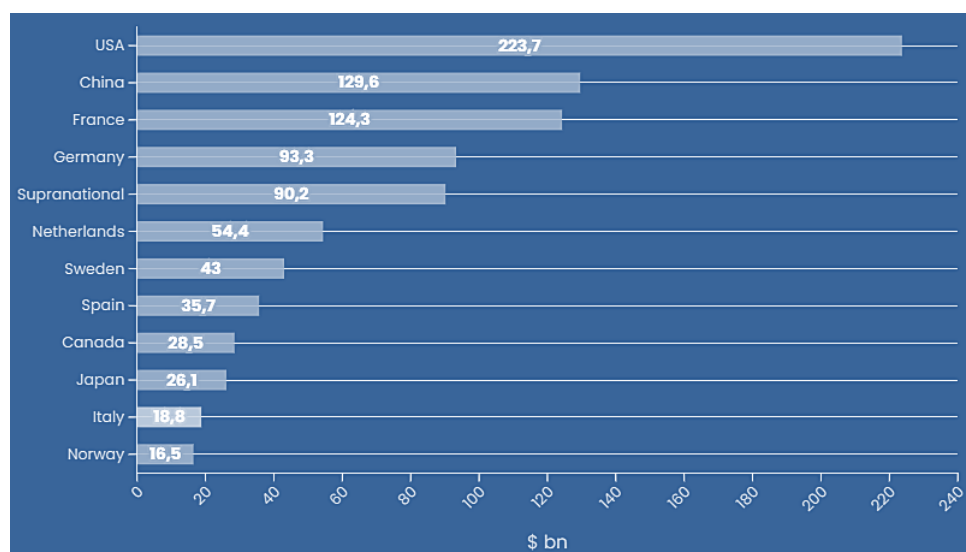
Tale dinamica ha generato una significativa diffusione degli strumenti in questione, atteso che le emissioni cumulate di GB a livello globale stimate da *Climate Bond Initiative* hanno ormai superato 1,4 trilioni di dollari. Nonostante i *green bonds* rappresentino oggi una componente ancora marginale del mercato del debito, secondo *Scope Ratings* nel 2021 gli *ESG-linked bonds* costituiranno il 25% di tutte le emissioni in Europa. Spinti da politiche climatiche sempre più ambiziose al fine di raggiungere i target di Parigi, governi e società private stanno emettendo *green bond* per ottenere un miglioramento nei rating ESG, oltre che per soddisfare il loro fabbisogno finanziario.

L'interesse rivolto agli strumenti in questione si è diffuso, in via più generale, tra gli investitori nell'ambito delle pratiche di *asset management*: se si prendono in considerazione i soli Stati Uniti, ad esempio, alla fine del 2020 circa un terzo degli investimenti in questione (circa 17.000 miliardi) erano di tipo ESG-rated.

Anche a livello nazionale si registra una crescente attenzione verso tali strumenti finanziari, atteso che il 3 marzo 2021 è stato emesso il primo BTp Green per 8,5 miliardi di euro con scadenza 2045 che, anche in questo caso, ha ricevuto sottoscrizioni in eccesso di circa 10 volte l'offerta, a testimonianza di una grande attenzione – anche in Italia – dei mercati finanziari a tali tematiche e a questa tipologia di strumenti.

I dati raccolti fino alla fine del 2020 evidenziavano in Italia emissioni di *green bond* per 18,8 miliardi di dollari, collocandoci ancora distanti (anche se in recupero) da Francia (124,3 miliardi) e Germania (93,3 miliardi). Siamo in ritardo anche rispetto a Svezia (43 miliardi) e Spagna (35,7 miliardi)⁵¹.

Figura 7 - Emissioni di *green bond* per paese (periodo 2014 – 2020)



Fonte: *Climate Bond Initiative*.

⁵¹ Fonte: *Climate Bond Initiative*.

Un altro degli strumenti maggiormente diffusi in tema di finanza sostenibile è rappresentato dai *social bond* (“SB”), sotto la cui denominazione ricadono tutti i titoli obbligazionari i cui proventi vengono impiegati esclusivamente per finanziare o rifinanziare, in tutto o in parte, nuovi e/o preesistenti progetti sociali. Alcuni esempi di categorie di progetti posso essere quelli che fanno riferimento a:

- le infrastrutture di base (ad es. strutture per la fornitura di acqua potabile), l’accesso ai servizi essenziali (ad es. il servizio sanitario);
- le abitazioni economiche accessibili;
- la creazione di posti di lavoro anche tramite finanziamenti e micro finanziamenti alle PMI;
- la sicurezza e l’igiene alimentare;
- il progresso e rafforzamento socio-economico.

Oltre agli strumenti fin qui analizzati, non si può sottacere il forte sviluppo conosciuto negli ultimi anni dai *green loans*, vale a dire forme di finanziamento che consentono al fruitore di utilizzare i fondi ricevuti esclusivamente per realizzare progetti che forniscono un contributo sostanziale al perseguimento di obiettivi di miglioramento in campo ambientale.

6.1. Mercati finanziari per gli strumenti di finanza sostenibile e principali dati nazionali

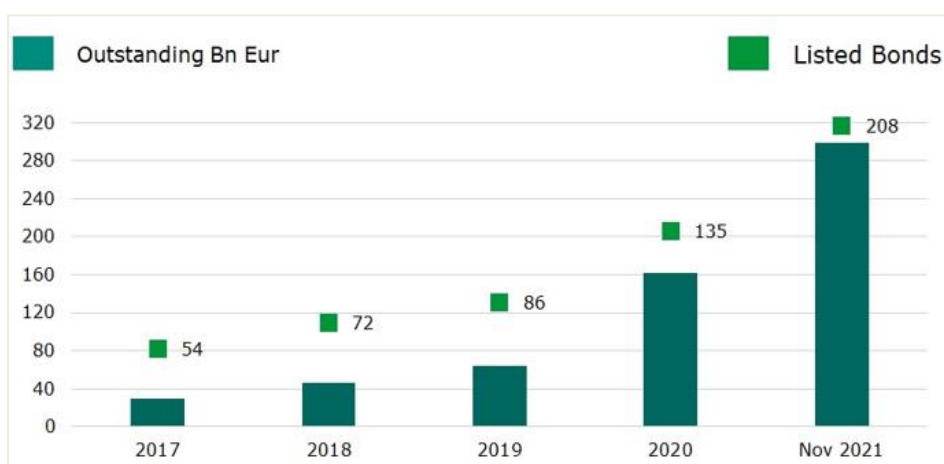
Borsa Italiana riveste un ruolo attivo nel promuovere la definizione di standard informativi in grado di favorire lo sviluppo dei *Green Bonds*. Oltre a far parte della *Sustainable Stock Exchanges Initiative* sostenuta dalle Nazioni Unite con il fine di sostenere la transizione ad un’economia a basso impatto ambientale, Borsa Italiana aderisce attraverso *London Stock Exchange Group* alla *Climate Bonds Initiative* ed è tra gli osservatori dei *Green Bonds Principles* dell’ICMA (*International Capital Markets Association – infra*). A partire dal 13 marzo 2017, Borsa Italiana ha iniziato a offrire agli investitori istituzionali e retail la possibilità di identificare gli strumenti i cui proventi vengono destinati al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura ambientale (“green bonds”) e/o sociale (“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. Gli strumenti in oggetto possono essere collegati sul mercato ExtraMOT PRO.

In Borsa Italiana, sui mercati Mot ed ExtraMot, alla fine del 2020 erano scambiate 135 obbligazioni destinate a finanziare progetti ambientali (“green”), sociali (“social”) o una combinazione tra le due tipologie (“sustainable”). Si tratta di un numero di strumenti in crescita dell’89% rispetto al 2019, per un ammontare complessivo di titoli pari a 230,6 miliardi di dollari, corrispondenti a circa 194 miliardi di euro.

Le obbligazioni sono emesse in prevalenza da enti sovranazionali (51%), seguiti da società non finanziarie (29%, soprattutto nel settore *utility*), banche (10% circa), Stati esteri (l’8% circa) e, infine, assicurazioni (2%). Gli emittenti hanno sede legale soprattutto negli Stati Uniti (a esse si riferisce il 32%

circa delle obbligazioni totali) e in Italia (a esse si riferisce il 29% del totale dei titoli). La maggioranza delle obbligazioni negoziate sui mercati di Borsa Italiana sono a tasso fisso (*plain vanilla*) e solo residualmente *Index Linked* e indicizzate all'Euribor. La maggior parte dei titoli è stata emessa e ha iniziato le negoziazioni tra il 2017 e il 2019. Al momento dell'emissione, il 69% circa delle obbligazioni presentava una durata superiore ai 6 anni. Il grado di frammentazione rispetto ad altri mercati è superiore per i *green bonds*, negoziati esclusivamente su Borsa Italiana nel 13% dei casi a fronte dei 29% dei *sustainable bonds*. Già al novembre 2021 il numero dei bond quotati è arrivato a 208, con 50 emittenti e un valore *outstanding* che ha raggiunto quasi i 300 miliardi di dollari⁵².

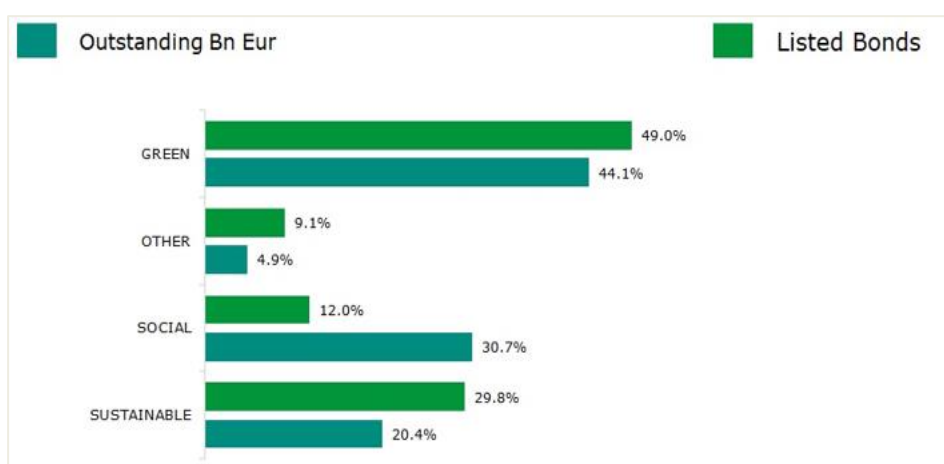
Figura 8 - Numero obbligazioni e valore



Fonte: Borsa Italiana, "Statistics Green, Social and Sustainable Bonds", Novembre 2021.

Per ciò che concerne, specificamente, la tipologia dei titoli in questione, i *green bond* sono quelli più numerosi e che generano il valore più elevato, come si evince dalla figura di seguito riportata.

Figura 9 - Tipologia e valore dei bond presenti sul mercato



Fonte: Borsa Italiana, "Statistics Green, Social and Sustainable Bonds", Novembre 2021.

⁵² A partire dal 27 luglio 2020, le statistiche comprendono anche i dati derivanti da EuroTLX.

6.2. Principi e standard di riferimento

La diffusione degli strumenti fin qui analizzati è stata certamente supportata, negli ultimi anni, dalla presenza di *standard* e principi di riferimento, emanati dall'*International Capital Market Association*, che definiscono quattro componenti fondamentali in base alle quali verificare il rispetto delle linee guida per ciò che concerne *green bond*, *social bond* e *sustainability bond*:

1. *Use of Proceeds*⁵³.
2. Processo di valutazione e selezione dei progetti
3. *Management of Proceeds*.
4. *Reporting*.

In base ai principi ICMA, le diverse **tipologie di green bond** possono essere così sintetizzate:

- Standard Green Use of Proceeds Bond, vale da dire un'obbligazione standard allineata ai *green bond principles* ("GBP").
- Green Revenue Bond: un'obbligazione di tipo *non-recourse* in cui l'esposizione creditizia è imputabile ai flussi di cassa derivanti da ricavi, fee, tasse, ecc. e il cui utilizzo dei proventi è allocato a progetti verdi collegati o meno a tali flussi.
- Green Project Bond: un titolo di debito emesso per uno o più progetti verdi in relazione ai quali l'investitori ha un'esposizione diretta al rischio dei progetti, con o senza rivalsa.
- Green Securitised Bond: un'obbligazione posta a garanzia di uno o più specifici progetti *green*, che includono⁵⁴ *covered bonds*, ABS, MBS ed altri strumenti allineati al GBP.

Per ciò che concerne le tipologie di *social bond*, invece, i *social bond principles* ("SBP") ICMA forniscono la seguente tassonomia:

- Standard Social Use of Proceeds Bond: si tratta di obbligazioni standard emesse direttamente dall'emittente del tipo "recourse-to-the-issuer" che siano coerente con i SBP.
- Social Revenue Bond: un titolo di debito del tipo "non-recourse" conforme ai SBP in cui l'esposizione creditizia all'interno del titolo è imputabile ai flussi di cassa provenienti e garantiti da ricavi, commissioni, tasse, ecc. ed il cui utilizzo dei proventi è legato a progetti sociali correlati o non correlati a tali flussi.
- Social Project Bond: un bond emesso per uno o più Progetti Sociali per i quali l'investitore ha un'esposizione diretta al rischio con o senza rivalsa nei confronti dell'emittente, che sia comunque *compliant* rispetto ai SBP.

⁵³ Vale a dire modalità di utilizzo e allocazione dei fondi, che varia evidentemente in base alla tipologia di strumento finanziario. I GB devono finanziare investimenti "verdi" in iniziative quali lo sviluppo di energie rinnovabili, l'efficiamento energetico, prevenzione e controllo dell'inquinamento, trasporto sostenibile, rafforzamento dell'economia circolare e così via. Per quanto riguarda i social bond, l'utilizzo delle risorse deve essere rivolto a iniziative quali *housing* sociale, avanzamento socio-economico, miglioramento dell'occupazione, supporto a persone in condizioni di povertà o disabilità, migranti, ecc.

⁵⁴ A titolo esemplificativo e non esaustivo.

- **Social Securitised and covered Bond:** un'obbligazione emessa a garanzia di uno o più progetti sociali specifici, che includono obbligazioni garantite (cd. "covered bonds"), ABS, MBS ed altre tipologie. La fonte di rimborso principale è generalmente rappresentata dai flussi finanziari derivanti dalle attività sottostanti.

In relazione ai *sustainable-linked bond* ("SLBs"), i principi ICMA (Sustainability-Linked Bond Principles – "SLBP") definiscono in primis cinque componenti *core*:

1. Selezione dei *Key Performance Indicators* (KPIs)⁵⁵, che possono essere interni o esterni.
2. Ponderazione di uno o più *Sustainability Performance Targets* (SPTs) per ciascun KPI.
3. Caratteristiche del titolo, atteso che uno degli elementi distintivi dei SLBs è rappresentato da caratteristiche finanziarie e/o strutturali variabili a seconda che i KPI selezionati raggiungano (o meno) gli SPT predefiniti, individuando l'impatto connesso a uno o più *trigger events*. La potenziale variazione della cedola è l'esempio più comune, ma è anche possibile considerare la variazione di altre caratteristiche finanziarie e/o strutturali di SLB.
4. *Reporting*.
5. Verifica.

Le caratteristiche e i principi a cui si ispirano i principali strumenti finanziari utilizzati in relazione al raggiungimento di obiettivi in chiave ESG possono essere sintetizzati come segue.

Figura 10 - Gli elementi più significativi dei principali strumenti finanziari ESG



Fonte: rielaborazione da ICMA, "Sustainability bonds guidelines", giugno 2021.

⁵⁵ I KPIs dovrebbero essere: (i) rilevanti, essenziali e significativi per l'attività complessiva dell'emittente e di elevata rilevanza strategica per le sue operazioni attuali e/o future; (ii) misurabili o quantificabili secondo una base metodologica coerente; (iii) esternamente verificabili; (iv) in grado di essere confrontati, attraverso l'utilizzo di un riferimento esterno o di definizioni tese a facilitare la valutazione del livello di ambizione del SPT.

7. Il ruolo dei commercialisti e le opportunità future per imprese e professionisti

I commercialisti possiedono e sviluppano, tra le altre, specifiche competenze in tema sia di *reporting* che di controllo in relazione ai temi fin qui trattati, atteso che tra le attribuzioni previste dall'Ordinamento professionale figurano⁵⁶:

- “la redazione e la asseverazione delle informative ambientali, sociali e di sostenibilità delle imprese e degli enti pubblici e privati”;
- “la certificazione degli investimenti ambientali ai fini delle agevolazioni previste dalle normative vigenti”.

La professione presidia il settore della *sustainable finance* ormai da molti anni, attraverso l'approfondimento teorico di apposite Commissioni di studio, il contributo operativo di professionisti esperti e le attività di collaborazione istituzionale e di ricerca scientifica, svolte nell'alveo delle diverse aree di delega coinvolte, orientate allo sviluppo tecnico, in particolare, nei seguenti ambiti:

- *disclosure* e valutazione di variabili di sostenibilità sociale e ambientale nella predisposizione del reporting nelle diverse tipologie di organizzazioni, *profit* e *non profit*, del sistema economico;
- analisi ed elaborazione di principi e metodologie ai fini della predisposizione del *sustainability reporting* e del *non-financial reporting*;
- analisi ed elaborazione di principi per lo svolgimento dell'attività di asseverazione dei processi di *corporate* e *sustainability reporting* e dei relativi strumenti di *disclosure*;
- approfondimento dei *sustainability issues* nell'esercizio dell'attività di controllo.

È evidente quanto tali competenze risultino essenziali ai fini della predisposizione della struttura e della valutazione, ad esempio, dei succitati *green bond* che, come sopra evidenziato, già ricoprono un ruolo determinante in quella necessaria transizione di un modello economico-produttivo che oggi palesa tutti i suoi limiti. Il cambio di approccio deve essere attuato a livello sia di sistema nel suo complesso sia delle singole parti che lo compongono e deve ruotare intorno al concetto di “*sustainability business model*”, la cui calibrazione non può prescindere dalla predisposizione di strategie di *risk management* di *sustainability issues* connessi all'impatto delle attività produttive sull'ambiente, da un lato, e all'influenza del contesto territoriale (politico, sociale ed economico) sulle organizzazioni, dall'altro.

Tanto da parte delle istituzioni sovranazionali e internazionali, quanto da parte di investitori e consumatori, le problematiche della sostenibilità e, *in primis*, quelle legate al *climate change*, risultano cruciali nei progetti realizzati nel perseguimento degli SDGs. In questa prospettiva, l'opportunità della diffusione dei relativi strumenti di finanziamento, non può che procedere di pari passo con uno

⁵⁶ Art. 1, comma 3, d.lgs. 139/2005, lett. o) e p).

sviluppo regolamentare e tecnico che riduca i rischi di storture nei meccanismi di allocazione e di valutazione di tali strumenti finanziari.

Sotto la lente della sostenibilità aziendale, di pari passo con l'evoluzione del concetto di valore, anche la definizione del processo in cui lo stesso viene creato ha subito, nella percezione umana e nell'approfondimento scientifico, un'evoluzione altrettanto rilevante. In altri termini, oggi una strategia aziendale deve integrare gli elementi ESG nei processi di valorizzazione economica, presidiandone le criticità nell'approccio di *risk management* (e non solo ai fini della *compliance* normativa sempre più stringente).

La professione può svolgere attività di grande rilievo sia nell'ambito delle criticità inerenti al rapporto tra normativa e prassi, da un lato, sia nel contesto della consulenza strategica ai soggetti che intendano avvalersi di strumenti di *sustainable finance*, dall'altro. In effetti, nella prima prospettiva, risultano centrali le competenze professionali sviluppate con riguardo all'analisi dei mercati finanziari e all'applicazione dei principi procedurali e metodologici e risultano altresì essenziali le competenze maturate con riguardo al *reporting* e, in generale, alla *disclosure* relativa ai progetti cui tali strumenti (GB in *primis*) sono connessi. Nella seconda prospettiva, le conoscenze e le sensibilità nella valutazione, le capacità di *risk assessment* e *risk management* di variabili ESG, anche nell'ottica di allineamento alla succitata definizione di "successo sostenibile" proposta dal nuovo Codice di *Corporate Governance* di Borsa italiana, sembrano imprescindibili nella pianificazione di strategie di finanziamento di lungo periodo articolate in funzione di tali strumenti finanziari.

Nella visione di sistema, infine – con riguardo alla trasparenza della *disclosure* dei soggetti coinvolti – e nell'ambito delle attività volte alla tutela dell'interesse pubblico, i commercialisti possono contribuire in maniera decisiva alla diffusione e all'utilizzo di GB e altri strumenti di finanza sostenibile, svolgendo così un ruolo fondamentale per la creazione di una vera e propria "cultura della sostenibilità", che guidi le aziende in un processo di creazione di valore sempre più allargato a tutti gli *stakeholders*.