



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

La sostenibilità nell'informativa alla clientela

Relatore

Ch. Prof. Alberto Urbani

Laureando

Isabella Baldo

Matricola

881778

Anno Accademico

2020 / 2021

INDICE

INTRODUZIONE	4
1.1. Definire il cambiamento climatico	4
1.2. Il ruolo delle Banche Centrali	6
1.3. L’impatto del cambiamento climatico nel sistema economico	8
1.3.1. <i>Il rischio fisico</i>	8
1.3.2. <i>Il rischio di transizione</i>	10
1.4. L’inclusione del rischio climatico nell’agenda internazionale	10
LA NORMATIVA	13
2.1. Il contesto internazionale.....	13
2.1.1. L’accordo di Parigi	13
2.1.1.1. <i>Verso l’accordo di Parigi</i>	13
2.1.1.2. <i>Il contenuto</i>	14
2.1.1.2.1. <i>Clima e sistema economico</i>	16
2.1.1.3. <i>L’Europa e l’accordo di Parigi</i>	17
2.1.1.4. <i>Cinque anni dopo l’accordo di Parigi</i>	18
2.1.2. Il <i>Network for Greening the Financial System</i>	19
2.1.2.1. <i>L’elaborazione degli scenari</i>	20
2.1.2.2. <i>I tre possibili scenari</i>	21
2.1.3. <i>La Task Force on Climate-related Financial Disclosures</i>	24
2.2. La normativa europea	26
2.2.1. Il Piano d’azione europeo	26
2.2.1.1. <i>Il riorientamento dei flussi verso investimenti sostenibili</i>	27
2.2.1.2. <i>La sostenibilità nella gestione dei rischi</i>	30
2.2.1.3. <i>La trasparenza nella comunicazione</i>	34
2.2.2. Le linee guida ABE: la materialità delle informazioni.....	36
2.2.3. La direttiva 2014/95/EU del Parlamento europeo: l’informativa non finanziaria (NFDR).....	38
2.2.4. Il regolamento (UE) 2019/2088: l’informativa sulla sostenibilità (SFDR).....	46
2.2.4.1 <i>Le lacune del regolamento (UE) 2019/2088</i>	50
2.2.5. Il regolamento (UE) 2019/2089.....	54
2.2.6. Il regolamento (UE) 2020/852: la tassonomia dei prodotti	56
2.2.6.1. <i>Le criticità</i>	61

2.2.6.2. <i>Gli emendamenti introdotti dal regolamento (UE) 2020/852 nel regolamento (UE) 2019/2088</i>	62
2.2.7. <i>La Corporate Sustainability Reporting Directive</i>	63
LA VIGILANZA	68
3.1. Introduzione.....	68
3.2. Il terzo Pilastro di Basilea.....	69
3.3. I rischi ESG per gli intermediari finanziari	72
3.3.1 <i>I rischi ambientali (E)</i>	73
3.3.2 <i>I rischi sociali (S)</i>	73
3.3.3 <i>I rischi di governance (G)</i>	74
3.4. La vigilanza prudenziale.....	74
3.5. La guida della BCE sulla gestione dei rischi climatici e ambientali	80
3.6. L'introduzione del rischio climatico nello <i>stress test</i>	82
3.7. Mancanza di informazioni e principio di precauzione	86
SOSTENIBILITÀ E TRASPARENZA	89
4.1 Introduzione.....	89
4.2 Responsabilità degli amministratori rispetto ai profili ESG.....	91
4.2.1. <i>L'attuale stato della divulgazione dell'informativa non finanziaria</i>	96
4.3. Il danno da informazione finanziaria inesatta.....	98
4.3.1. <i>Il dovere di informazione nel caso di operazione inesatta</i>	104
4.4. L'introduzione della sostenibilità in MiFID II	107
4.4.1. <i>La valutazione di adeguatezza</i>	108
4.4.2. <i>La governance dei prodotti</i>	114
4.4.3. <i>I conflitti di interesse</i>	118
4.5. L'importanza del <i>rating</i> ESG	120
4.6. L'educazione finanziaria	122
CONCLUSIONI	125
BIBLIOGRAFIA	128
GIURISPRUDENZA	142
FONTI NORMATIVE	143

INTRODUZIONE

SOMMARIO: 1.1. Definire il cambiamento climatico. – 1.2. Il ruolo delle Banche Centrali. – 1.3. L’impatto del cambiamento climatico nel sistema economico. – 1.2.1. Il rischio fisico. – 1.2.2. Il rischio di transizione. – 1.4. L’inclusione del rischio climatico nell’agenda internazionale.

1.1. Definire il cambiamento climatico

La questione del cambiamento climatico è una delle tematiche più complesse e controverse del nostro tempo che ha assunto rilevanza centrale anche nel sistema economico-finanziario. Nonostante i dibattiti pubblici e le pubblicazioni scientifiche, rimane ancora incerto per i più esattamente cosa si intenda per “clima” e per “cambiamento climatico”. Con il primo termine si indica la temperatura media, l’umidità, le piogge che possono registrarsi in una zona geografica nel lungo periodo (anche anni o decenni)¹, mentre per cambiamento climatico si intendono le variazioni del clima della Terra. I cambiamenti osservati durante il XX secolo sono primariamente dovuti alle attività umane, quali l’utilizzo di combustibili fossili, i quali, contribuendo al rilascio nell’atmosfera di gas ad effetto serra, aumentano la temperatura sulla superficie terrestre, provocando il cosiddetto *global warming*. Di conseguenza, all’interno di molte pubblicazioni e convenzioni internazionali, tra cui la *United Nations Framework Convention on Climate Change*² (o UNFCCC), si parla solamente di cambiamento climatico antropogenico, ossia causato direttamente o indirettamente dalle attività umane.³ Pur essendo ardua la definizione del fenomeno e delle sue cause, la comunità scientifica, a partire dalla fine del secolo scorso, si è mobilitata per sensibilizzare la

¹ NASA, *Overview: Weather, Global Warming and Climate Change*, www.climate.nasa.gov, 2021.

² UNFCCC, *United Nations Framework Convention On Climate Change*, New York, testo disponibile on-line [conveng.pdf \(unfccc.int\)](http://conveng.pdf(unfccc.int)), 1992.

³ «*Climate change means a change of climate which is attributed directly or indirectly to human activity that alters the composition of the global atmosphere and which is in addition to natural climate variability observed over comparable time periods*» *United Nations Framework Convention on Climate Change* del 1992, all’art. 1.

popolazione: dal 1950, periodo di forte crescita economica e industriale, i mutamenti osservati sono stati senza precedenti. Si può dunque affermare che il benessere dell'ambiente è stato sacrificato in nome del momentaneo ed apparente benessere dell'uomo, il quale risulta tuttavia essere paradossalmente anche la principale causa del peggioramento delle sue stesse condizioni di vita, come sostiene il 97%⁴ degli studiosi climatologi.

La centralità della questione climatica è stata accentuata anche a seguito dell'Agenda 2030⁵, piano d'azione per la sostenibilità sottoscritto nel 2015 dai paesi membri dell'ONU. Di fondamentale importanza è stata la rivisitazione dell'Agenda ad opera dello *Stockholm Resilience Centre*, il quale ha dimostrato come gli obiettivi economici e sociali siano subordinati al raggiungimento di quelli legati all'ambiente.⁶

Il cambiamento climatico ha effetti sulle determinanti sociali ed economiche della vita umana, quali la disponibilità dell'acqua, lo sviluppo dell'agricoltura, nonché lo sviluppo economico. Secondo le previsioni attuali, la siccità aumenterà nei prossimi decenni in tutta Europa, ma maggiormente nei paesi del Mediterraneo, tra i quali Italia, Francia e Spagna. Le inondazioni nella regione europea hanno riguardato 3.4 milioni di persone e ne hanno uccise più di mille tra il 2000 e il 2011⁷: senza accorgimenti, il numero di persone per il 2085 colpito dalle inondazioni sarà pari a 5.5 milioni⁸. L'intensità delle piogge in Europa negli ultimi 50 anni è cresciuta ed è stimato che continuerà a crescere causando l'aumento di erosione terrestre e di inondazioni⁹. Inoltre, l'aumento delle temperature si tradurrebbe in una riduzione della produttività per quei settori che richiedono lavorazioni all'aria aperta, come quello edile e quello agrario. L'innalzamento delle temperature è causa anche di una maggiore spesa da parte delle famiglie vulnerabili

⁴KAMMEN (a cura di), *Highlights of 2016*, in *Environ. Res. Let.*, disponibile on-line J ERL BK 0217 Highlights-A4-web.pdf (iopscience.org), 2016.

⁵ONU, *Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile*, 2015, disponibile on-line <https://unric.org/it/agenda-2030/>

⁶STOCKHOLM RESILIENCE CENTRE, *How foods connects all the SDGs*, in *Stockholm resilience Center*, www.stockholmresilience.org, 2016.

⁷CISCAR et al., *Physical and economic consequences of climate change in Europe*, in *Proceedings of the national academy of sciences of the United States of America*, febbraio, 2011, pp. 2678-2683.

⁸JAKUBICKA et al., *Health impacts of floods in Europe: data gaps and information needs from a spatial perspective. A MICRODIS report*, Centre for Research on the Epidemiology of Disasters, Brussels, 2010.

⁹ORGANIZZAZIONE MONDIALE DELLA SANITA', *Data and Statistics*, WHO, 2011, www.euro.who.int.

¹⁰ per garantire un comfort minimo all'interno delle abitazioni, nonché di un maggiore consumo a causa del cosiddetto fenomeno di *shopping productivity*¹¹. Infine, a tale fenomeno è imputabile un generale peggioramento delle condizioni di salute dell'uomo e di un aumento del tasso di mortalità.

1.2. Il ruolo delle Banche Centrali

Essendo l'investimento economico-finanziario complice e al tempo stesso vittima dei cambiamenti climatici, visti gli elevati impieghi di denaro in combustibili fossili, la domanda che ci dovremmo porre è se il sistema bancario, e più in generale quello economico-finanziario, debba iniziare ad occuparsi di tali questioni. Infatti, il rischio climatico può impattare sulla stabilità del sistema finanziario, dei prezzi e della politica monetaria. Le banche centrali dovrebbero, quindi, essere coinvolte nell'allineamento delle loro *policy* allo sviluppo sostenibile¹². Una banca centrale "verde" è una banca che prende in considerazione i rischi ambientali, inclusi quelli derivanti dal cambiamento climatico, i quali potrebbero avere un impatto nella stabilità e nello sviluppo del settore economico-finanziario nel breve e nel lungo termine. Le banche centrali hanno quindi la necessità di introdurre nelle politiche monetarie e nella regolamentazione finanziaria i fattori legati alla sostenibilità. Una delle responsabilità delle banche centrali è quella di

¹⁰ OIPE, 2° Rapporto sullo stato della povertà energetica in Italia, Osservatorio italiano sulla povertà energetica, 2020.

¹¹ STARR-MCCLUER, *The effects of weather on retail sales*, Finance and Economics Discussion Series 2000-08, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 2008.

¹² Lo sviluppo sostenibile è stato definito all'interno del c.d. rapporto Brundtland (1987), documento pubblicato dalla Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo (WCED), come «*quello sviluppo che consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri*». Esso riguarda, quindi, in modo interdipendente, l'economia, l'ambiente e l'uomo. È un concetto ripreso anche all'interno dei *Millennium Development Goals*, nonché dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile promossa dall'Organizzazione delle Nazioni Unite nel 2015. Pur essendo stato ripreso più volte all'interno delle convenzioni internazionali, non è una norma primaria, bensì interstiziale, concezione elaborata da Lowe (LOWE, *The Politics of Law-Making: Are the Method and Character of Norm Creation Changing?*, in Byers (a cura di), *The Role of Law in International Politics: Essays in International Relations and International Law*, Oxford, 2001, pp. 207 ss.). La norma interstiziale, secondo Lowe, è quella norma che opera negli interstizi delle norme primarie e che, pur non generando gli effetti normativi tipici di queste norme, sarebbe in grado di modificarne gli effetti, ampliandoli o restringendoli a seconda delle circostanze. Si tratta di una norma non riconducibile ad una fonte di produzione giuridica in senso proprio, ma che per un verso rifletterebbe indirizzi politici generali promossi dalla comunità internazionale nel suo complesso e per altro verso vivrebbe essenzialmente attraverso l'opera di mediazione del giudice.

mantenere una bassa e stabile inflazione¹³, preconditione necessaria per lo sviluppo e la crescita dell'economia. Orbene, la variazione dei prezzi potrebbe essere causata anche dal clima: ad esempio, il cambiamento climatico ha effetti significativi sull'agricoltura, riflettendosi sui prezzi della produzione agricola e, per le economie in cui l'agricoltura assume un ruolo fondamentale, questo potrebbe tradursi in un generalizzato impatto negativo a livello di reddito e di impiego.¹⁴

È stato a lungo discusso come l'introduzione di norme riguardanti il cambiamento climatico potesse impattare sui regimi di politica monetaria e ciò si è tradotto nell'introduzione di nuovi rischi che le banche devono tenere in considerazione: il rischio fisico e di transizione.¹⁵ La gestione di tali rischi è però complicata da alcune specificità: una profonda incertezza circa l'entità degli effetti dei cambiamenti climatici e delle loro politiche, le possibili azioni di adattamento e i possibili canali di trasmissione; ma soprattutto valutare gli effetti dei cambiamenti climatici richiede un orizzonte temporale più lungo rispetto a quello considerato per le politiche delle banche centrali.¹⁶

Le banche centrali possono valutare non solo la stabilità del singolo intermediario, ma anche quella dell'intero sistema finanziario, attraverso strumenti come gli *stress test* climatici per individuare i maggiori fattori di rischio e le modalità di trasmissione e propagazione dei rischi stessi.

Raggiungere gli obiettivi in termini di transizione sostenibile non richiede solamente l'introduzione di politiche volte a monitorare tali rischi, ma necessita anche di un'attenta selezione degli investimenti effettuati. Elevato è infatti il rischio di *greenwashing*, ossia la possibilità che gli investitori vengano ingannati e pertanto si ritrovino ad investire in attività la cui sostenibilità sia dubbia.¹⁷ In assenza di un intervento pubblico, le banche e altri operatori finanziari dovrebbero preoccuparsi di allocare le loro risorse in investimenti sostenibili. Il rendimento economico, però, è ben diverso dal rendimento

¹³ Per maggiori informazioni consultare il sito www.bancaditalia.it.

¹⁴ Il settore agricolo è pari circa al 2% del PIL dell'Unione Europea.

¹⁵ Discorso di Mark Carney, Governatore della Bank of England, tenutosi presso la Lloyd's Assicurazioni, Londra, settembre 2015. Nel discorso il Governatore fa riferimento anche al *passivity risk*, il quale però è legato alle imprese di assicurazione.

¹⁶ BERNARDINI, FAIELLA, LAVECCHIA, MISTRETTA e NATOLI, *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, n. 608, Banca d'Italia, marzo, 2021.

¹⁷ FURLOW, *Greenwashing in the New Millennium*, in *Journal of Applied Business and Economics*, n.10, pp. 22-25, disponibile on-line FurlowWeb.pdf (na-businesspress.com), 2010.

sociale e ambientale che questi attori otterrebbero: si crea quindi una discrepanza che richiede l'intervento degli stati.¹⁸

1.3. L'impatto del cambiamento climatico nel sistema economico

Il mutamento climatico a cui stiamo assistendo, che si manifesta tramite l'aumento della frequenza e dell'intensità con cui avvengono i disastri naturali, ha fatto sì che i sistemi finanziari fossero esposti ai cosiddetti rischi climatici, ossia ai mutamenti strutturali inerenti ai cambiamenti climatici, i quali influiscono sull'attività economica e, di conseguenza, sul sistema economico.

Per ciò che concerne le modalità di propagazione dei rischi climatici al settore finanziario, si è soliti far riferimento a due circostanze. La prima è legata all'impatto degli eventi naturali sull'economia reale e all'eventuale ripercussione sulla stabilità del sistema finanziario. La seconda, invece, è collegata all'incertezza circa i tempi e la velocità del processo di adeguamento, mediante azioni di mitigazione dei rischi climatici e di potenziamento del progresso tecnologico, ad un'economia a basse emissioni di carbonio.¹⁹ I rischi climatici che vengono presi in considerazione sono due: il rischio fisico e il rischio di transizione.

1.3.1. Il rischio fisico

Per rischio fisico, si intende la possibilità che i disastri naturali distruggano beni mobili o immobili (case, edifici industriali, autoveicoli privati o pubblici) acquistati mediante un prestito e/o per la cui ricostruzione sia necessario ricorrere ai canali tradizionali di credito. Il rischio fisico, quindi, sarebbe responsabile per l'aumento del debito, riducendo le risorse disponibili per altri investimenti, da un lato, e per la riduzione del valore degli immobili stessi nonché per l'aumento delle garanzie richieste, dall'altro. Disastri naturali potrebbero aumentare il numero dei crediti non performanti nel

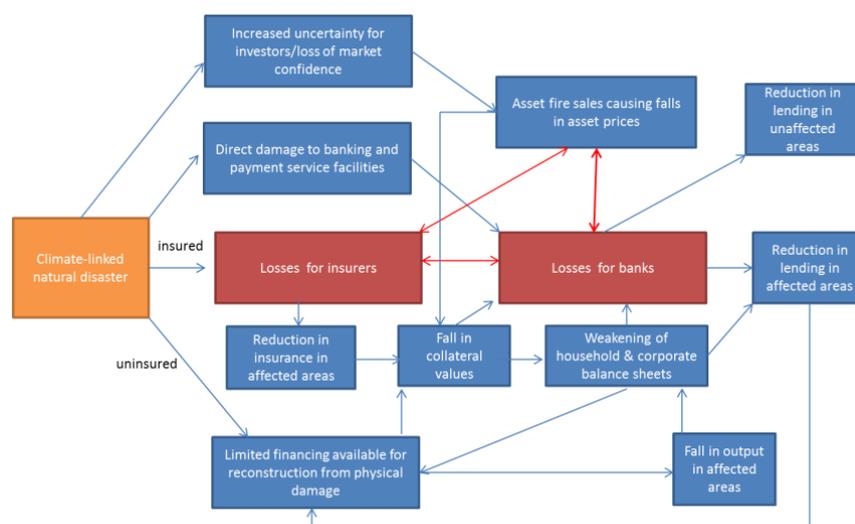
¹⁸ STIGLITZ, *The Role of the State in Financial Markets*, The World Bank, Washington, DCT, 1994.

¹⁹ CERUTI, DONATO, MASTROIANNI e QUAGLIA, *Rischi finanziari legati al clima: una prospettiva sulle misure prudenziali europee*, in *Diritto Bancario*, disponibile on-line Rischi finanziari legati al clima: una prospettiva sulle misure prudenziali europee | *Diritto Bancario*, febbraio, 2021.

portafoglio di una banca, a seconda della zona in cui essa si trova e, conseguentemente, le banche potrebbero ridurre i crediti concessi e questo potrebbe minare la stabilità economica di una determinata zona.

La seguente figura illustra il meccanismo di propagazione del rischio fisico all'interno del sistema finanziario.

Figura 1: Gli effetti di un disastro naturale sul sistema economico



Fonte: BATTEN, SOWERBUTTS e TANAKA, *Let's talk about the weather: the impact of climate on central banks*, Bank of England, Staff Working Paper, maggio, 2016, p. 7.

È opportuno sottolineare come la situazione potrebbe coinvolgere tanto le banche quanto le imprese di assicurazione: se i beni danneggiati fossero assicurati, gli effetti si ripercuoterebbero infatti sulle compagnie assicurative. A seconda dell'entità dei danni, queste potrebbero vedere minata la propria stabilità finanziaria e, allo stesso modo, le banche o altri agenti che concedono loro credito.

Al contrario, nel caso della mancata assicurazione, gli effetti degli eventi naturali assorbirebbero molte più risorse economiche e porterebbero a molti più danni, tra cui l'aumento delle garanzie richieste, l'aumento della vulnerabilità dei soggetti debitori con il conseguente aumento della probabilità di *default*. Se l'area colpita da calamità naturali fosse estesa geograficamente, maggiori potrebbero essere le probabilità che questi eventi possano danneggiare l'intero sistema bancario.

In uno studio condotto sullo scenario italiano che combina informazioni sui prestiti alle imprese con informazioni sul rischio di inondazioni, è emerso che alla fine del 2014 un quinto di tutti i prestiti concessi dalle banche alle imprese (circa un decimo del PIL

italiano), era destinato alle imprese localizzate in regioni ad alto rischio di inondazioni. Le regioni con il maggiore rischio sono il Veneto, l'Emilia-Romagna, la Toscana e la Liguria – regioni che assieme contribuiscono circa al 30% del PIL nazionale.²⁰

1.3.2. *Il rischio di transizione*

Il rischio di transizione deriva da tutte le norme internazionali introdotte per rallentare i cambiamenti climatici, in modo da stabilizzare la presenza dei gas effetto serra, nonché del fenomeno del buco nell'ozono, al fine di mantenere l'incremento della temperatura rispetto al periodo pre-industriale al di sotto di 1.5°C. Il raggiungimento dell'obiettivo, e quindi il perseguimento di una transizione verso un'economia *low-carbon*, necessita di una regolamentazione: se così non fosse si rischierebbe la riduzione del valore dell'energia attualmente disponibile ottenuta da combustibili fossili, minando l'economia reale di diversi paesi. Diversamente dal rischio fisico, il rischio di transizione non è latente, ma comunque mina la stabilità del sistema finanziario. Inoltre, la transizione potrebbe essere causa di inflazione: le politiche ambientali richiederebbero, in un primo momento, l'utilizzo di tecnologie innovative e pertanto il costo dell'energia sarebbe maggiore, oppure l'introduzione di un sistema di tassazione nei confronti delle imprese che utilizzano combustibili fossili, portando, in ogni caso, ad un aumento del prezzo dell'energia.

1.4. **L'inclusione del rischio climatico nell'agenda internazionale**

La comunità internazionale ha raggiunto un'intesa nel 2015 con gli accordi di Parigi. L'intervento regolatorio auspicato in precedenza è iniziato recentemente e ha visto come capofila l'Unione Europea nel 2016 con l'istituzione di un gruppo di esperti sulla finanza sostenibile (HLEG) e la Gran Bretagna all'inizio del 2017, indicando quali fossero le aspettative dal punto di vista della *governance* e della gestione del rischio climatico. Nel 2015 è nata all'interno del *Financial Stability Board (FSB)*²¹, associazione senza scopo

²⁰ FAIELLA e NATOLI, *Natural catastrophes and bank lending: the case of flood risk in Italy*, n. 457, Banca d'Italia, ottobre, 2018.

²¹Il *Financial Stability Board* è un'organizzazione internazionale che monitora e redige le raccomandazioni circa il sistema economico-finanziario mondiale. Fu fondato nel 2009 a seguito del G20 di Londra. Maggiori informazioni sono disponibili on-line www.fsb.org.

di lucro con lo scopo di monitorare la stabilità finanziaria mondiale, grazie all'allora governatore della *Bank of England*, Mark Carney, la *Task Force on Climate-related Financial Disclosure* (TCFD)²², con l'obiettivo di analizzare i rischi finanziari legati ai cambiamenti climatici e incoraggiare la consapevolezza e la trasparenza delle imprese finanziarie in merito a questi. L'anno seguente il G20 ha lanciato il *Green Finance Study Group* per esaminare le strategie e per incoraggiare gli investitori privati ad aumentare gli investimenti verdi. Nel 2017 le banche centrali hanno fondato il *Network for Greening the Financial System* (NGFS)²³, una rete globale di banche centrali e autorità di supervisione che promuove la condivisione di esperienze e delle migliori pratiche circa la gestione dei rischi finanziari legati al clima. Tra le iniziative recenti la Banca d'Inghilterra ha dedicato il *Biennial Exploratory Scenario 2021* (BES)²⁴ ai rischi finanziari del cambiamento climatico. L'Autorità Bancaria Europea, invece, ha dettato alla fine del 2019 le linee guida circa la gestione del rischio climatico, stabilendo standard regolatori e prudenziali in termini di ambiente, società e governance (ESG), pubblicando inoltre un piano d'azione²⁵ per favorire la transizione verde.

In questo processo delicato, sono stati evidenziati cinque principi²⁶, che dovrebbero essere applicati dagli istituti bancari con flessibilità, a seconda della regolamentazione. Di cruciale importanza risulta la definizione degli obiettivi in termini di sostenibilità da raggiungere, nominando soggetti responsabili per la quantificazione del rischio climatico, nonché per il connesso rischio reputazionale: ad oggi, vi è un imperativo culturale, e non solo economico, relativo alla gestione del cambiamento climatico. Tali considerazioni dovrebbero essere poste anche in relazione al processo di allocazione del capitale, identificando gli investimenti che potrebbero rivelarsi minacciosi per l'istituto bancario stesso. Il rischio climatico dovrebbe, quindi, essere incluso nel processo di *risk management* tramite l'attribuzione di *score* alle singole controparti, nonché dovrebbe essere coinvolto nelle analisi di scenario e negli *stress tests*, in modo che le banche

²²Maggiori informazioni sono disponibili on-line: *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (fsb-tcfd.org).

²³Maggiori informazioni sono disponibile on-line: *NGFS*.

²⁴ BANK OF ENGLAND, *The 2021 biennial exploratory scenario on the financial risks from climate change*, in www.bankofengland.co.uk, dicembre, 2019.

²⁵ *Annex to the Communication on the European Green Deal*, dicembre, 2019, disponibile on-line EUR-Lex - 52019DC0640 - EN - EUR-Lex (europa.eu).

²⁶ ECEIZA, HARREIS, HARTL e VISCARDI, *Banking imperatives for managing climate risk*, McKinsey & Company, giugno, 2020.

possano valutare la loro resilienza. Nel processo di preparazione, dovrebbero individuare gli azzardi climatici e i pericoli maggiori a cui sono esposti e successivamente quantificarli: poiché nelle principali agende internazionali, per il prossimo futuro, al vertice vi è l'effettuazione di *stress tests*, la raccolta di dati è un compito fondamentale. Per fare ciò risultano necessarie delle capacità, attualmente ridotte, di gestione del rischio climatico in modo particolare per determinare come il rischio di transizione e il rischio fisico possono influenzare le attività dell'istituzione.

Per fare ciò, risulta ancora una volta essenziale il ruolo delle banche centrali, le quali hanno già iniziato a investire energie e risorse nello studio dei cambiamenti climatici. La *European Banking Authority* sta infatti introducendo nei tre pilastri di Basilea delle linee guida per la transizione verso una finanza sostenibile. Gli obiettivi dell'Autorità Bancaria Europea circa la finanza sostenibile sono legati a quelli generali di stabilità e efficacia breve, medio e lungo termine del sistema finanziario e includono il miglioramento dell'attuale quadro normativo per le istituzioni al fine di favorire il loro funzionamento in modo sostenibile in materia di strategia e gestione del rischio, mediante l'introduzione di strumenti adeguati per comprendere, monitorare e valutare i rischi ESG nelle loro pratiche di vigilanza.²⁷

Obiettivo di questo lavoro è, dunque, quello di illustrare i profili regolamentari in merito all'informativa alla clientela già definiti e quelli in corso di definizione da parte del legislatore, con riferimento alla cornice internazionale, nonché i rischi e le opportunità legati alla finanza sostenibile.

²⁷ AUTORITA' BANCARIA EUROPEA, *Programma di lavoro dell'ABE per il 2020*, ABE, disponibile on-line www.eba.europa.eu, 2019.

LA NORMATIVA

SOMMARIO: - 2.1. Il contesto internazionale. - 2.1.1. L'accordo di Parigi. - 2.1.1.1. Verso l'accordo di Parigi. - 2.1.1.2. Il contenuto. - 2.1.1.2.1. Clima e sistema economico. - 2.1.1.3. L'Europa e l'accordo di Parigi. - 2.1.1.4. Cinque anni dopo l'accordo di Parigi. - 2.1.2. Il *Network for Greening the Financial System* (NGFS). - 2.1.2.1. L'elaborazione degli scenari. - 2.1.2.2. I tre possibili scenari. - 2.1.3. La *Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. - 2.2. La normativa europea. - 2.2.1. Il Piano d'azione europeo. - 2.2.1.1. Il riorientamento dei flussi verso investimenti sostenibili. - 2.2.1.2. La sostenibilità nella gestione dei rischi. - 2.2.1.3. La trasparenza nella comunicazione. - 2.2.2. Le linee guida ABE: la materialità delle informazioni. - 2.2.3. La direttiva 2014/95/EU del Parlamento europeo: l'informativa non finanziaria (NFRD). - 2.2.4. Il regolamento (UE) 2019/2088: l'informativa sulla sostenibilità (SFDR). - 2.2.4.1. Le lacune del regolamento (UE) 2019/2088. - 2.2.5. Il regolamento (UE) 2019/2089. - 2.2.6. Il regolamento (UE) 2020/852: la tassonomia dei prodotti. - 2.2.6.1. Le criticità. - 2.2.6.2. Gli emendamenti introdotti dal regolamento (UE) 2020/852 nel regolamento 2019/2088. - 2.2.7. La *Corporate Sustainability Reporting Directive*.

2.1. Il contesto internazionale

2.1.1. L'accordo di Parigi

2.1.1.1. Verso l'accordo di Parigi

La prima trattazione a livello internazionale dei cambiamenti climatici antropogenici risale all'*Earth Summit* del 1992 tenutosi a Rio de Janeiro, ma fu solamente nel 2009 alla Conferenza sui Cambiamenti climatici di Copenaghen (COP15) che si crearono i presupposti per l'accordo di Parigi, il primo accordo sul clima ad essere giuridicamente vincolante per le parti ratificanti. In particolare, durante la COP15 fu teorizzata l'istituzione di un fondo verde per il clima²⁸ e i Paesi sviluppati si impegnarono a ridurre le emissioni di gas ad effetto serra, nonché ad investire 30 miliardi di euro tra il 2010 e il 2012 e 100 miliardi di euro all'anno a partire dal 2020 per la mitigazione del rischio climatico. Per i Paesi in via di sviluppo fu ipotizzato un sistema di monitoraggio e di rendicontazione dei progressi in ambito climatico. Furono, inoltre, istituiti quattro nuovi

²⁸Tale fondo fu poi istituito nel 2015 con il nome di *Green Climate Fund*. Maggiori informazioni sono disponibili sul sito www.greenclimate.fund/.

strumenti per affrontare il cambiamento climatico: REDD+, un portale contenente informazioni circa la sostenibilità; *High Level Panel*, un nucleo all'interno dell'Organizzazione delle Nazioni Unite con il compito di identificare, analizzare e rispondere alle crisi climatiche mondiali; il *Copenhagen Green Climate Fund*, già citato in precedenza e un *Technology Mechanism*, un sistema che aiuta i paesi a rispondere con soluzioni tecnologiche alle problematiche ambientali.²⁹

Tali impegni furono poi recepiti durante la COP16 tenutasi a Cancun³⁰. All'interno dell'allegato *Adopted by the Conference of the Parties*, la decisione 1/CP.16 riconosce per la prima volta³¹ l'importanza della riduzione delle emissioni di gas e tratta dell'eventuale percorso da seguire in modo da contenere l'incremento della temperatura globale entro i 2°C rispetto ai livelli preindustriali. Inoltre, in una visione di lungo termine, viene suggerito di prendere in considerazione tale contenimento entro 1.5° C.³²

L'accordo di Parigi, adottato sulla base del mandato di Durban del dicembre 2011 (COP17), il quale scandiva i tempi della futura agenda internazionale, consta di due documenti: la *COP Decision*, la decisione, e l'accordo di Parigi, un allegato contenente l'obiettivo di un'ulteriore regolamentazione delle emissioni carboniche. Quest'ultimo differisce dal precedente Protocollo di Kyoto in quanto il primo è vincolante legalmente per tutti i Paesi aderenti³³, pur distinguendo gli adempimenti per i Paesi industrializzati e per i Paesi in via di sviluppo, mentre il secondo prevede un vincolo legale solo per i Paesi industrializzati.

2.1.1.2. Il contenuto

L'accordo di Parigi può essere idealmente suddiviso in diverse aree tematiche³⁴, precisamente: l'adattamento, la perdita, la mitigazione, la finanza, la tecnologia e l'analisi

²⁹ UNFCCC, *Copenhagen Climate Change Conference - December 2009*, disponibile on-line Copenhagen Climate Change Conference - December 2009 | UNFCCC, 2009.

³⁰ UNFCCC, *COP 16*, in *Sessions*, UNFCCC, 2016.

³¹ Durante la COP15, pur essendoci stato un riferimento alla volontà di contenere l'aumento della temperatura al di sotto di 1.5°C, non fu poi preso nessun accordo e nessuna soluzione pratica fu proposta.

³² UNFCCC, *Report of the Conference of the Parties on its sixteenth session*, disponibile on-line Microsoft Word - cp7a1.doc (unfccc.int), 2011.

³³ BODANSKI, *The Legal Character of the Paris Agreement*, in *SSRN Electronic Journal*, DOI: 10.2139/ssrn.2735252, 2016.

³⁴ ARISTEI, *L'accordo di Parigi: obiettivi e disciplina*, in *Quarterly Journal of Environmental Law*, n. 3, 2017.

del cambiamento climatico. Pur mancando una precisa elencazione dei Paesi sviluppati e dei Paesi in via di sviluppo, viene ripresa più volte la necessità di considerare le diverse esigenze delle Parti e di adattare le misure prese in relazione ai singoli stati (art. 2).

Nel preambolo si fa riferimento alla Convenzione del 1992³⁵, nonché al rapporto che intercorre tra le misure proposte, quelle adottate e l'impatto dei cambiamenti climatici, ponendo l'accento sulla necessità di accrescere l'interesse pubblico circa le tematiche trattate. Nella prima parte dell'accordo vengono enunciati gli obiettivi di mitigazione e di adattamento al clima. In particolare, l'art. 2, contenente l'obiettivo generale dell'accordo, ossia il rafforzamento della risposta globale alla minaccia del cambiamento climatico, coerentemente con lo sviluppo sostenibile e l'eradicazione della povertà, indica tre linee guida. La prima pone come obiettivo la limitazione dell'incremento della temperatura globale al di sotto dei 2°C, con l'impegno di operare attivamente per un ulteriore abbassamento della soglia a 1,5°C, rispetto ai livelli preindustriali. La seconda linea guida enfatizza la necessità di adeguamento agli effetti negativi dei cambiamenti climatici, promuovendo uno sviluppo resiliente. Infine, la terza mira a rendere il sistema finanziario coerente con la transizione sostenibile.

Nel 2018 il Gruppo Intergovernativo sui Cambiamenti Climatici (IPCC, *Intergovernmental Panel on Climate Change*) ha rilasciato un ulteriore rapporto contenente le indicazioni sulle azioni da compiere per limitare l'aumento della temperatura media globale entro fine secolo a un massimo di 1,5°C, rispetto all'era preindustriale. Gli Stati Parte hanno dovuto adeguare i propri contributi nazionali a tale rapporto, essendo gli impegni attuali inadeguati a raggiungere l'obiettivo di cui all'art. 2. Durante la COP22, è stato richiesto ai Paesi sviluppati di continuare a contribuire al *Green Climate Fund* (Fondo Verde per il Clima), il quale prevede lo stanziamento di 100 miliardi di dollari all'anno per favorire la lotta al riscaldamento globale anche nei Paesi in via di sviluppo. Nel 2019 è stato redatto un documento tecnico che individua le possibili fonti di finanziamento e le modalità operative del meccanismo che consente di valutare i danni e le perdite derivanti dai cambiamenti climatici nonché compensare i Paesi più poveri e vulnerabili ai loro impatti.

³⁵ Convenzione assunta al termine del già citato *Earth Summit* di Rio de Janeiro.

Ai fini del presente lavoro, non si ritiene necessaria un'enunciazione precisa e dettagliata del contenuto di tutti gli articoli dell'accordo di Parigi, ma risulta importante la trattazione del legame, già allora intravisto, tra clima e sistema economico.

2.1.1.2.1. Clima e sistema economico

A partire dall'art. 6 si parla dei meccanismi di mercato e in particolare di un sistema di cooperazione tra soggetti pubblici e privati per promuovere la mitigazione delle emissioni di gas a effetto serra e lo sviluppo sostenibile, al quale le Parti possano partecipare su base volontaria, volto a favorire lo sviluppo sostenibile.

L'accordo di Parigi, per la prima volta, si occupa delle perdite e dei danni derivanti dai cambiamenti climatici agli artt. 7 e 8. Viene, infatti, stabilito un obiettivo globale di aumento delle capacità di adattamento ai cambiamenti climatici, il quale sarebbe perseguibile mediante l'implementazione di piani e azioni da parte di tutti i Paesi, con un supporto economico internazionale ai Paesi in via di sviluppo. L'azione di resilienza deve fondarsi sull'eguaglianza partecipativa e pienamente trasparente che tenga in considerazione i gruppi, le comunità e gli ecosistemi vulnerabili e che sia basata sulle migliori conoscenze scientifiche disponibili. A tal fine assumono importanza lo sviluppo tecnologico, l'educazione e la disponibilità di informazioni, nonché il rafforzamento della sensibilizzazione.

L'art. 9 dell'accordo fa invece riferimento alla finanza in relazione alla questione climatica, indicando come obiettivo nel lungo periodo la trasformazione delle economie per rendere compatibili tutti i flussi finanziari con la riduzione delle emissioni di anidride carbonica. Al fine di adempiere agli obblighi della Convenzione, i Paesi industrializzati sono obbligati a fornire il supporto finanziario ai Paesi in via di sviluppo nei progetti di adattamento e di mitigazione, mentre gli altri Paesi possono fornire un contributo volontario. Ogni due anni i Paesi industrializzati devono rendere conto del supporto finanziario fornito ai Paesi in via di sviluppo al fine di rafforzare la trasparenza, il *reporting* e il monitoraggio dei flussi finanziari. Tra le informazioni devono inoltre essere incluse, se disponibili, le proiezioni sui livelli dei fondi pubblici destinati ai Paesi in via di sviluppo.

2.1.1.3. L'Europa e l'accordo di Parigi

Nei commi 16-18 dell'art. 4 dell'accordo, si prevede la possibilità per le organizzazioni regionali di un'integrazione economica mediante la stipula di un accordo per agire congiuntamente sulla riduzione delle emissioni di gas serra, il quale dovrà poi essere comunicato al Segretariato della Convenzione sul clima. L'Unione Europea e i suoi Stati membri hanno effettuato l'adempimento congiunto dell'accordo, come fatto precedentemente con il Protocollo di Kyoto. La firma dell'accordo di Parigi è stata autorizzata con la Decisione del Consiglio dell'Unione Europea dell'11 aprile 2016, n. 590.

La ratifica dell'accordo da parte del Consiglio è avvenuta senza attendere la conclusione degli iter nazionali, vincolando gli Stati membri al raggiungimento degli obiettivi comuni di riduzione delle emissioni di gas serra prima che i *target*, nei settori non coperti dal sistema di *Emission Trading*³⁶ (come trasporti, agricoltura e gestione dei rifiuti), fossero definiti a livello nazionale. Ciò ha suscitato l'opposizione di molti Stati membri, tra cui l'Italia che si è vista attribuire per il 2030 un *target* del -33%.

Per ciò che concerne l'Italia, il 4 novembre 2016 è stata approvata la legge n. 204³⁷ di ratifica ed esecuzione dell'accordo di Parigi, entrata in vigore l'11 novembre 2016 e contenente sei articoli. L'art. 1 attribuisce al Presidente della Repubblica il compito di ratificare l'accordo, stabilendo che l'esecuzione di questo avverrà a partire dalla sua entrata in vigore ai sensi dell'art. 21 dell'accordo di Parigi. All'art. 3 si prevede la partecipazione, assicurata dal Ministero dell'Ambiente e della Tutela del Territorio e del Mare, dell'Italia alla capitalizzazione del *Green Climate Fund* con 50 milioni di euro per il 2016 e per i due anni a seguire. La disciplina finanziaria è regolamentata dagli artt. 4 e 5 della legge. *Ex art. 4*, gli eventuali oneri finanziari conseguenti ai contributi determinati a livello nazionale sono autorizzati con provvedimenti normativi *ad hoc* dopo essere stati definiti a livello europeo. L'art. 5 fa riferimento agli oneri finanziari conseguenti alla ratifica dell'accordo e, in particolare, il primo comma dispone lo stanziamento delle risorse necessarie per coprire le spese conseguenti all'applicazione dell'accordo.

³⁶ L'*Emission Trading System* (ETS) è il sistema europeo di scambio di quote di emissione di gas effetto serra. Introdotto nel 2005, l'ETS si configura come uno dei meccanismi per contrastare il riscaldamento globale.

2.1.1.4. Cinque anni dopo l'accordo di Parigi

Attualmente circa 127 Paesi sono responsabili del 63% delle emissioni globali³⁸ e la comunità scientifica è concorde nell'affermare come gli sforzi fatti fino ad ora non siano sufficienti. La temperatura globale, ad oggi, è aumentata, rispetto ai livelli preindustriali, di 1.2°C³⁹. Pur essendo considerato ambizioso, l'accordo di Parigi non prevede nei confronti degli Stati un sistema sanzionatorio in caso di inadempimento dei loro impegni stabiliti a livello nazionale, ma, anzi, consente agli stessi Stati di ritirarsi dall'accordo dopo tre anni dalla sua entrata in vigore (art. 28).

Pur essendoci stati molti progressi in termini di politiche e regolamentazioni, diverse sono le minacce che perseguitano l'accordo come la mancata adesione di alcuni stati, l'investimento in fonti non rinnovabili e l'esistenza di ostili trattati internazionali, tra i quali l'*Energy Charter Treaty*⁴⁰.

Considerata anche la crisi economica provocata dal Covid-19, vi è stato un rallentamento delle emissioni di anidride carbonica. *Climate Action Tracker*, comunità scientifica indipendente avente lo scopo di monitorare le misure adottate dai governi a seguito dell'accordo di Parigi, ha definito il momento attuale *turning point* in riferimento alle politiche climatiche. Rispetto al 2015, l'innalzamento della temperatura previsto per il 2100 è diminuito di 0.7°C, passando da 3.6° a 2.9°C.

L'art. 4 dell'accordo di Parigi stabilisce il raggiungimento di zero emissioni per la metà del secolo: nel 2015 un numero ridotto di paesi aveva incluso tale obiettivo nelle proprie politiche. Nel settembre 2020 la Cina ha annunciato di voler raggiungere suddetto *target* prima del 2060, seguita da Giappone, Corea del Sud Africa e Canada. Questi Paesi, uniti

³⁸OUR WORLD IN DATA, *Annual CO₂ emission*, disponibile on-line Annual CO₂ emissions (ourworldindata.org), 2020.

³⁹ WORLD METEOROLOGICAL ORGANIZATION (WMO), *The State of the Global Climate 2020*, WMO, n. 1264, aprile, 2021.

⁴⁰ L'*Energy Charter Treaty* è un accordo internazionale che stabilisce un quadro multilaterale di cooperazione transfrontaliera nel settore dell'energia. Il trattato, firmato nel dicembre 1994 ed entrato in vigore nell'aprile del 1998, è stato ratificato anche dall'Italia alla fine degli anni Novanta e permette alle compagnie petrolifere di chiedere risarcimenti per le perdite sugli investimenti e i potenziali profitti futuri. Ultimo esempio di applicazione è quello avvenuto nello scorso mese di febbraio quando il colosso tedesco RWE, proprietario di centrali di carbone in Germania e nei Paesi Bassi ha chiesto un risarcimento 1,4 miliardi di euro alla Germania a causa della decisione di bloccare, entro il 2030, la produzione di energia elettrica basata sulla fonte fossile in assoluto più dannosa per il clima. Il trattato non è modificabile, a meno che non ci sia l'unanimità e il Giappone non è favorevole.

all'Unione Europea e alla Gran Bretagna, pesano per circa il 51%⁴¹ delle emissioni globali e considerato il loro impegno, rendono possibile il raggiungimento dell'obiettivo di 1.5°C entro il 2100.⁴²

Nel novembre 2021 è prevista la prossima Conferenza delle Nazioni unite sui cambiamenti climatici (COP26). Il segretario generale dell'Onu António Guterres ha richiesto che entro quella data ogni Paese adotti piani per il raggiungimento nel 2050 di zero emissioni, riconoscendo all'Unione europea il ruolo di *leader* in questo processo di transizione.

2.1.2. Il Network for Greening the Financial System

Fondato da otto banche centrali⁴³ durante l'*One Planet Summit*, tenutosi a Parigi nel dicembre 2017, il *Network for Greening the Financial System* si pone come obiettivo il rafforzamento dell'adesione globale all'accordo di Parigi e del ruolo del sistema finanziario nella gestione dei rischi climatici nonché nella transizione ad una finanza sostenibile. Nell'aprile 2019 l'NGFS ha presentato il suo primo *report A call for action – Climate Change as a source of financial risk*, contenente sei raccomandazioni dirette a banche centrali e legislatori. In particolar modo, veniva consigliato ai governatori delle banche centrali di incentivare l'informativa non finanziaria, portando la questione climatica all'attenzione dell'opinione pubblica e di convergere nella creazione di una condivisa tassonomia circa gli *asset* finanziari. Le altre quattro raccomandazioni riguardavano l'inclusione dei rischi climatici nelle politiche monetarie, dei fattori di sostenibilità nella gestione dei portafogli, la raccolta di dati e la creazione di consapevolezza e di capacità per la gestione di tali rischi.⁴⁴ Tali raccomandazioni non sono vincolanti, ma mirano ad aumentare la consapevolezza delle banche centrali e dei

⁴¹ Senza considerare gli Stati Uniti, appena rientrati nell'accordo di Parigi. Considerando gli Stati Uniti, le emissioni sarebbero pari al 63%.

⁴² CLIMATE ACTION TRACKER, *Paris Agreement Turning Point*, disponibile on-line CAT_2020-12-01_Briefing_GlobalUpdate_Paris5Years_Dec2020 (climateactiontracker.org), dicembre, 2020.

⁴³ Precisamente le banche centrali di Cina, Regno Unito, Francia, Messico, Germania, Singapore, Svezia e Paesi Bassi.

⁴⁴ NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *A Call for Action Climate Change as a Source of Financial Risk*, disponibile on-line [synthese_ngfs-2019-_17042019_0.pdf](https://www.ngfs.net/~/media/NGFS/2019/04/2019-04-17-NGFS-Call-for-Action-Climate-Change-as-a-Source-of-Financial-Risk.pdf), aprile, 2019.

supervisori mediante la condivisione di buone pratiche per la gestione dei possibili impatti del clima in una varietà di possibili stati del mondo.

Nel giugno 2020, riconosciuto il fondamentale ruolo esercitato dalle banche centrali e consapevole che l'intensità dell'impatto dei cambiamenti climatici sul sistema economico e finanziario dipenderà dalle azioni di oggi, l'NGFS ha sviluppato tre diversi scenari in modo da fornire ai membri un punto di partenza comune per l'analisi del rischio climatico.⁴⁵ Nonostante la difficoltà nel determinare il modello di analisi più rilevante, a causa della molteplicità di modelli da cui attingere, e considerata la mancanza di un quadro metodologico ben definito per tradurre i diversi scenari in analisi macroeconomiche, i tre scenari risultano essere solide fondamenta condivise per le decisioni economico finanziarie. La differente natura dei rischi climatici richiede, infatti, un approccio diverso rispetto a quello tradizionale: l'analisi di scenario risulta essere uno strumento essenziale per affrontare il *what if* imposto dai fenomeni naturali.

2.1.2.1. L'elaborazione degli scenari

Gli scenari proposti esplorano diversi cambiamenti climatici futuri e percorsi nel raggiungimento degli obiettivi a lungo termine posti dall'accordo di Parigi. Gli elementi considerati per i possibili stati del mondo sono le emissioni di anidride carbonica, il contesto socioeconomico, l'evoluzione tecnologica e le scelte dei consumatori.

Per ciò che concerne le emissioni, il Network collabora con il Gruppo Intergovernativo sul Cambiamento Climatico, organismo scientifico per la valutazione dei cambiamenti climatici (1988), il quale raccoglie e valuta gli impatti delle emissioni di gas ad effetto serra, la loro futura concentrazione ed elabora proiezioni sul loro conseguente impatto. Di tali scenari, il Gruppo ne ha scelti quattro denominati *Representative Concentration Pathways*, per facilitare la standardizzazione ed agevolare la comparazione delle analisi relative al cambiamento climatico⁴⁶.

⁴⁵ NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors*, disponibile on-line [820184_ngfs_scenarios_final_version_v6.pdf](https://www.ngfs.net/en/820184-ngfs-scenarios-final-version-v6.pdf), giugno, 2020.

⁴⁶ VAN VUUREN, EDMONDS, KAINUMA, RIAHI, THOMSON, HIBBARD, HURTT et al., *The representative concentration pathways: an overview.*, in *Climatic Change*, n. 109, pp. 5–31. <https://doi.org/10.1007/s10584-011-0148-z>, 2011.

Il contesto socioeconomico e lo sviluppo tecnologico risultano fattori imprescindibili dallo sviluppo di analisi di scenario, in quanto aiutano nella contestualizzazione. Una realtà in cui i consumatori diventano più sensibili alla sostenibilità potrebbe palesarsi in una conseguente riduzione delle emissioni. Pertanto, nell'elaborazione degli scenari sono stati considerati gli *Shared Socioeconomic Pathways*, proiezioni quantitative basate su tre variabili (PIL, popolazione e tasso di urbanizzazione) che possono essere utilizzate nella stima di come diversi livelli di mitigazione del cambiamento climatico possono essere raggiunti in differenti scenari socioeconomici. Lo sviluppo tecnologico risulta un fattore chiave nella costruzione dei possibili scenari, in quanto la riduzione delle emissioni dipende in larga parte dalle nuove tecnologie che potranno essere utilizzate per la sostituzione dei combustibili fossili. Le variabili considerate per le previsioni sono l'efficienza tecnologia, la decarbonizzazione delle fonti energetiche e l'incremento dell'utilizzo dell'energia elettrica.

Infine, tali scenari prendono in considerazione il “quando”: se la riduzione di emissioni avverrà più o meno rapidamente e il meccanismo con cui le politiche saranno adottate, ossia se vi sarà simultaneità e se l'implementazione avverrà in modo graduale e ordinato oppure brusco ed improvviso.

Per ciò che concerne le regolamentazioni, di fondamentale importanza risulta la valutazione circa la loro granularità e l'orizzonte temporale preso in considerazione. Una minore granularità implica l'adozione dello scenario a livello macroeconomico, mentre una maggiore presuppone l'analisi di specifici rischi legati ad un'impresa, ad esempio, che opera in un preciso contesto geografico. Al contrario, orizzonti temporali minori sono utili per analizzare le tipologie di rischi finanziari a cui le imprese potrebbero essere sottoposte nell'arco temporale di un *business plan*, mentre un orizzonte temporale maggiore è utile per valutare i cambiamenti strutturali all'interno del sistema economico-finanziario.

2.1.2.2. *I tre possibili scenari*

Al fine di analizzare le regolamentazioni in vigore all'interno dell'Unione Europea, appare utile esaminare i tre scenari ipotizzati dal *Network for Greening the Financial System*, in quanto sono la base degli scenari climatici utilizzati dalla Banca centrale

europea. Questi ultimi vengono utilizzati per valutare la resilienza delle imprese e delle banche nei possibili stati del mondo futuri in termini di cambiamenti climatici.⁴⁷

Lo scenario rappresentativo di una transizione ordinata prevede l'adozione immediata di azioni volte a ridurre le emissioni, in linea con quanto previsto dall'accordo di Parigi, e l'introduzione di un prezzo di emissione nel 2020 che dovrà aumentare annualmente di 10\$ per tonnellata equivalente di CO₂ in modo da mantenere il riscaldamento globale al di sotto di 2°C⁴⁸. Ciò corrisponde al raggiungimento di zero emissioni tra il 2050 e il 2070, ma sottintende la presenza di tecnologie per la rimozione dell'anidride carbonica dall'atmosfera. Tale scenario risulta essere il più ottimistico, in quanto prevede che il rischio fisico e il rischio di transizione rimarranno marginali nel prossimo futuro, considerate le politiche climatiche adottate.

Lo scenario disordinato, invece, prevede l'adozione di regolamentazioni non prima del 2030 e quindi una riduzione di emissioni più drastica e improvvisa, per non disattendere gli obiettivi dell'accordo di Parigi. Ipotizzando una limitata disponibilità di tecnologie, lo scenario è caratterizzato da un maggiore rischio di transizione rispetto al precedente.

L'ultimo scenario, *Hot house world*, prevede, invece, che oltre alle attuali regolamentazioni, non ne verranno adottate altre: le emissioni cresceranno e l'aumento della temperatura arriverà a superare i 3°C, causando importanti catastrofi naturali.

⁴⁷ DE GUINDOS, *Shining a light on climate risks: the ECB's economy-wide climate stress test*, in www.ecb.europa.eu, marzo, 2021.

⁴⁸ Tale previsione è stata ottenuta grazie al modello REMIND-MAGPIE, sviluppato dal *Potsdam Institute for climate impact research*. Maggiori informazioni sul modello sono disponibili on-line REMIND — Potsdam Institute for Climate Impact Research (pik-potsdam.de).

Figura 2: Emissioni per scenario

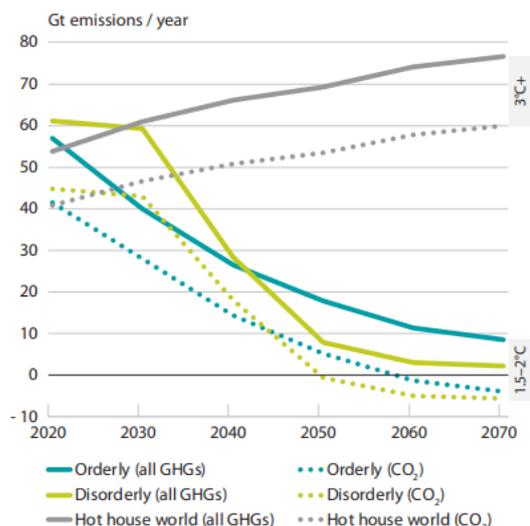
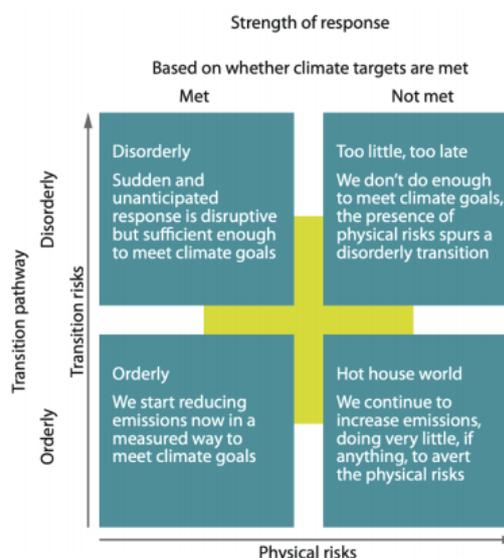


Figura 3: Scenari climatici



Fonte: NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors*, pp.5-6, giugno, 2020

Come è possibile notare dal primo grafico, ottimi risultati possono essere ottenuti dallo scenario disordinato, a scapito però di un maggiore rischio di transizione. Il quarto scenario presentato dal secondo grafico *too little too late*, vista la situazione attuale e gli impegni assunti dai diversi stati, non sembra essere rilevante.

I modelli degli impatti economici derivanti dai cambiamenti climatici sono oggetto di un corposo dibattito accademico. Nello scenario ordinato, vengono richiesti importanti investimenti per una transizione ad un'economia a zero emissioni e gli impatti derivanti dal rischio di transizione sarebbero relativamente ridotti, in quanto implicherebbero solamente la perdita del 4% del PIL entro la fine del secolo. Alcuni studi addirittura dimostrano che tali impatti potrebbero essere nulli o addirittura positivi, visto lo sviluppo di nuove tecnologie e la riduzione dei loro costi. Nonostante ciò, effetti opposti si verificherebbero in paesi in cui l'economia è in larga misura basata sull'esportazione di combustibili fossili. Nello scenario peggiore, gli impatti del rischio fisico si tradurrebbero in una perdita pari al 25% del PIL entro il 2100.⁴⁹

⁴⁹ NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *Guide for Supervisors: Integrating climate-related and environmental risks into prudential supervision*, disponibile on-line [ngfs_guide_for_supervisors.pdf](#), maggio, 2020.

2.1.3. La *Task Force on Climate-related Financial Disclosures*

I cambiamenti climatici e gli eventi catastrofici derivanti da essi rendono necessaria la preparazione di strategie e procedure da utilizzare al fine di mitigare i rischi climatici. Si ritiene, quindi, che, al fine di consentire agli investitori un processo decisionale consapevole ed informato, sia necessario fornire a quest'ultimi un'informativa riguardante tali strategie. Considerate le ridotte le informazioni di medio-lungo termine a disposizione degli investitori, durante G20 del 2016 alcuni esperti del settore, scelti dal *Financial Stability Board*, si sono uniti nella *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) e hanno sviluppato una guida, pubblicata poi nel giugno 2017, per la predisposizione di un'informativa consistente e confrontabile, agevolando le scelte degli investitori.

Diverse organizzazioni a livello mondiale non percepivano quelli che sarebbero potuti esseri gli impatti del cambiamento climatico nel lungo periodo e pertanto non fornivano un'adeguata informativa ai loro investitori. La gestione del rischio, al fine di supportare il processo di allocazione del capitale, è una delle principali funzioni del sistema economico-finanziario, per la quale si rende impellente un'accurata informativa correttamente contestualizzata. La crisi finanziaria del 2008 è stata un importante promemoria delle ripercussioni che potrebbero derivare da una scarsa gestione del rischio, a seguito della quale è stata richiesta dagli investitori una maggiore trasparenza.

A tale proposito, la *Task Force* ha sviluppato quattro raccomandazioni riguardanti l'informativa climatica, applicabili in svariati settori e giurisdizioni. Tra i destinatari vi è anche il settore economico-finanziario: le banche centrali dell'Eurosistema hanno prontamente recepito tali raccomandazioni e prevedono entro il 2023 di diffondere informazioni coerenti con quanto indicato dalla TCFD⁵⁰.

La *Task Force* ha strutturato le raccomandazioni attorno a quattro diverse aree tematiche, le quali rappresentano elementi essenziali per la gestione delle organizzazioni destinatarie: la strategia, la *governance*, la gestione del rischio e *metrics and targets*.⁵¹

⁵⁰ BANCA D'ITALIA, *L'Eurosistema ha concordato una posizione comune per la sostenibilità climatica degli investimenti nei portafogli destinati a finalità non di politica monetaria*, in www.bancaditalia.it, febbraio, 2021.

⁵¹ BLOOMBERG, *Industry Led and Geographically Diverse Task Force*, in TCFD, disponibile on-line Bloomberg - Industry Led and Geographically Diverse Task Force.pdf, 2018.

In particolare, la *governance* si riferisce all'eventuale organizzazione dell'organizzazione, a seconda del contesto, attorno a rischi o opportunità legati al cambiamento climatico; il *risk management* fa riferimento al processo di gestione del rischio derivante da eventi naturali; la strategia, invece, implica la predisposizione di un'informativa circa gli attuali e i potenziali impatti derivanti dal rischio climatico e le conseguenti opportunità economiche; infine, *metrics* e *targets* fanno riferimento a quelli tra i rischi precedentemente indentificati effettivamente rilevanti per le organizzazioni.

Tabella 1: Le raccomandazioni della TFCF

Governance	Strategy	Risk Management	Metrics and Targets
Disclose the organization's governance around climate-related risks and opportunities.	Disclose the actual and potential impacts of climate-related risks and opportunities on the organization's businesses, strategy, and financial planning where such information is material.	Disclose how the organization identifies, assesses, and manages climate-related risks.	Disclose the metrics and targets used to assess and manage relevant climate-related risks and opportunities where such information is material.
Recommended Disclosures	Recommended Disclosures	Recommended Disclosures	Recommended Disclosures
a) Describe the board's oversight of climate-related risks and opportunities.	a) Describe the climate-related risks and opportunities the organization has identified over the short, medium, and long term.	a) Describe the organization's processes for identifying and assessing climate-related risks.	a) Disclose the metrics used by the organization to assess climate-related risks and opportunities in line with its strategy and risk management process.
b) Describe management's role in assessing and managing climate-related risks and opportunities.	b) Describe the impact of climate-related risks and opportunities on the organization's businesses, strategy, and financial planning.	b) Describe the organization's processes for managing climate-related risks.	b) Disclose Scope 1, Scope 2, and, if appropriate, Scope 3 greenhouse gas (GHG) emissions, and the related risks.
	c) Describe the resilience of the organization's strategy, taking into consideration different climate-related scenarios, including a 2°C or lower scenario.	c) Describe how processes for identifying, assessing, and managing climate-related risks are integrated into the organization's overall risk management.	c) Describe the targets used by the organization to manage climate-related risks and opportunities and performance against targets.

Fonte: TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES, *Implementing the Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, giugno, 2017, p. 14.

Queste quattro raccomandazioni generali sono supportate da ulteriori precisazioni, unitamente alle quali viene plasmata la cornice che rende accessibile all'investitore la comprensione del rischio climatico. Una delle precisazioni principali riguarda la predisposizione di differenti strategie a seconda dei diversi scenari immaginati, in modo da permettere all'investitore l'assunzione di decisioni con maggiore consapevolezza.

Inoltre, la *Task Force* ha pubblicato una guida di supporto per aiutare le organizzazioni nella redazione di informative consistenti con le raccomandazioni fornite.

Ad agosto 2020, più di 1402 aziende, pari ad una capitalizzazione di 12.2\$ trilioni, tra le quali vi erano istituzioni finanziarie responsabili per un totale di 150,4 \$ trilioni di *assets*, avevano espresso il supporto in favore di tali raccomandazioni.⁵² Queste linee guida sono,

⁵² NISANCI, *FSB Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*, in *World Scientific Encyclopedia of Climate Change*, pp. 3–8, 2021, https://doi.org/10.1142/9789811213960_0001.

infatti, le prime a prendere in considerazione la materialità del cambiamento climatico in relazione al sistema economico.

2.2. La normativa europea

2.2.1. Il Piano d'azione europeo

La Commissione europea per il periodo 2014-2020 ha definito molteplici priorità in termini di *target* climatici ed energetici per la realizzazione degli obiettivi dell'Agenda 2030 e dell'accordo di Parigi. Considerate le conseguenze catastrofiche e imprevedibili a cui il sistema economico europeo potrebbe essere sottoposto, si è resa necessaria una maggiore regolamentazione. Il riorientamento del capitale privato verso investimenti sostenibili esige una revisione delle modalità operative del sistema finanziario, vista la necessità di una crescita sostenibile capace di mantenere la stabilità del sistema stesso, nonché l'inclusione della sostenibilità nell'informativa fornita ai risparmiatori finali.

Alla fine del 2016 la Commissione ha istituito un gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile (HLEG), il quale nel gennaio 2018 ha pubblicato la sua relazione finale⁵³ per l'elaborazione di una strategia finanziaria sostenibile per l'Unione europea. Nella relazione sono emersi due principali imperativi: un maggiore e migliore contributo del sistema finanziario alla crescita sostenibile e il rafforzamento della stabilità finanziaria mediante l'inclusione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nel processo decisionale. Successivamente, la Commissione nel marzo 2018 ha comunicato il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile.

Quest'ultimo⁵⁴, basato sulle raccomandazioni del Gruppo, è parte di un progetto più ampio che mira ad avvicinare la finanza agli specifici bisogni dell'economia europea e mondiale: l'Unione europea si è infatti impegnata in questa transizione a destinare almeno il 20% del proprio bilancio direttamente ad investimenti sostenibili⁵⁵.

Nello specifico il Piano prevede tre macroaree di intervento, ossia il riorientamento dei flussi verso investimenti sostenibili, la sostenibilità nella gestione dei rischi e la

⁵³ COMMISSIONE EUROPEA, *High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG)*, in www.europa.eu, 2020.

⁵⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, COM(2018) 97 final*, disponibile on-line SF AP FINAL FINAL (europa.eu), 8 marzo 2018.

⁵⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Funding for climate action*, in www.europa.eu, 2020.

trasparenza nella comunicazione, declinate in dieci azioni concrete: « (1) stabilire un sistema di classificazione europeo per le attività sostenibili; (2) creare norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili; (3) promuovere gli investimenti in prodotti sostenibili; (4) integrare la sostenibilità nella fornitura di consulenza sugli investimenti; (5) elaborare indici di sostenibilità; (6) integrare meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca; (7) chiarire gli obiettivi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività; (8) integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali; (9) rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e l'elaborazione delle norme contabili; (10) promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali»⁵⁶.

2.2.1.1. Il riorientamento dei flussi verso investimenti sostenibili

Secondo le stime, gli attuali investimenti non sarebbero sufficienti a garantire una crescita sostenibile: un divario di quasi 180 miliardi di euro di investimenti risulta mancante per la realizzazione degli obiettivi climatici⁵⁷, il quale è da imputare alla scarsa chiarezza circa cosa costituisca un investimento sostenibile e cosa no. A partire dal 2017, l'Unione europea tramite il Fondo europeo per gli investimenti strategici ha indirizzato un terzo dei propri investimenti verso progetti connessi all'energia, all'ambiente e all'efficienza delle risorse nonché alle infrastrutture sociali. Innanzitutto, però, risulta necessaria la condivisione del significato del termine “sostenibile”: la prima azione concreta del Piano è rivolta proprio alla definizione di una tassonomia che contribuisca a identificare con chiarezza le attività che possono essere considerate sostenibili. Vista la natura prettamente tecnica, si ipotizza un processo graduale iniziando con una valutazione di impatto per inserire successivamente una tassonomia relativa solo a determinati ambiti e, infine, un sistema riguardante le attività ambientali in generale. Il 22 giugno 2020 è stato pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea* il regolamento (UE) 2020/852, riguardante l'introduzione di un sistema unificato per le attività sostenibili.

La seguente azione del Piano riguarda la creazione di marchi e norme per i prodotti finanziari. Dal punto di vista del legislatore europeo, tale introduzione dovrebbe

⁵⁶COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, 2018, pp. 4-13.

⁵⁷ Tale stima, un divario annuo di investimenti medio per il periodo 2021 – 2030, è stata ottenuta dalla Commissione europea utilizzando il modello PRIMES nella valutazione della proposta di direttiva sull'efficienza energetica del 2016, resource.html (*europa.eu*).

proteggere l'integrità e la fiducia che i risparmiatori hanno nei confronti del mercato finanziario, permettendo a coloro che lo volessero di riconoscere i prodotti finanziari sostenibili. Inoltre, la presenza di standard europei accessibili ai diversi *stakeholders* faciliterebbe, dal punto di vista della Commissione, la canalizzazione degli investimenti in progetti sostenibili e costituirebbe il punto di partenza per lo sviluppo di un affidabile schema per la classificazione dei prodotti finanziari. La base per lo sviluppo di tali marchi e norme è stata intravista nel già esistente marchio di qualità ecologica dell'Unione europea (*Ecolabel*)⁵⁸. A tal fine, nel giugno 2020 la Commissione ha avviato una consultazione per la redazione di un prospetto sulle emissioni di obbligazioni verdi, in considerazione del precedente lavoro effettuato dal Gruppo di esperti tecnici della Commissione sulla finanza sostenibile⁵⁹. Di particolare importanza risulta essere l'implementazione del "marchio verde" in riferimento all'emissione di obbligazioni, il quale facilita l'individuazione di stati, banche o altre società emittenti sostenibili. Sebbene il mercato delle obbligazioni verdi stia crescendo rapidamente, questo è ancora circoscritto a meno dell'1% delle obbligazioni emesse a livello mondiale⁶⁰, palesando le difficoltà che si avranno nell'estendere il sistema tassonomico a tutti gli strumenti finanziari, in quanto una maggiore riconoscibilità non implica una fruibilità da parte dei consumatori finali.

La terza azione riguarda l'incoraggiamento di investimenti in progetti sostenibili, in particolare per ciò che concerne le infrastrutture, che secondo l'OCSE contribuiscono per circa il 50% alle emissioni di gas ad effetto serra⁶¹.

La penultima azione di questa macroarea riguarda l'inserimento della sostenibilità nell'esercizio dell'attività di consulenza finanziaria⁶². In modo particolare viene riconosciuto il ruolo centrale dei consulenti finanziari nell'orientare il capitale privato

⁵⁸ Regolamento (CE) n. 66/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 relativo al marchio di qualità ecologica dell'Unione europea (Ecolabel UE).

⁵⁹ TECHNICAL EXPERTS GROUP, *Report on EU green bond standard*, testo disponibile on-line

https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf, giugno, 2019.

⁶⁰ GRUPPO DI STUDIO SULLA FINANZA VERDE DEL G20, *Relazione sintetica sulla finanza verde del G20*, 2016.

⁶¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, 2018, p. 5.

⁶² OCSE, *Investire nel clima, investire nella crescita*, OECD Publishig, Parigi, 2017.

⁶² Tale attività può essere svolta anche dalle banche, ai sensi dell'art. 10, co. 3, t.u.b.e dell'art. 18, co. 1, t.u.f..

verso la sostenibilità. La consulenza in materia di investimenti finanziari è regolamentata dalla direttiva europea 2004/39/CE “*Market in Financial Instruments Directive*”, dove viene definita come la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del consulente, riguardo ad una o più operazioni nei mercati finanziari.⁶³ La consulenza è volta a migliorare la *performance* che gli investitori potrebbero ottenere da soli e a rendere gli investimenti più coerenti. È opportuno sottolineare, infatti, che l’intera platea dei possibili investitori non possiede un’educazione finanziaria tale da potersi permettere un’autonoma gestione. La consulenza sopperisce a tali lacune. Prima di avviare il processo di investimento, il consulente è solito indagare il grado di avversione al rischio e, secondo le ultime indicazioni della Commissione europea⁶⁴, le preferenze del settore di investimento, prendendo in considerazione i fattori ESG. Successivamente, la Commissione europea ha avviato una consultazione per valutare il modo migliore in cui tali fattori possono essere inseriti nel processo di consulenza, mentre l’*European Banking Authority* ha posto in pubblica consultazione una proposta circa le modalità di inclusione dei fattori ESG e dei rischi ESG nel quadro normativo e di vigilanza per gli enti creditizi e le imprese di investimento.

Per concludere questa prima analisi del sistema di identificazione dei prodotti sostenibili, la quinta azione del Piano riguarda l’introduzione di indici di riferimento in materia di sostenibilità⁶⁵, i quali ricoprirebbero un ruolo primario nella formazione dei prezzi degli strumenti e di altre attività nell’ambito del sistema finanziario. Per un adeguato utilizzo di tali indici è richiesta una metodologia più trasparente al fine di evitare il rischio di *greenwashing*. Pertanto, il processo di creazione dovrebbe riflettere gli obiettivi dell’accordo di Parigi, per migliorare la riduzione dell’emissione di anidride carbonica. La Commissione ha pubblicato nel 2018 una proposta per modificare il regolamento (UE) 2016/2011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e

⁶³ A riguardo si guardi ad esempio: IRACE e RISPOLI FARINA, L’attuazione della direttiva MiFID, Giappichelli Editore, Torino, 2010; MASCIÒ, (A cura di), *La consulenza finanziaria. Regolamentazione, modelli di servizio e pianificazione finanziaria*, Egea, Milano, 2011; TEDESCHI, *MiFID – La consulenza finanziaria e l’ambito di applicazione ai promotori finanziari*, in *Rivista di diritto bancario*, 2008.

⁶⁴ Tale raccomandazione deriva dal fatto che la direttiva europea sui mercati finanziari (MiFID II) richiede alle società di investimento di offrire ai propri clienti i prodotti più adatti a questi.

⁶⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final. 2018, p. 8.

gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio⁶⁶, la quale si è tradotta nell'adozione del regolamento (UE)ropeo 2019/2089⁶⁷. Le regole introdotte riguardano una nuova categoria di *benchmark*, comprendenti, da un lato, indici a basse emissioni o versioni “de-carbonizzate” dei precedenti e, dall'altro, indici per strumenti con impatto positivo sull'ambiente. Tale cornice legislativa si dovrebbe quindi tradurre in una maggiore attenzione all'impronta carbonica da parte della società e in una coerente informativa fornita agli investitori. Tali indici, infatti, permetterebbero a questi ultimi di allocare i propri risparmi secondo le indicazioni dell'accordo di Parigi, limitando l'incremento della temperatura globale al di sotto dei 2°C.

2.2.1.2. La sostenibilità nella gestione dei rischi

L'inclusione dei fattori ambientali e sociali nei processi decisionali mira ad accrescere la capacità della gestione dei connessi rischi e a limitarne l'impatto. Nello scenario attuale il rischio climatico non è adeguatamente considerato. Circa il 50% dell'esposizione al rischio delle banche della zona euro è direttamente o indirettamente connesso ai rischi derivanti dai cambiamenti climatici⁶⁸: le banche potrebbero subire maggiori perdite a causa della minore redditività delle imprese maggiormente vulnerabili ai cambiamenti climatici o altamente dipendenti da risorse naturali fossili. Fra il 2000 e il 2016, a livello mondiale, le catastrofi naturali di origine meteorologica hanno registrato un incremento del 46% ⁶⁹e fra il 2007 e il 2016 le perdite economiche dovute a condizioni

⁶⁶COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (EU) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio*, 2018, p. 4, https://doi.org/10.1142/9789811213960_0001.

⁶⁷ Regolamento (EU) 2019/2089 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (EU) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento (Testo rilevante ai fini del SEE).

⁶⁸ BATTISTON et al., *A Climate Stress-Test of the Financial System*, in *Nature Climate Change*, vol. 7, n. 4, aprile, 2017, pp. 283-288.

⁶⁹WATTS et al., *The Lancet Countdown on Health and Climate Change: From 25 Years of Inaction to a Global Transformation for Public Health*, *The Lancet* 391, n. 10120, febbraio, 2018, pp. 581-630, [https://doi.org/10.1016/S0140-6736\(17\)32464-9](https://doi.org/10.1016/S0140-6736(17)32464-9).

meteorologiche estreme nel mondo intero sono aumentate dell'86% (117 miliardi di euro nel 2016)^{70,71}.

La sesta azione del Piano d'azione riguarda una migliore inclusione dei fattori di sostenibilità all'interno dei sistemi di *rating*. Tale richiesta contribuirebbe ad allocare i capitali privati in investimenti sostenibili e a migliorare il flusso informativo tra investitori e aziende.

Durante la contestuale consultazione pubblica, sono pervenute otto risposte in merito alla valutazione dei doveri di sostenibilità degli investitori istituzionali e dei gestori di portafogli.⁷² Complessivamente, è stato espresso parere favorevole sul lavoro della Commissione volto ad assicurare la valutazione, la considerazione e la comunicazione dei fattori di sostenibilità. Inoltre, è stato fatto riferimento a problematiche quali la trasparenza e l'informativa, la vigilanza sull'integrazione dei fattori ESG, la chiarezza sui doveri degli investitori nell'attuale legislazione dell'Unione europea, la comparabilità e l'adeguatezza dei dati a disposizione.⁷³

Le agenzie di *rating* attribuiscono la classe di *rating* a seconda delle informazioni più rilevanti a loro disposizione, ma non è ancora chiaro a quale livello i fattori di sostenibilità siano inclusi. La Commissione sta monitorando le modalità di attribuzione del *rating*, in modo da garantire maggiore trasparenza. Fin dalla metà del 2018, la Commissione è stata coinvolta nella modifica del regolamento (UE) europeo riguardante le agenzie di *rating* del credito⁷⁴, al fine di obbligare quest'ultime all'integrazione dei fattori ESG nel processo di assegnazione del *rating*. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) nel luglio 2019 ha infatti modificato le linee guida per l'informativa sui *rating* di credito⁷⁵. Inoltre, la Commissione europea ha invitato l'ESMA a verificare le attuali

⁷⁰ WATTS et al., *op. cit.*, pp. 581-630.

⁷¹ OSTRY et al., *Redistribution, Inequality, and Growth*, in *Staff Discussion Notes* 14, n. 02, 2014 <https://doi.org/10.5089/9781484352076.006>.

⁷² COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (EU) 2016/2341*, p. 8.

⁷³ Regolamento Del Parlamento europeo e del Consiglio sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (EU) 2016/2341.

⁷⁴ Regolamento (EU) N. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

⁷⁵ ESMA, *Final Report Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings*, in www.esma.europa.it, luglio, 2019.

modalità di definizione del *rating* entro la metà del 2019, valutando l'utilizzo effettivo dei fattori ambientali, sociali e di *governance* e ad includere i fattori ESG nelle linee guida, pubblicate nel luglio dello stesso anno⁷⁶.

Per l'inclusione della gestione dei rischi ambientali nel processo decisionale, la settima azione prevede l'introduzione del cosiddetto "obbligo fiduciario" per gli investitori professionali, i quali devono agire nell'interesse degli investitori finali. Poiché le previsioni sugli obblighi degli investitori istituzionali non erano sufficientemente chiare, nel dicembre 2019 è stato introdotto il regolamento (EU) 2019/2088 sulla finanza sostenibile, entrato in vigore il 10 marzo 2021⁷⁷. L'obiettivo principale del regolamento, la cui approfondita trattazione avverrà successivamente, è quello di fornire al mercato una serie di regole armonizzate circa la trasparenza che i partecipanti al mercato devono adottare nel rispetto dei rischi climatici. Diversi studi⁷⁸ indicano, infatti, che i fattori di sostenibilità non vengono sistematicamente presi in considerazione dai gestori di attività e pertanto gli investitori finali non ricevono le adeguate informazioni per l'assunzione di decisioni finanziarie.

L'ultima azione di questa macroarea prevede l'introduzione di requisiti prudenziali. Gli istituti bancari, le imprese di assicurazione e i fondi pensione sono i principali attori del sistema finanziario europeo e pertanto sono i responsabili del processo di transizione, nonché dell'allocazione dei risparmi. Questi attori sono però esposti al rischio collegato ad uno sviluppo economico non sostenibile. Gli studi compiuti indicano che circa la metà delle attività delle banche nell'euro-zona sia esposta al rischio climatico.

⁷⁶ ESMA, *Technical Advice to the European Commission on Sustainability Considerations in the credit rating market*, in www.esma.europa.eu, luglio, 2019.

⁷⁷ La decisione di posticipare l'entrata in vigore del Regolamento risiede nel fatto che *feedback* conseguente alla iniziale proposta della Commissione di integrare tali obblighi ha palesato un diffuso utilizzo degli indicatori di sostenibilità da parte degli investitori istituzionali, a seguito dalla direttiva 2013/34/EU riguardante i bilanci d'esercizio. L'art. 26 della direttiva prevede infatti che «*Le informazioni non dovrebbero limitarsi agli aspetti finanziari dell'attività dell'impresa e dovrebbe esservi un'analisi dei loro aspetti ambientali e sociali necessari per la comprensione dell'andamento, dei risultati o della situazione dell'impresa.*».

⁷⁸ PWC, *Finanza Sostenibile L'evoluzione del quadro normativo europeo per favorire la transizione alla green economy e gli impatti per gli Intermediari Finanziari*, 2019, p.6; LINCiano et al., *La finanza per lo sviluppo sostenibile Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, Consob, 2021; OECD, *Integrating ESG factors in the investment decision-making process of institutional investors*, 2020.

Nel 2018, la Commissione ha richiesto all'ESMA⁷⁹ e all'EIOPA⁸⁰ di completare le iniziali proposte formulate dalla Commissione stessa. Entrambe hanno replicato mediante la redazione di requisiti tecnici, inviati alla Commissione Europea nell'aprile 2019. Inoltre, EIOPA ha espresso il proprio parere circa l'introduzione dei fattori ESG nel rispetto della Solvency II nel settembre 2019⁸¹.

In vista dello sviluppo di una tassonomia europea, la Commissione ha delegato la valutazione di un possibile ulteriore requisito di capitale per gli istituti bancari al fine di sostenere i rischi connessi al cambiamento climatico. Inoltre, ha commissionato la valutazione della praticabilità dell'inclusione dei fattori ESG all'interno delle attuali politiche di gestione del rischio e dei requisiti patrimoniali, come indicato dalla *Capital Requirement Regulation* (CRR) e dalla *Capital Requirement Directive IV* (CRD IV). Lo scopo è quello di iniziare a considerare questi rischi, qualora ciò fosse ritenuto necessario, per salvaguardare la coerenza e l'efficienza delle politiche prudenziali.

Nel dicembre 2019 l'Autorità bancaria europea ha pubblicato il suo piano d'azione verso la finanza sostenibile⁸². In ottemperanza al regolamento (UE) 2010/1093, con cui è stata istituita⁸³, l'ABE prende in considerazione *business models* sostenibili e prevede l'introduzione dei fattori ESG. In particolare, all'art. 23 viene sancito che, mediante l'ausilio del Comitato europeo per il rischio sistemico, l'Autorità elabori criteri per l'individuazione e la misurazione del rischio sistemico potenziale legato all'ambiente. L'EBA dovrebbe, quindi, elaborare metodologie comuni per la valutazione dell'impatto dei rischi legati al clima, in diversi scenari economici, per gli istituti finanziari in modo da fornire

⁷⁹ ESMA, *ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, in www.esma.europa.eu, aprile, 2019.

⁸⁰ EIOPA, *EIOPA's Technical Advice on the integration of sustainability risks and factors in the delegated acts under Solvency II and IDD*, in www.register.eiopa.europa.eu, settembre, 2019.

⁸¹ EIOPA, *Opinion on Sustainability within Solvency II*, in www.register.eiopa.europa.eu, settembre, 2019.

⁸² Il Piano di azione per la finanza sostenibile dell'EBA è articolato in azioni che devono essere svolte entro il 2025 e riguardano: strategia e gestione dei rischi, metriche chiave e divulgazione, stress test e analisi degli scenari e trattamento prudenziale. Una delle azioni in corso di sviluppo da parte dell'EBA consiste nel valutare come la maggiore o minore rischiosità ambientale delle attività economiche, per cui la tassonomia introdotta dal regolamento (UE) 2020/852 fornisce un riferimento, sia connessa alla rischiosità finanziaria delle stesse. Lo studio in corso è legato ad eventuali future richieste di *reporting e disclosure* in ambito di vigilanza prudenziale sulla base della valutazione di prodotti bancari, non previsti dal regolamento (UE) 2020/852, ma per i quali la tassonomia potrebbe diventare un *benchmark*.

⁸³ Regolamento (EU) n.1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisione n.716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione.

una valutazione complessiva circa il rischio sistemico a cui è sottoposta l'area euro. Infatti, la CRD V, all'art. 98, richiede all'EBA di sviluppare criteri quantitativi e qualitativi, quali *stress tests* e analisi di scenario, per valutarne l'impatto. A tal fine nella prima metà del 2020, l'EBA ha avviato una consultazione pubblica per valutare l'adozione di un futuro *stress test* ed entro giugno 2025 è attesa la pubblicazione di un *report* inerente alla classificazione e il trattamento prudenziale delle attività da una prospettiva di sostenibilità.

2.2.1.3. *La trasparenza nella comunicazione*

La nona azione concreta proposta dal Piano d'Azione riguarda il rafforzamento dell'informativa non finanziaria e delle regole di contabilizzazione. La reportistica circa la sostenibilità permetterebbe ai risparmiatori la valutazione della capacità di creazione di valore delle imprese, nonché la loro esposizione al rischio climatico, la quale, come espresso in precedenza, si manifesta nel lungo periodo. Dal 2018, con la Direttiva europea 2014/95/EU sull'informativa non finanziaria, viene richiesto ad alcuni soggetti di provvedere alla divulgazione di informazioni ambientali, sociali e di *governance* ritenute "materiali". Essendo le modalità espositive molto flessibili e quindi poco adatte alla comparabilità⁸⁴, la Commissione ha ricercato successivamente un appropriato bilanciamento tra la standardizzazione e il principio di proporzionalità, fondamentali per garantire all'investitore la massima trasparenza.

La Commissione ha quindi avviato un processo di revisione della legislazione europea⁸⁵ circa la comunicazione da parte delle imprese quotate per verificare se il sistema di reportistica esistente sia adeguato alle nuove esigenze, ossia l'inclusione della valutazione dell'impatto ambientale. La conclusione di tale lavoro ha fatto emergere come gli obblighi informativi non siano esaustivi e soprattutto, come, in alcuni casi, si traducano solamente in un appesantimento della struttura operativa dell'azienda. In modo particolare, dal punto di vista dell'efficienza il riesame ha permesso di verificare come le informazioni divulgate non fossero più coerenti con le informazioni di cui il mercato necessitava.

⁸⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, pp. 9- 10.

⁸⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Commission staff working document fitness check of eu Supervisory Reporting Requirements*, disponibile on-line Commission staff working document - Fitness check of EU supervisory reporting requirements (europa.eu), novembre, 2019.

Inoltre, nel 2018 in risposta al Piano d’Azione per finanziare la crescita sostenibile è stata istituito l’*European Corporate Reporting Lab* (EFRAG) dall’*European Financial Reporting Advisory Group*, il cui lavoro consiste nel facilitare il dialogo tra imprese, investitori e altre parti interessate nonché nella pubblicazione di report riguardanti il contenuto e i risultati di questo dialogo, in linea con le raccomandazioni della TFCO. Nel giugno 2019, la Commissione europea ha rivisto le linee guida sull’informazione non finanziaria: sono state fornite maggiori indicazioni in modo da rendere la stesura di tali documenti uniforme e in linea con le indicazioni fornite dalla *Task Force*.

Agli investitori professionali e ai consulenti viene richiesto di comunicare le modalità con cui i fattori di sostenibilità siano coinvolti nel processo decisionale, in modo da garantire una maggiore trasparenza.

Inoltre, la Commissione europea ha manifestato crescenti perplessità circa l’incontrastato utilizzo di criteri contabili che, almeno per ora, non riuscirebbero a palesare correttamente l’importanza delle sostenibilità. In particolare, la risoluzione del Parlamento europeo sull’*International Financial Reporting Standard 9* (IFRS) del 2016, riguardante le modalità di rendicontazione degli investimenti finanziari a lungo termine, che prevede una sostituzione dello IAS 39 con l’IFRS 9, scoraggerebbe gli investimenti sostenibili in quanto da valutare a *fair value*, per definizione di lungo periodo, a favore di quelli che garantirebbero una maggiore redditività immediata⁸⁶. La Commissione ha richiesto all’EFRAG una valutazione dell’impatto del nuovo principio contabile, il quale nel novembre 2018 ha fornito un parere tecnico per migliorare la rendicontazione degli strumenti a lungo termine⁸⁷.

In ottemperanza al *Green Deal* Europeo (2019), un insieme di politiche che la Commissione europea ha deciso di adottare per il raggiungimento di un’economia a zero emissioni entro il 2050, la Commissione si è impegnata a rivedere la Direttiva riguardante l’informativa non finanziaria al fine di rafforzare il riorientamento del capitale privato verso investimenti sostenibili. Nel giugno 2020 è stata aperta una consultazione pubblica, a seguito della quale nel marzo 2021 è stato pubblicato il rapporto *Proposals for a relevant and dynamic EU sustainability reporting standard-setting*⁸⁸ della *Project Task*

⁸⁶ IFRS, *Effects of climate-related matters on financial statements*, 2020, p. 5.

⁸⁷ Maggiori informazioni sono disponibili on-line: www.efrag.org.

⁸⁸ EFRAG, *Final report. Proposals for a relevant and dynamic eu sustainability reporting standard setting*, febbraio, 2021.

Force costituita in seno all'*European Lab* con l'obiettivo di condurre i lavori preparatori all'elaborazione di uno standard UE di rendicontazione non finanziaria per le imprese.

L'ultima azione del Piano è rivolta a limitare il breve termine nel mercato dei capitali e a promuovere la sostenibilità nella *governance*. I governi societari, infatti, nella visione della Commissione potrebbero contribuire significativamente alla trasformazione sostenibile, permettendo alle imprese di orientare la propria strategia verso lo sviluppo di nuove tecnologie, il rafforzamento dei modelli di *business*. Questo potrebbe poi tradursi in migliori pratiche di *risk management*, volte alla comprensione e all'inclusione di obiettivi di sostenibilità. Se da un lato è opportuno rilevare come molte società abbiano iniziato a considerare tali strategie, dall'altro è doveroso notare come diversi conglomerati europei siano soliti preferire gli investimenti a breve termine, escludendo quindi gli investimenti sostenibili. Le autorità europee competenti (EBA, EIOPA e ESMA) sono state invitate dalla Commissione europea ad esprimersi sull'orizzonte temporale degli investimenti dei partecipanti al mercato. La pandemia causata dal COVID-19 ha reso impossibile l'adozione di strategie a breve termine, obbligando a svilupparne di nuove a lungo termine, avendo riguardo dei fattori sociali e ambientali. In questo contesto, la Commissione europea alla fine del 2020 ha avviato una consultazione pubblica, al termine della quale è prevista una proposta per l'emanazione di una specifica direttiva da vararsi nel secondo trimestre del 2021. Ed infatti il 21 aprile 2021, la Commissione europea ha emanato una proposta di direttiva⁸⁹ in materia di comunicazione societaria sulla sostenibilità, destinata a modificare gli attuali requisiti di rendicontazione non finanziaria e finalizzata a porre, nel tempo, la rendicontazione sulla sostenibilità allo stesso livello di quella più strettamente finanziaria.

2.2.2. Le linee guida ABE: la materialità delle informazioni

Gli orientamenti dell'Autorità Bancaria Europea in materia di rilevanza, esclusività, riservatezza e frequenza dell'informativa, emanati ai sensi dell'art. 16 del regolamento (UE)ropeo 2010/1093, forniscono una chiara indicazione circa le informazioni da fornire

⁸⁹ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni - tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il *Green Deal* europeo, aprile, 2021.

agli *stakeholders*, coerentemente con quanto previsto dal regolamento (UE)ropeo 2013/575.⁹⁰

L'art. 432 del regolamento (UE)ropeo 2013/575 definisce le informazioni non rilevanti esclusive o riservate. Al par. 1, la norma prevede che gli enti possano omettere una particolare informazione, ad eccezione delle informazioni sulla politica di remunerazione (art. 450), di diversità dell'organo amministrativo (art. 435) e sui fondi propri (art. 437). Tale omissione non può però riguardare le informazioni cosiddette rilevanti, ossia in grado di modificare o influenzare il giudizio del destinatario finale nel processo decisionale economico. Al par. 2 viene concesso agli enti di non divulgare informazioni, qualora queste siano considerate esclusive o riservate. Per informazione riservata si intende quella sottoposta ad un vincolo di riservatezza in virtù dell'obbligo che vige nei confronti del cliente o della controparte, mentre un'informazione è esclusiva se, una volta divulgata, potrebbe minare la posizione competitiva dell'ente. L'art. 433 del regolamento (UE) 2013/575 prevede che le informazioni di cui alla parte otto, ossia l'informativa da parte degli enti, siano rese note al pubblico con cadenza almeno annuale. Una maggiore frequenza di pubblicazione per l'intera informativa o parte di essa è lasciata alla discrezionalità dell'ente, a seconda dell'attività svolta, della geolocalizzazione e della partecipazione al mercato finanziario. Per la valutazione dell'adeguatezza delle informazioni fornite dagli enti, viene richiesto a questi ultimi di dotarsi di politiche formali, garantendo la completezza delle informazioni, un adeguato sistema di reportistica e, soprattutto, che l'alta dirigenza si assuma la responsabilità di determinare la rilevanza delle informazioni e la frequenza.

La comunicazione dell'informativa di sostenibilità di un ente è necessariamente collegata alla valutazione della rilevanza delle suddette informazioni e alla percezione che queste siano rilevanti per gli *stakeholders*. In particolar modo, al titolo III degli orientamenti vengono indicati i principi da prendere in considerazione in tale processo valutativo. La rilevanza, innanzitutto, dovrebbe essere valutata regolarmente almeno una volta l'anno e dovrebbe riguardare sia le informazioni qualitative che quantitative. L'analisi, però, non deve essere indipendente dal contesto economico e politico locale, nazionale o internazionale, a seconda delle dimensioni: è un concetto dinamico che dipende

⁹⁰ EBA, *Orientamenti ABE sulla rilevanza, esclusività e riservatezza e sulla frequenza dell'informativa ai sensi degli articoli 432, paragrafi 1 e 2, e 433 del regolamento (EU) n. 2013/575*, Parte otto, Titolo I, dicembre, 2014.

dall'evoluzione del rischio e dallo sviluppo di nuove informative. Inoltre, le esigenze del destinatario dovrebbero essere determinanti nella valutazione, soprattutto nel caso di informazioni relative ad elementi che comportano un alto grado di soggettività, come la sostenibilità. Tra i fattori indicati per la valutazione della rilevanza, di particolare importante sono l'influenza del fattore cui l'informativa è correlata all'esposizione generale al rischio e la rilevanza circa la comprensione dei rischi attuali e futuri.

2.2.3. La direttiva 2014/95/EU del Parlamento europeo: l'informativa non finanziaria (NFDR)

Propedeutica all'introduzione di una disciplina inerente a una specifica informativa ambientale è stata l'adozione della direttiva 2014/95/EU relativa alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario.

Tale direttiva nasce in seguito della crisi del 2008. In una comunicazione del 2011⁹¹, la Commissione europea ha evidenziato la necessità di garantire una maggiore trasparenza circa le informazioni sociali e ambientali, in modo comparabile tra tutti gli Stati membri. L'informativa di carattere non finanziario si inserirebbe, infatti, in un processo di transizione verso un'economia maggiormente inclusiva, contribuendo a valutare i risultati delle diverse imprese e il relativo impatto sulla società.

La nozione di “informazioni di carattere non finanziario” risulta, però, estremamente generica e pertanto si rende necessaria una digressione contenutistica. Tale concetto, per la prima volta, è stato osservato durante la prima Rivoluzione Industriale (1760 – prima metà 1800), a seguito dell'insorgere di preoccupazioni riguardanti i diritti dei lavoratori e le loro condizioni lavorative⁹². Successivamente, è tornato alla ribalta durante l'*Earth Summit* del 1992, in cui per la prima volta il *focus* internazionale si è diretto alla questione climatica. L'ambito climatico e quello sociale sono stati quindi raggruppati indistintamente all'interno del concetto di “non finanziario”. Per ciò che concerne la direttiva in oggetto, l'art. 1, che introduce l'art. 19-*bis* nella direttiva 2013/34/UE, definisce il “non-finanziario” come l'inclusione di informazioni «*almeno ambientali*,

⁹¹Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni L'Atto per il mercato unico Dodici leve per stimolare la crescita e rafforzare la fiducia “Insieme per una nuova crescita”, disponibile online 110503105508PDFPD9KIB2DFI.0.doc (europa.eu), 2011.

⁹² CARROLL e BUCHHOLTZ, *Business & Society: Ethics, Sustainability, and Stakeholder Management*, Cincinnati, 2012, pp. 1-94.

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». A seguito della stesura dei *Sustainable Development Goals* (2015) delle Nazioni Unite, l'informativa non finanziaria è stata associata anche alla sostenibilità.

L'adozione della direttiva è da imputare a due principali motivazioni: completare i documenti del bilancio d'esercizio, al fine di garantire una piena raffigurazione dell'impresa, e stimolare una maggiore attenzione a determinate tematiche. Per ciò che concerne il bilancio, essendo questo *backward oriented* e incentrato su variabili economiche, non fornisce agli investitori utili e complete informazioni per l'assunzione di decisioni. Considerata la complessità degli strumenti finanziari sviluppati negli ultimi anni e le variabili da prendere in considerazione, maggiore è l'incertezza che avvolge l'investitore. Pertanto, l'aggiunta di informazioni, siano queste di lungo termine e di carattere non finanziario, aiuterebbe a ridurre l'asimmetria informativa, tradizionalmente presente nel mercato finanziario. Per quanto riguarda la seconda motivazione, è utile comprendere che il bilancio altro non è che la comunicazione dei risultati conseguiti nel corso dell'esercizio a seguito dell'adozione di una determinata strategia. Orbene, obbligare gli enti ad esporre maggiori informazioni non finanziarie, dovrebbe stimolarle a adottare una strategia sostenibile, visto il rischio reputazionale. Il carattere innovativo della direttiva è evidenziato anche dal fatto che gli organi comunitari hanno consentito agli Stati membri di adeguarsi fino al 6 dicembre 2016. L'obbligo è infatti sorto solamente a partire dall'esercizio contabile 2017.

Il processo di adozione della direttiva 2014/95/UE, suddivisibile idealmente in due fasi⁹³, ha avuto genesi molto lunga. La prima fase iniziò nella seconda metà degli anni Novanta quando l'allora presidente della Commissione europea invitò le grandi aziende ad abbracciare l'idea della *Corporate Social Responsibility* (CSR). Il richiamo fu vano a causa della natura squisitamente volontaria dell'informativa, dell'instabile situazione politica nonché dell'opposizione a iniziative di regolamentazione in materia da parte dell'allora Unione delle Confederazioni Europee dell'Industria e dei Datori di lavoro

⁹³ MONCIARDINI, *The 'Coalition of the Unlikely' Driving the EU Regulatory Process of Non-Financial Reporting*, in *Social and Environmental Accountability Journal*, Vol. 36 Issue 1, 2016, pp. 76 ss.

(UNICE)⁹⁴. Al fine di incentivare l'adozione di strategie relative alla responsabilità sociale, ma senza renderle vincolanti giuridicamente, l'Unione europea accentuò il ruolo dell'informazione in materia di CSR, quale elemento qualificante di una migliore *governance*.

La questione assunse minore rilievo all'interno dell'Unione europea verso la metà degli anni 2000 quando l'allora presidente della Commissione europea Barroso affermò che la CSR non avrebbe dovuto essere regolamentata a livello di Unione europea.

Tuttavia, a seguito alla crisi finanziaria del 2008, all'aumentare della pressione pubblica sull'Unione Europea al fine di agire contro le aziende, corresponsabili dell'accaduto, l'informativa non-finanziaria non fu più un'ipotesi, ma un'azione necessaria.

La direttiva 2014/95/UE modifica la precedente direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, di informazioni sulla diversità da parte di alcune imprese e di gruppi di grandi dimensioni. La seconda direttiva, infatti, prevede l'introduzione di informazioni sociali ed ambientali solamente all'interno della relazione sulla gestione.⁹⁵ Tale previsione è stata poi completata dall'eventuale esonero per le piccole e medie imprese da parte degli Stati membri e, in generale, è caratterizzata da un'elevata volontarietà, in quanto accompagnata dalla preposizione ellittica «*se del caso*»⁹⁶.

Nel punto 1 dell'art. 1 della direttiva 2014/95/UE viene introdotta la prima fondamentale novità: all'interno della direttiva 2013/34/UE viene inserito l'art. 19 *bis* relativo alla dichiarazione di carattere non finanziario. Vengono identificati i soggetti destinatari della direttiva, ossia le grandi imprese di interesse pubblico, le quali vengono in questo modo ad essere disciplinate dal punto di vista dell'impatto sociale per la prima volta. Il concetto di ente di interesse pubblico richiama la definizione contenuta all'interno dell'art. 2 della direttiva 2013/34/UE, riferendosi alle società quotate nei mercati finanziari regolamentati di uno Stato membro, agli enti creditizi e alle compagnie di assicurazioni, con possibilità di aggiunta di altre tipologie di imprese lasciata alla legislazione nazionale degli Stati

⁹⁴ KINDERMAN, *Corporate Social Responsibility in the EU, 1993-2013: Institutional Ambiguity, Economic Crises, Business Legitimacy, and Bureaucratic Politics*, in *JCMS: Journal of Common Market Studies*, Vol. 51 Issue 4, 2013, pp. 701 ss.

⁹⁵ Art. 19, par. 1, co. 3, direttiva 2013/34/UE.

⁹⁶ Art. 19, par. 4, direttiva 2013/34/UE.

membri. Per ciò che concerne l'identificazione delle grandi imprese, la direttiva 2013/34/UE all'art. 3 chiarisce che affinché si possa definire tale un soggetto, la singola impresa azienda o il gruppo in cui questa è inserita devono superare almeno due dei tre seguenti parametri: totale dello stato patrimoniale uguale a 20.000.000 di €, ricavi netti delle vendite e delle prestazioni uguali a 40.000.000 di € e numero medio di dipendenti occupati durante l'esercizio uguale a 250. La direttiva 2014/95/UE al primo punto richiede che i soggetti destinatari abbiano un numero medio di dipendenti occupati durante l'esercizio superiore a 500: risulta allora evidente che un'impresa, per entrare nel suo campo d'applicazione, oltre ad avere il numero di dipendenti richiesto, dovrà superare uno dei primi due parametri esplicitati in riferimento all'art. 3 della direttiva 2013/34/UE riguardanti rispettivamente attivo patrimoniale e ricavi netti.

Ulteriore aspetto rilevante riguarda la tipologia di informazioni che la direttiva richiede vengano comunicate. Queste devono essere *«almeno 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»*. Successivamente viene delineato un elenco delle informazioni dell'attività aziendale che dovranno essere ricomprese, tra le quali una breve descrizione del modello aziendale dell'impresa, una descrizione delle politiche applicate dall'impresa in merito alle tematiche in questione, il risultato di tali politiche, i principali rischi connessi e infine gli indicatori di prestazione. La direttiva richiede che tali questioni siano discusse solamente in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della situazione e dell'impatto della sua attività, rifacendosi ai concetti di rilevanza e di materialità dell'informazione, previsti dagli orientamenti dell'ABE in merito all'art. 432 del regolamento (UE)ropeo 2013/575.

I successivi paragrafi del punto 1 dell'art. 1 della direttiva forniscono indicazioni accessorie per l'adeguata applicazione della stessa. Innanzitutto, viene trattata la situazione di enti che non adottano nessuna politica in merito alle tematiche elencate, richiedendo di fornire una spiegazione chiara e articolata del perché di tale scelta. Successivamente, si richiede alle imprese di inserire riferimenti, ove opportuno, nella dichiarazione di carattere non finanziario. All'ultimo comma del paragrafo 1 del punto 1 dell'art. 1 della direttiva 2014/95/UE si esortano gli Stati membri a provvedere alla redazione di standard nazionali o unionali affinché le aziende, nell'adempimento dei loro

obblighi informativi, possano utilizzarli, garantendo una certa compatibilità. Infine, la direttiva concede agli Stati membri la possibilità di esonerare le imprese soggette al proprio ordinamento dalla comunicazione di alcune informazioni non finanziarie qualora la divulgazione possa compromettere gravemente la posizione competitiva (informazione esclusiva).

Di particolare rilevanza è il paragrafo 4 del punto 1 dell'art. 1 che concede la possibilità agli Stati membri di esentare le imprese dall'obbligo di preparare la dichiarazione di carattere non finanziario all'interno della relazione sulla gestione, qualora queste redigano una relazione distinta per il medesimo esercizio contenente le informazioni richieste per la dichiarazione e purché questa sia idoneamente resa disponibile al pubblico. Gli ultimi paragrafi del punto 1 dell'art. 1 incaricano gli Stati membri di provvedere mediante legislazione nazionale affinché venga monitorata l'avvenuta presentazione della dichiarazione di carattere non finanziario o della relazione distinta e affinché, a loro discrezione, vi possa essere una verifica delle informazioni contenute in tale dichiarazione.

La direttiva 2014/95/UE, all'art. 1 punto 3, prevede inoltre l'incombenza della dichiarazione di carattere non finanziario per i gruppi di imprese. In particolare, la direttiva regola la reportistica in capo delle imprese madri aggiungendo l'art. 29 *bis* nella direttiva 2013/34/UE. La dichiarazione dell'azienda madre deve comprendere le situazioni delle imprese controllate o collegate: qualora queste ultime si trovino nelle condizioni dell'art. 1 punto 1 della direttiva 2014/95/UE, queste sono esentate dall'obbligo di preparare la dichiarazione di carattere non finanziario, in quanto incluse nella relazione consolidata sulla gestione o nella relazione distinta di un'altra impresa. La direttiva nel suo art. 1 punto 4 richiede che gli Stati membri assicurino che incomba collettivamente ai membri degli organi di amministrazione, gestione e controllo di un'impresa la responsabilità di garantire che i documenti in cui sono contenute le informazioni richieste siano redatti e pubblicati in osservanza degli obblighi previsti dalla presente direttiva.

L'art. 2 della direttiva prevede che vi sia un'elaborazione, mediante pubblica consultazione, degli orientamenti non vincolanti sulla metodologia di tali informazioni, al fine di agevolarne la divulgazione e la comparabilità.

A seguito dell'entrata in vigore della direttiva, gli Stati membri, tutti destinatari della direttiva ai sensi dell'art. 6 della stessa, hanno dovuto provvedere, entro il termine fissato all'art. 4, al recepimento della stessa all'interno del proprio ordinamento giuridico mediante apposito atto normativo nazionale. Per ciò che concerne l'Italia, il recepimento è avvenuto mediante emanazione del d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254. Il contenuto del decreto ricalca sostanzialmente le linee guida indicate dalla direttiva 2014/95/UE, completando in modo preciso ed esaustivo alcune definizioni lasciate volutamente indefinite dalla stessa.⁹⁷

La prima integrazione alla direttiva di riferimento apportata dal decreto legislativo in questione riguarda l'ambito di applicazione⁹⁸ e i criteri necessari affinché un ente di interesse pubblico risulti soggetto alle disposizioni definite dal decreto stesso. Il d.lgs. n. 254/2016 conferma che il soggetto, oltre ad essere un ente di interesse pubblico con un numero di dipendenti occupati medio superiore a 500, deve aver superato, alla data della chiusura di bilancio, almeno uno dei due già citati limiti dimensionali, ma il legislatore italiano precisa ciò che si intende con l'espressione «*temi sociali e ambientali*», in merito ai quali l'art. 3, co. 2, del decreto richiede che la dichiarazione contenga almeno «*informazioni riguardanti: l'utilizzo di risorse energetiche, distinguendo fra quelle prodotte da fonti rinnovabili e non rinnovabili, e l'impiego di risorse idriche (a), le emissioni di gas serra e le emissioni inquinanti in atmosfera(b), l'impatto dell'azienda sull'ambiente, sulla salute e sulla sicurezza associato ai propri fattori di rischio ambientale e sociale(c), gli aspetti sociali e attinenti alla gestione del personale con particolare riguardo alle azioni poste in essere per garantire la parità di genere, alle misure volte ad attuare le convenzioni di organizzazioni internazionali e sovranazionali in materia, alle modalità con cui è realizzato il dialogo con le parti sociali(d), le misure e le azioni a garanzia del rispetto dei diritti umani al fine di prevenire e evitare violazioni*

⁹⁷ Si veda ad esempio: CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *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*, marzo, 2018; FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Disclosure di sostenibilità: decreto legislativo n. 254/2016 sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e sulla diversità. Elementi essenziali: soggetti obbligati, destinatari, previsioni, contenuti e sanzioni*, febbraio, 2017.

⁹⁸ Art. 2 d.lgs. n. 254/2016.

e atteggiamenti discriminatori(e), le azioni e gli strumenti posti in essere per la lotta contro la corruzione sia attiva sia passiva(f) ».

Tali informazioni devono essere discusse con un raffronto agli esercizi precedenti, con l'utilizzo degli indicatori fondamentali di prestazione ritenuti più idonei e indicando lo standard, o gli standard nel caso siano più di uno, utilizzato per la rendicontazione di tali informazioni.

Successivamente nel punto 7 dell'art. 3, conformemente alla direttiva, si precisa che la responsabilità di garantire che la relazione sia redatta e pubblicata in conformità di legge è attribuita agli amministratori dell'ente di pubblico interesse e che, inoltre, l'organo di controllo ha il compito di vigilare sull'osservanza delle disposizioni stabilite e ne riferisce nella relazione annuale all'assemblea. È di dovere del soggetto incaricato alla revisione legale del bilancio verificare l'avvenuta predisposizione da parte degli amministratori della dichiarazione di carattere non finanziario e di valutare la conformità delle informazioni fornite rispetto a quanto richiesto dal presente decreto (art. 3, punto 10). Tuttavia, è opportuno evidenziare come nella dichiarazione di carattere non finanziario possono essere omesse informazioni in merito a sviluppi imminenti ed operazioni in corso di negoziazione, qualora la loro divulgazione possa compromettere gravemente la posizione competitiva dell'impresa. L'omissione non è comunque consentita quando ciò possa pregiudicare una corretta ed equilibrata comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati e dalla sua situazione, nonché degli impatti prodotti dalla sua attività (art. 3, punto 8). Riguardo alla collocazione della dichiarazione e al regime di pubblicità (art. 5), viene specificato analogamente alla direttiva che la presente dichiarazione può essere compresa nella relazione sulla gestione (o nella relazione sulla gestione consolidata) oppure può costituire una relazione distinta. Vi sarà in quest'ultimo caso un riferimento all'interno della relazione sulla gestione che specificherà dov'è possibile incontrare tale relazione distinta, altresì pubblicabile all'interno del sito *internet* dell'ente di interesse pubblico.

Alcune importanti peculiarità introdotte dall'atto normativo nazionale sono presenti nella sua ultima parte, agli artt. 7 ss.

L'art. 7 regola la fattispecie della dichiarazione di carattere non finanziario, individuale o consolidata, di iniziativa volontaria, redatta e pubblicata da un soggetto non

rientrante nell'ambito di applicazione del decreto, concedendo a questi la possibilità di apporre la dicitura di conformità allo stesso.

L'art. 8 enuncia invece le sanzioni a carico di coloro che non adempiono correttamente alle disposizioni del decreto legislativo in questione. In particolare, agli amministratori dell'ente pubblico i quali omettono di depositare entro i termini prescritti la dichiarazione individuale o consolidata di carattere non finanziario, si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 20.000 a 100.000, che può essere ridotta di un terzo se il deposito avviene nei trenta giorni successivi alla scadenza. La sanzione pecuniaria è invece ridotta della metà per i soggetti che decidono di redigere tale dichiarazione volontariamente (all'art. 7). Inoltre, la medesima sanzione, da euro 20.000 a 100.000, si applica agli amministratori e ai componenti degli organi di controllo rispettivamente quando una dichiarazione di carattere non finanziario non è redatta in conformità e quando l'organo di controllo omette di riferire tale fatto all'assemblea. Infine, salvo che non costituisca un reato, quando la dichiarazione individuale o consolidata di carattere non finanziario contiene fatti non rispondenti al vero oppure omette fatti rilevanti, agli amministratori e ai componenti degli organi di controllo si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 50.000 a 150.000, sanzione ridotta della metà per i soggetti di cui all'art. 7. Si specifica che la Consob è l'ente competente per l'accertamento e l'irrogazione delle suddette sanzioni amministrative.⁹⁹

Il successivo art. 9 regola i poteri e il coordinamento fra le autorità. La Consob, sentite la Banca d'Italia e l'IVASS, disciplina con regolamento le modalità di trasmissione diretta a lei della dichiarazione di carattere non finanziario da parte dei soggetti e le eventuali ulteriori «*modalità di pubblicazione della dichiarazione(a), le modalità e i termini per il controllo dalla stessa effettuato sulle dichiarazioni di carattere non finanziario(b), i principi di comportamento e le modalità di svolgimento dell'incarico di verifica della conformità delle informazioni da parte dei revisori(c)*»¹⁰⁰. Nel caso fossero necessarie modifiche o integrazioni a una dichiarazione incompleta o non conforme, è la stessa Consob a provvedervi a chiederle. La Consob al fine di verificare il corretto svolgimento della revisione legale può, nei confronti dei revisori incaricati, eseguire ispezioni e richiedere la trasmissione o l'esibizione di dati, notizie, documenti.

⁹⁹ STEFANIN e MATTIOLI, *La dichiarazione non finanziaria*, in *Diritto bancario*, 2018.

¹⁰⁰ Art. 9 d.lgs. n. 254/2016.

Rilevante è l'art. 10 del decreto legislativo in esame, in quanto regola la seconda grande novità introdotta dalla direttiva 2014/95/UE (nel suo art. 1, punto 2): la descrizione della politica in materia di diversità applicata all'interno degli organi di amministrazione, gestione e controllo. Le indicazioni dell'art. 10 sono le medesime definite dalla sopra citata direttiva, ma mentre quest'ultima non pone limiti dimensionali agli enti di interesse pubblico soggetti a tali obblighi, il d.lgs. n. 254/2016 definisce che possono omettere la pubblicazione di tali informazioni le società che alla data di chiusura dell'esercizio non superino almeno due dei seguenti parametri: totale dello stato patrimoniale uguale a 20.000.000 di euro(a), totale dei ricavi delle vendite e delle prestazioni pari a 40.000.000 di euro(b), numero medio di dipendenti durante l'esercizio finanziario pari a 250(c). Si ricorda inoltre che la discussione delle informazioni riguardanti la politica in materia di diversità applicata all'interno degli organi di amministrazione, gestione e controllo è richiesta solo agli enti di interesse pubblico i cui valori mobiliari sono negoziati in un mercato regolamentato di uno Stato membro, non a tutte le tipologie di ente di interesse pubblico come invece richiesto per la dichiarazione di carattere non finanziario.

Infine, l'art. 12, in modo conforme alla direttiva 2014/95/UE, dispone l'entrata in vigore delle disposizioni contenute nel d.lgs. n. 254/2016 a partire dagli esercizi finanziari aventi inizio il 1° gennaio 2017.

2.2.4. Il regolamento (UE) 2019/2088: l'informativa sulla sostenibilità (SFDR)

Se da un lato, la direttiva 2014/95/UE ha permesso ai consumatori di valutare la sostenibilità degli enti di pubblico interesse, quali banche, imprese di assicurazione e altre grandi aziende, l'informativa che risulta mancante riguarda i prodotti finanziari che i consulenti propongono ai singoli investitori. Gli obblighi informativi stabiliti nel diritto dell'Unione non prevedevano l'obbligo di divulgare tutte le informazioni necessarie per informare correttamente gli investitori finali in merito all'impatto di sostenibilità dei loro investimenti.

A tal fine in data 27 novembre 2019 il Parlamento europeo e il Consiglio hanno adottato il regolamento (EU) 2019/2088, entrato in vigore in data 29 dicembre 2019 e le cui norme hanno avuto attuazione dal 10 marzo 2021. Obiettivo finale del regolamento è la standardizzazione delle informazioni nei confronti degli investitori finali circa i rischi di sostenibilità e la promozione dei fattori ESG nelle attività di investimento finanziario,

ponendo a carico dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari l'obbligo di informare in via precontrattuale e continuativa gli investitori finali¹⁰¹, non impedendo agli Stati membri di attuare disposizioni più rigide. Il regolamento mira quindi a ridurre l'asimmetria informativa in relazione alla sostenibilità e ad eventuali rischi connessi. Per fare ciò, i consulenti dovrebbero includere nelle loro procedure, comprese quelle di dovuta diligenza, anche i rischi di sostenibilità che potrebbero comportare un rendimento finanziario negativo.¹⁰²

Al 14°, viene definito il rischio di sostenibilità come un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore dell'investimento, come specificato nella legislazione settoriale¹⁰³.

Da tale regolamento sono esonerati solamente i consulenti finanziari che impiegano meno di tre persone nello svolgimento dell'attività, anche se rimane comunque il vincolo di prendere in considerazione i rischi di sostenibilità nei loro processi di consulenza.

All'art. 1 viene definito come oggetto del regolamento la creazione di norme armonizzate da mettere a disposizione dei partecipanti al mercato finanziario al fine di integrare la sostenibilità nel processo di comunicazione alla clientela. Dopo aver fornito una serie di definizioni, tra cui quella di investimento sostenibile, il regolamento declina la trasparenza in diversi approcci. Innanzitutto, all'art. 3 viene richiesta trasparenza in merito alle politiche scelte per affrontare il rischio di sostenibilità mediante la pubblicazione sui propri siti web delle strategie relative all'integrazione della sostenibilità negli investimenti o nelle consulenze agli investitori finali. All'art. 4 si parla di trasparenza in relazione alle eventuali conseguenze negative per la sostenibilità a livello di soggetto, ossia si richiede agli investitori professionali di fornire alla clientela informazioni circa i principali effetti negativi derivanti dalle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità. Devono essere pubblicate sui siti *web* dei partecipanti ai mercati finanziari una dichiarazione concernente le politiche adottate nel processo di inclusione

¹⁰¹ Art. 6 regolamento (EU) 2019/2088.

¹⁰² Art. 4 regolamento (EU) 2019/2088.

¹⁰³ In particolare, nelle direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/65/UE, (EU) 2016/97, (EU) 2016/2341, ovvero negli atti delegati e nelle norme tecniche di regolamentazione adottati a norma alle suddette direttive.

dei principali effetti negativi delle decisioni di investimento dei fattori di sostenibilità e, qualora questo non venisse fatto, deve essere pubblicata una chiara comunicazione per la mancata presa in considerazione. In particolar modo, devono essere fornite: le informazioni sulle politiche adottate al fine dell'individuazione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e una descrizione di questi ultimi, una breve sintesi delle politiche di impegno adottate e riferimenti all'osservanza di codici di condotta di impresa responsabile e delle norme internazionalmente riconosciute in materia di *due diligence* e *reporting*. All'art. 5, viene posto l'obbligo di trasparenza in merito alle politiche di remunerazione relativamente all'integrazione dei rischi di sostenibilità mediante la pubblicazione delle informazioni su come tali politiche siano compatibili con la sostenibilità.

All' art. 6, si pone l'accento sull'informativa precontrattuale¹⁰⁴ che i consulenti devono fornire in materia di sostenibilità. I partecipanti ai mercati finanziari devono indicare nell'informativa precontrattuale le modalità di integrazione dei rischi di sostenibilità nei loro investimenti finanziari e nella valutazione dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari che rendono disponibili. Essi, inoltre, sono tenuti a fornire le già menzionate informazioni anche nella fase successiva a quella precontrattuale e, quindi, nelle continuative relazioni periodiche. Qualora, i rischi di sostenibilità non fossero ritenuti rilevanti, la descrizione deve includere una spiegazione chiara e concisa al riguardo. La trasparenza viene richiesta nel caso in cui un prodotto finanziario promuova determinate caratteristiche ambientali o sociali e in tal caso deve essere comunicato al cliente la modalità con cui tali caratteristiche vengono rispettate e

¹⁰⁴L'introduzione delle informazioni di sostenibilità all'interno dell'informativa precontrattuale implica che un eventuale comportamento scorretto dell'intermediario finanziario antecedente la conclusione di un contratto può portare alla stipula di un contratto invalido per vizio del consenso e questo può comportare per l'intermediario oltre al semplice risarcimento danni per responsabilità precontrattuale, anche l'annullamento del contratto.

Se l'intermediario, infatti, non informa il cliente in modo esauriente o nelle forme previste dal t.u.f. e dalle disposizioni di vigilanza, questo può chiedere il risarcimento danni per violazione del principio di buona fede in quanto se egli avesse conosciuto tutte le condizioni in modo chiaro avrebbe probabilmente stipulato il contratto a condizioni più vantaggiose. Affinché sorga responsabilità precontrattuale in capo all'ente finanziario è necessario che il cliente confidi senza colpa nella validità del contratto e che sussista l'ipotesi di annullabilità per errore. Tale errore però deve essere essenziale (per esempio quando l'intermediario informa erroneamente il cliente sulla natura o sull'oggetto (e cioè sul suo contenuto: condizioni economiche, spese, rischi) del contratto, spingendo così la controparte a rappresentarsi in una situazione diversa da quella reale. Il cliente si trova quindi a dare il proprio consenso alla stipula di un contratto finanziario, sulla base di un errore dell'intermediario finanziario) e riconoscibile (ossia, l'intermediario, usando l'ordinaria diligenza, avrebbe potuto rilevarlo).

qualora venisse individuato un *target* di riferimento. A norma dell'art. 10, la promozione di queste caratteristiche deve avvenire anche attraverso la pubblicazione sul proprio sito *web* con l'aggiunta di informazioni circa i metodi utilizzati per la valutazione, il monitoraggio e la misurazione di tali caratteristiche.

Entro il 30 dicembre 2022, per ciascun prodotto finanziario l'informativa di cui all'art. 6 deve contenere una spiegazione chiara e motivata che indichi se e in che modo un prodotto finanziario prende in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità e una dichiarazione attestante che le informazioni relative ai principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità.¹⁰⁵

È delegato all'Autorità Bancaria Europea il compito di sviluppare progetti di norme tecniche di regolamentazione che specifichino ulteriormente il contenuto degli obblighi di informativa precontrattuale in materia di sostenibilità.¹⁰⁶ Nel febbraio 2021 le Autorità di Vigilanza europee hanno pubblicato la bozza finale dei *Regulatory Technical Standards*¹⁰⁷, in relazione al contenuto, alle metodologie e alla presentazione, ai sensi delle deleghe espresse nel regolamento (EU) 2019/2088. Con l'adozione di tali requisiti, la cui applicabilità è prevista per il 1° gennaio 2022 e che è stata sottoposta alla Commissione europea per la successiva adozione, le ESAs intendono rafforzare l'informativa destinata agli investitori riguardante i rischi di sostenibilità, gli obiettivi di investimento sostenibile e la promozione delle caratteristiche ambientali e sociali concentrandosi.

In conclusione, il regolamento 2019/2088 mira a rafforzare la protezione degli investitori finali, assicurando agli stessi gli strumenti per prendere decisioni sempre più consapevoli e imponendo un obbligo di informativa da parte dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari nei confronti dei rispettivi clienti¹⁰⁸.

¹⁰⁵ Art. 7 regolamento (EU) 2019/2088.

¹⁰⁶ Art. 6 regolamento (EU) 2019/2088.

¹⁰⁷ ESAs, *Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088*, in

¹⁰⁸ All'interno dell'ordinamento italiano, è stata introdotta una regolamentazione in merito alla diffusione di materiale pubblicitario, relativo a forme di investimento promosse da intermediari finanziari. L'art. 5 co.1, t.u.f. include tra le finalità della vigilanza la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario, la tutela degli investitori. A tal fine, all'art. 21, 1° co., lett. b), t.u.f. viene individuata fra gli obblighi generali nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento posti a capo dei soggetti abilitati l'acquisizione delle informazioni necessarie dai clienti e l'operatività in modo tale che essi siano sempre adeguatamente informati. Nell'argomentare la

2.2.4.1 Le lacune del regolamento (UE) 2019/2088

Secondo il 9° *considerando* del regolamento (UE) 2019/2088, la presenza di regole armonizzate per la redazione dell'informativa di sostenibilità sarebbe condizione necessaria per garantire la stabilità del mercato. Il regolamento individua, infatti, quattro tipologie di informazioni che devono essere fornite: le informazioni sull'ente, sul prodotto, le informazioni contenute all'interno del sito *web* e quelle da includere nell'informativa periodica da fornire alla clientela. Nonostante il quadro legislativo presentato sia innovativo, diverse sono le incongruenze che possono emergere dall'analisi.

disciplina in oggetto si usano le espressioni “dovere di informare e informarsi” oppure di “informarsi per informare”, evidenziando la connessione fra il dovere di informarsi e il dovere di informare, essendo il primo lo strumento che permette di realizzare il secondo. La disposizione può scomporsi in due parti: la prima parte fa riferimento alla c.d. informazione passiva, ovvero all'informazione che l'intermediario ha l'obbligo di acquisire; la seconda parte fa, invece, riferimento alla c.d. informazione attiva, ovvero alle informazioni che l'intermediario ha l'obbligo di trasferire al cliente. Per ciò che concerne l'“informazione passiva” e, quindi, il dovere di informarsi che incombe in capo agli intermediari, finalizzato a far sì che questi possano effettuare scelte personalizzate in base al cliente, si articola in due aspetti ovvero sia nel dovere di raccogliere le informazioni dall'investitore (c.d. *know your customer rule*) sia nel dovere di acquisire informazioni circa gli strumenti finanziari oggetto dell'operazione di investimento (c.d. *know your merchandise rule*). Le informazioni fornite dall'investitore all'intermediario sono strumentali all'applicazione delle regole dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di cui agli artt. 39 ss. Reg. Consob n. 16190/2007. Per quanto riguarda, invece, l'“informazione attiva” si realizza nel momento in cui tutto il patrimonio informativo acquisito dall'intermediario raggiunge il cliente completando quell'opera di trasparenza che è il fine cui tende l'intero sistema normativo del diritto dei mercati finanziari. L'informazione attiva, che rappresenta il cuore di ogni obbligazione precontrattuale ma che riguarda anche la fase esecutiva del rapporto, è finalizzata a consentire all'investitore di effettuare scelte consapevoli di investimento o disinvestimento.

Al fine di assicurare la circolazione di corrette informazioni, la Banca d'Italia e la Consob esercitano i poteri di vigilanza nei confronti degli operatori abilitati. In particolare, la Consob assicura trasparenza e correttezza, avendo riguardo all'efficienza e correttezza del mercato dei capitali. A tal fine, alle due autorità sopracitate è riconosciuto un potere regolamentare in materia di obblighi di trasparenza e correttezza (art. 6 t.u.f.). Nell'ottica di un controllo di sostanza e non meramente formale, la disciplina impone ai soggetti che intendano effettuare un'offerta al pubblico di predisporre preventivamente un prospetto, da depositare presso la Consob, per una preventiva verifica della sua completezza, ivi incluse la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite. La pubblicazione del prospetto potrà avvenire solamente a seguito dell'approvazione da parte della Consob (art. 94, 94-bis t.u.f.). È vietata la diffusione di qualsiasi informazione ai fini pubblicitari concernenti offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari, antecedentemente alla pubblicazione. Inoltre, la giurisprudenza si sta orientando nel senso che la violazione degli obblighi informativi e della valutazione di adeguatezza in un investimento finanziario comporti la responsabilità contrattuale del soggetto intermediario e la condanna di quest'ultimo al risarcimento del danno patrimoniale cagionato all'investitore (Cass. S.U. 19.12.2007 nn. 26724).

Innanzitutto, non vi è congruenza tra il concetto di “non arrecare danno significativo” del regolamento 2019/2088 e il “non danneggiare gli obiettivi ambientali” del regolamento 2020/852. Tale distinzione viene ripresa dall’art.18 di quest’ultimo regolamento stabilendo che le garanzie minime di salvaguardia devono essere adottate, in modo da non arrecare danno significativo, dalle imprese¹⁰⁹ che svolgono un’attività economica al fine di garantire coerenza con le linee guida dell’OCSE e con i diritti evidenziati dalle otto convenzioni fondamentali identificate dichiarazione dell’Organizzazione internazionale del lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro e dalla Carta internazionale dei diritti dell’uomo.

Pur offrendo i criteri tecnici uniformi per l’elaborazione della *disclosure* fra i diversi stati dell’Unione europea, dall’altra parte non garantisce la stessa uniformità per ciò che concerne i criteri soggettivi di applicazione e di vigilanza. Il regolamento (UE)ropeo, infatti, contiene tre varianti per gli Stati e due esenzioni. Entrambe le fattispecie corrono il rischio di impattare negativamente nel grado di armonizzazione in merito all’informativa climatica e agli obblighi fiduciari.

Innanzitutto, i partecipanti al mercato finanziario, come notato precedentemente, potrebbero decidere di non adempiere a determinati obblighi informativi a livello di prodotto o di organizzazione, facendo così venire meno la perfetta circolazione delle informazioni all’interno del mercato.

Elevato è il grado di astrazione dei termini e delle definizioni introdotte. L’obiettivo del regolamento è estremamente vasto e il suo contenuto copre un’ampia gamma di prodotti e partecipanti al mercato finanziario. Pur provando ad armonizzare gli standard di reportistica ESG per i diversi prodotti in termini di complessità e grandezza quantitativa, si scontrano due realtà, da cui deriva il grado di genericità. Da un lato, un approccio preciso volto a garantire la massima informativa alla clientela, dall’altro la consapevolezza di non poter sovraccaricare di informazioni la stessa¹¹⁰, in quanto non necessariamente interessata e presumibilmente non in grado di comprendere il significato

¹⁰⁹ Tuttavia, le imprese in questione non vengono definite.

¹¹⁰ In merito a ciò, interessante risulta essere la teoria del carico cognitivo, la quale ritiene che la capacità dell’uomo di elaborare informazioni sia limitata e pertanto aumentando il carico di informazioni, il soggetto non sia in grado di gestirle. A riguardo: ELLIOTT, KURZ, BEDDOW e FREY, *Cognitive load theory: Instruction-based research with applications for designing tests*, 2009.

dell'informativa stessa. Ciò porta a valutare negativamente le previsioni di informativa precontrattuale a carico degli intermediari.

Il grado di armonizzazione della normativa dipende, inoltre, dalle chiarificazioni dei principi introdotti. A causa della sindemia causata dal Covid 19, le consultazioni pubbliche in merito agli *standard* tecnici (RTS) sono state prolungate, ma l'entrata in vigore dei regolamenti è rimasta immutata. Secondo la Commissione¹¹¹ ciò sarebbe giustificato dal fatto che l'applicazione del regolamento 2019/2088 non sarebbe condizionale all'adozione e all'entrata in vigore formale dei RTS, i quali sono stati pubblicati dalle Autorità di Vigilanza europea nel febbraio 2021. Tali requisiti non sono adottati dalla Commissione europea, pertanto le Autorità hanno consigliato alle rispettive autorità nazionali di incoraggiare i partecipanti al mercato a conformarsi almeno alle regole di informativa introdotte dalla Commissione. Inoltre, le Autorità di Vigilanza il 15 marzo 2021 hanno aperto una consultazione pubblica sul documento contenente i requisiti tecnici.

Altro elemento critico, risulta essere la stringente definizione dei soggetti partecipanti al mercato finanziario, alcuni dei quali rischierebbero di essere esclusi, ad esempio i fornitori di cripto valute, facendo venir meno l'obiettivo di armonizzazione. Tale rischio potrebbe essere evitato modificando il regolamento e delegando alla Commissione direttamente il potere di far adottare i requisiti tecnici in materia ESG ad alcuni enti, in modo da garantire la competitività del mercato.¹¹²

L'armonizzazione a cui ambisce il regolamento necessita di un'autorità di vigilanza unica oppure di una convergenza di più autorità. Allo stato attuale, la vigilanza è di competenza delle autorità nazionali. Pur essendo compito di queste ultime di collaborare fra di loro per garantire l'armonizzazione all'interno del mercato, tale designazione risulta insufficiente e parrebbe opportuno incaricare l'ESMA. In attesa di un'ulteriore integrazione del mercato dei capitali europeo, tema centrale dell'agenda¹¹³, nel 2017 e nel

¹¹¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Application of Regulation (EU) 2019/2088 on the sustainability-related disclosures in the financial services sector*, ottobre, 2020.

¹¹² BUSCH D., *Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector*, EBI Working Paper Series, n.70, 2021.

¹¹³ Si veda l'azione 16 della *COM(2020) 590 final*: « La Commissione lavorerà a favore di un codice unico migliorato per i mercati dei capitali valutando la necessità di un'armonizzazione ulteriore delle norme UE e monitorando i progressi compiuti in materia di convergenza della vigilanza. Nel quarto trimestre del 2021 farà il punto su ciò che è stato conseguito e valuterà la

2018 la Commissione europea ha tentato di attribuire all'ESMA il potere di vigilanza in materia di investimento collettivo e di *crowdfunding*¹¹⁴. Tali tentativi sono falliti in quanto l'attribuzione di maggiori poteri alle autorità europee avrebbe diminuito quelli delle autorità nazionali, ed alcuni stati, tra cui la Germania, non si sono dimostrati d'accordo. Inoltre, il regolamento non offre un sistema sanzionatorio unico, ma recita semplicemente il generale principio di effettività europeo, ovvero l'art. 14 sancisce l'obbligo per gli stati membri di adottare tutti i provvedimenti idonei a rendere effettiva l'applicazione del regolamento, omettendo tutti quei comportamenti che possano esserne di ostacolo. Come per l'Autorità di Vigilanza unica, anche un sistema sanzionatorio unificato sarebbe preferibile in virtù di una maggiore armonizzazione, ma considerato l'attuale clima politico europeo, il raggiungimento di quanto auspicabile appare arduo.

Infine, nulla viene previsto circa la responsabilità civile dei partecipanti al mercato finanziario e dei consulenti in caso di violazione dell'informativa di sostenibilità e degli obblighi fiduciari, lasciando apparentemente in capo ai sistemi nazionali la possibilità di regolamentazione. Nonostante il sopracitato principio di effettività, potrebbe comunque esserci spazio per approcci nazionali e, pertanto, differenti¹¹⁵, senza considerare l'eventuale maggiore inclusione della sostenibilità nell'informativa a livello nazionale rispetto a quanto previsto dal regolamento. La questione, infatti, riguarda il contenuto del contratto: sebbene la consulenza possa essere efficace e positiva per il cliente in termini

possibilità di proporre misure per un coordinamento più forte della vigilanza o per una vigilanza diretta da parte delle autorità europee di vigilanza».

¹¹⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (EU) n. 1093/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), il regolamento (EU) n. 1094/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), il regolamento (EU) n. 1095/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), il regolamento (EU) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital, il regolamento (EU) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale, il regolamento (EU) n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari, il regolamento (EU) 2015/760 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, il regolamento (EU) 2016/1011 sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento e il regolamento (EU) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato*, COM(2017) 536 final, 2017; COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, COM(2018) 113 final, 2018.

¹¹⁵ BUSCH D., *The private law effect of MiFID: Genil and Beyond*, in *European Review of Contract Law*, n.1, 2017 pp. 70-93.

di rendimento, potrebbe non esserlo altrettanto in termini di sostenibilità e non in tutte le legislazioni comunitarie il problema potrebbe essere affrontato allo stesso modo.

In conclusione, pur non potendo essere definita una regolamentazione vana, lungo è percorso da compiere al fine di giungere ad un grado di armonizzazione sufficiente e quindi un'efficacia dell'informativa ESG nel riorientamento dei capitali.

2.2.5. Il regolamento (UE) 2019/2089

Altro elemento fondamentale per assicurare una maggiore trasparenza in ambito di investimenti sostenibili riguarda l'introduzione di indici affidabili e condivisi, in linea con la strategia del Piano d'azione per il riorientamento del flusso dei capitali privati.

Il regolamento (EU) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio detta norme uniformi per l'individuazione di indici di riferimento nell'Unione. L'incremento dell'attenzione pubblica verso la sostenibilità ha provocato un incremento delle strategie di investimento a basse emissioni e di conseguenza un maggiore utilizzo degli indici di riferimento per valutare le diverse *performance*. Poiché la qualità degli indici di riferimento contribuisce alla scelta dei consumatori e influenza quindi il funzionamento del mercato europeo, è corretto ritenere che l'introduzione di indici di transizione climatica allineati con l'accordo di Parigi contribuirebbe a una maggiore trasparenza e a prevenire il rischio di *greenwashing*.

Le categorie di indici comparse presentano diversi livelli di ambizione: mentre alcuni indici di riferimento mirano a ridurre l'impatto ambientale e quindi contribuiscono solo alla transizione climatica, altri puntano a selezionare solo i componenti che contribuiscono al raggiungimento dell'obiettivo dei 2 °C stabilito nell'accordo di Parigi. La molteplicità di tali indici provoca la frammentazione del mercato interno al punto che gli Stati potrebbero munirsi autonomamente di una regolamentazione, ostacolando il corretto funzionamento del mercato stesso.

Si è ritenuto opportuno quindi modificare il regolamento (EU) 2016/1011, mediante il regolamento 2019/2089, introducendo un quadro normativo circa i requisiti minimi per gli indici di riferimento europei di transizione climatica e gli indici di riferimento europei allineati con l'accordo di Parigi a livello dell'Unione. Questa distinzione contribuirebbe alla coerenza tra gli indici di riferimento. Affinché le denominazioni «*indice di riferimento UE di transizione climatica*» e «*indice di riferimento UE allineato con*

l'accordo di Parigi» siano riconoscibili, solamente gli amministratori che soddisfano i requisiti del regolamento in oggetto dovrebbero essere autorizzati a utilizzare tali denominazioni nel processo di commercializzazione.¹¹⁶

Allo scopo di informare gli investitori del grado con cui i suddetti indici contribuiscono alla transizione climatica e all'accordo di Parigi, è opportuno che gli amministratori degli enti di riferimento pubblichino informazioni dettagliate sul fatto che sia garantito o meno, e in che misura, un grado di allineamento complessivo con l'obiettivo di ridurre le emissioni di carbonio o di conseguire gli obiettivi dell'accordo di Parigi. Al fine di migliorare la trasparenza e garantire un adeguato livello di armonizzazione, la Commissione dovrebbe avere il potere di adottare atti per precisare il contenuto degli obblighi di comunicazione, a cui gli enti dovrebbero essere sottoposti, e per favorire l'armonizzazione degli indici sopracitati, compresa la modalità di calcolo delle emissioni di carbonio associate alle attività sottostanti, per misurare l'impronta ambientale dei prodotti e delle organizzazioni di cui al punto 2, lett. *a)* e *b)*, della raccomandazione 2013/179/UE della Commissione e del lavoro del gruppo di esperti tecnici sulla finanza sostenibile.

All'art. 1 punto 1 del regolamento 2019/2089 vengono introdotte le definizioni «*indice di riferimento UE di transizione climatica*» e «*indice di riferimento UE allineato con l'accordo di Parigi*». Con il primo termine si intende un indice le cui attività sottostanti sono selezionate, ponderate o escluse in modo che il portafoglio cui l'indice si riferisce segua una traiettoria di decarbonizzazione¹¹⁷ e sia costruito in conformità delle norme minime stabilite negli atti delegati di cui all'art. 19 *bis*, par. 2. Con il secondo, si indica invece un indice le cui attività sottostanti sono selezionate, ponderate o escluse in modo che le emissioni del portafoglio cui l'indice si riferisce siano allineate agli obiettivi dell'accordo di Parigi, è costruito in conformità delle norme minime stabilite negli atti delegati di cui all'art. 19 *bis*, par. 2, e le attività collegate alle sue attività sottostanti non danneggiano significativamente altri obiettivi ambientali sociali e di governance.

Importante è l'introduzione, tramite il punto 3 dell'art. 1, degli artt. 19-*bis* e 19-*ter* nel regolamento 2016/1011, i quali prevedono che entro il 31 dicembre 2022 gli

¹¹⁶ 16° *considerando* regolamento (EU) 2019/2089.

¹¹⁷ Per traiettoria di decarbonizzazione si intende una traiettoria misurabile, scientifica e temporalmente definita tesa all'allineamento con gli obiettivi dell'accordo di Parigi di ridurre le emissioni di carbonio.

amministratori degli indici di riferimento UE per la transizione climatica selezionino, ponderino o escludano le attività sottostanti emesse da imprese che seguono una traiettoria di decarbonizzazione, in base a determinati criteri, nonché vengano fissate le soglie minime per gli indici introdotti dal regolamento stesso.

All'art. 1, punto 6, si afferma che, qualora non fossero disponibili gli indici di riferimento UE nel portafoglio del singolo amministratore di indici di riferimento, o se il singolo amministratore di indici di riferimento non disponesse di indici di riferimento che perseguono obiettivi ESG o tengono conto di questi ultimi, il fornitore di indici di riferimento deve pubblicare una dichiarazione circa l'avvenuto o meno allineamento, e a che livello, con l'obiettivo di riduzione delle emissioni di carbonio o con gli obiettivi dell'accordo di Parigi, ai sensi delle norme in materia di informativa per i prodotti finanziari di cui all'art. 9, par. 3, del regolamento (UE) 2019/2088.

Alla Commissione è conferito il potere di adottare un atto delegato conformemente all'art. 49 per individuare, in relazione agli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi, i settori da escludere in quanto privi di obiettivi sostenibili misurabili.

2.2.6. Il regolamento (UE) 2020/852: la tassonomia dei prodotti

Nell'ottica del riorientamento dei flussi di capitale privato, l'informativa che viene fornita al risparmiatore finale assume un ruolo di fondamentale importanza, la quale però risulta imprescindibile dallo sviluppo di un sistema di riconoscimento del grado di sostenibilità dei diversi investimenti. Il Regolamento (UE) 2020/852 adottato nel giugno 2020 assieme agli atti da questo emendati, ossia il Regolamento (UE) 2019/2088 e il Regolamento (UE) 2019/2089, costituisce il quadro europeo di riferimento per l'informativa di sostenibilità.

L'importanza di questo regolamento trascende il mero inquadramento dei prodotti finanziari e mira a garantire l'uniformità del grado di sostenibilità dell'investimento attraverso i diversi Paesi europei, prevenendo l'insorgere di barriere da parte degli investitori nei confronti dei prodotti "verdi" a causa del possibile rischio di *greenwashing*. Il legislatore sembra quindi volere garantire la continuazione del sistema fiduciario sempre esistito, anche in questa delicata fase di transizione, ed alleviare il risparmiatore dal gravoso obbligo di *due diligence*, qualora fosse interessato a tale ambito.

Oltre a determinare i criteri per classificare le attività finanziarie, il regolamento integra la cornice informativa prevista dal Regolamento 2019/2088. L'ambito di applicazione riguarda i partecipanti ai mercati finanziari che mettono a disposizione prodotti finanziari, le imprese soggette all'obbligo di redigere la dichiarazione di carattere non finanziario ai sensi degli artt. 19 *bis* e 29 *bis* della direttiva 2013/34/UE e le misure adottate dai singoli Stati membri.¹¹⁸

La tassonomia è ancorata a sei specifici obiettivi ambientali elencati all'art. 9, i quali costituiscono i *benchmarks* in base ai quali un'attività economica può essere qualificata sostenibile e sono: «a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.». ¹¹⁹

Al 34° *considerando*, viene previsto che per ciascun obiettivo ambientale siano stabiliti criteri uniformi per determinare se un'attività economica fornisca un contributo sostanziale per il raggiungimento dello stesso, tra i quali vi dovrebbe essere anche la generale previsione di non nuocere alla complessiva finalità del regolamento. In tal modo si eviterebbe che investimenti, le cui correlate attività economiche danneggiano l'ambiente in misura maggiore rispetto al loro contributo ambientale, fossero considerati ecosostenibili. Tali criteri dovrebbero considerare, oltre all'impatto ambientale dell'attività economica, il ciclo di vita dei prodotti e dei servizi forniti dall'attività stessa. All'art. 3 si evince che un'attività per essere definita ecosostenibile, oltre a contribuire ad uno dei precedenti obiettivi, deve simultaneamente presentare tre criteri. Innanzitutto, non deve ostacolare il raggiungimento degli obiettivi di cui all'art. 9, deve presentare le garanzie minime di salvaguardia, come indicato dall'art. 18 e, infine, deve essere compatibile con i criteri di vaglio tecnico previsti dalla Commissione.

Un'attività economica può essere ritenuta coinvolta nella mitigazione del cambiamento climatico qualora contribuisca alla stabilizzazione della presenza dei gas ad effetto serra nell'atmosfera¹²⁰, ad un livello per cui previene l'interferenza antropogenica coerentemente con gli obiettivi stabiliti dall'accordo di Parigi. Tale obiettivo può essere

¹¹⁸ Art. 1, co. 2, regolamento (EU) 2020/852.

¹¹⁹ Art. 9 regolamento (EU) 2020/852.

¹²⁰ Art. 10 regolamento (EU) 2020/852.

raggiunto mediante la riduzione di emissioni, grazie all'utilizzo di energia proveniente da fonti rinnovabili, o lo sviluppo di tecnologie attive nella rimozione delle stesse. Nell'elencare i criteri tecnici per il raggiungimento di questo obiettivo, la Commissione prende in considerazione il particolare periodo di transizione e riconosce l'attuale mancanza di validi sostituti tecnologicamente ed economicamente praticabili. Pertanto, oltre alle attività abilitanti, ossia che recano un contributo sostanziale agli obiettivi, vengono definite, al 41° *considerando*, le attività di transizione ossia quelle attività il cui contributo è inferiore alla media ma che seguono un percorso finalizzato alla neutralità climatica.

Per il contributo sostanziale all'adattamento al cambiamento climatico vengono previste due differenti alternative. La prima riguarda l'utilizzo di soluzioni volte a ridurre gli eventuali possibili impatti negativi del cambiamento climatico sulle attività economiche, mentre la seconda riguarda la riduzione o la prevenzione che tali impatti si manifestino.¹²¹

Un'attività economica contribuisce sostanzialmente all'utilizzo sostenibile e alla protezione delle acque e delle risorse marine quando è coinvolta nel mantenimento di un buono stato¹²² degli esseri presenti in acqua, ne previene il deterioramento oppure permette il raggiungimento di un buono stato ambientale delle acque marine o previene il deterioramento di queste ultime. Tali risultati possono essere raggiunti in quattro modalità: evitando il riversamento delle acque industriali in natura, proteggendo la salute umana da eventuali contaminazioni dell'acqua, migliorando la gestione delle risorse idriche e assicurando l'uso sostenibile dei servizi marittimi.¹²³

Il coinvolgimento nella transizione verso un'economia circolare può essere declinato in molteplici attività, ma elemento comune deve essere l'incremento del riutilizzo e del riciclaggio dei rifiuti tramite l'impiego di particolari materie prime o processi produttivi.¹²⁴

Al fine di identificare le attività economiche che forniscono un contributo sostanziale alla prevenzione e riduzione dell'inquinamento vengono previsti cinque requisiti: la

¹²¹ Art. 11 regolamento (EU) 2020/852.

¹²² Per le acque in superficie, "buono stato" implica un buono stato ecologico, come definito all'art. 2 comma 22 della Direttiva 2000/60/EC; per i fondali, "buono stato" implica una buona composizione chimica, come previsto dall'art. 2, co. 24, della Direttiva 2000/60/EC.

¹²³ Art. 12 regolamento (EU) 2020/852.

¹²⁴ 28° *considerando* e art. 13 regolamento (EU) 2020/852.

prevenzione o riduzione di emissioni di anidride carbonica nell'atmosfera, il miglioramento della qualità dell'aria, la prevenzione di conseguenti malattie, la raccolta di rifiuti dispersi e il sostegno ad una delle precedenti attività.¹²⁵

Infine, per ciò che concerne la protezione dell'ecosistema e della biodiversità, le attività riconosciute sono la tutela della flora e della fauna, uso sostenibile del territorio e l'utilizzo di pratiche zootecniche e agricole sostenibili e uno sfruttamento responsabile delle foreste.¹²⁶

Al fine di determinare qualora una attività economica possa essere qualificata come sostenibile, la Commissione deve adottare dei criteri di vaglio tecnico¹²⁷, coerenti con gli artt. 10, 11, 12, 13, 14 e 15 recanti gli obiettivi ambientali. Tali criteri devono individuare i principali contributi potenziali a favore di un determinato obiettivo ambientale. Inoltre, essi specificano le prescrizioni minime, sono quantitativi o al limite qualitativi, fanno riferimento ai sistemi di etichettatura e di certificazione dell'Unione europea, si basano su prove scientifiche, utilizzano gli indicatori di sostenibilità di cui all'art. 4 del regolamento (UE) 2019/2088, tengono conto del ciclo di vita di un prodotto, della dimensione dell'attività economica nonché della natura indicando se questa sia un'attività abilitante o di transizione e del potenziale impatto sul mercato. Tali criteri devono essere chiari e di facile applicazione in modo da agevolare l'utilizzo aiutando i partecipanti al mercato a valutare adeguatamente la sostenibilità di un'attività economica.

Agli artt. 5, 6 e 7 del regolamento viene ribadita la necessità di trasparenza nelle informazioni precontrattuali e nelle relazioni periodiche, rispettivamente, degli investimenti ecosostenibili, dei prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali e in generale dei prodotti finanziari. In particolare, per gli investimenti ecosostenibili, le informazioni da comunicare devono comprendere le informazioni sull'obiettivo di cui all'art. 9 a cui contribuisce, e una descrizione circa la modalità e la misura con cui gli investimenti sottostanti il prodotto finanziario si riferiscono ad attività economiche considerate ecosostenibili. Per i prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali, si prevede che, oltre alle informazioni di cui all'art. 6 del

¹²⁵ Art. 12 regolamento (EU) 2020/852.

¹²⁶ Art. 15 regolamento (EU) 2020/852.

¹²⁷ I criteri di vaglio tecnico sono stati approvati tramite un atto delegato pubblicato dalla Commissione europea nell'aprile 2021 (*taxonomy-regulation-delegated-act-2021-2800_en.pdf (europa.eu)*), il quale è stato adottato ufficialmente il 4 giugno 2021 a seguito della conversione in tutte le lingue ufficiali dell'Unione europea.

regolamento 2019/2088, sia aggiunta la seguente dichiarazione *«il principio non arrecare un danno significativo si applica solo agli investimenti sottostanti il prodotto finanziario che tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili. Gli investimenti sottostanti la parte restante del presente prodotto finanziario non tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili.»*. Infine, le informazioni per gli altri prodotti finanziari, ossia non soggetti all'art. 8, par. 1, o all'art. 9 del regolamento 2019/20188 devono essere completate con la seguente affermazione: *«gli investimenti sottostanti il presente prodotto finanziario non tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili.»*.

All'art. 8 del regolamento vengono incrementati i doveri informativi in capo alle imprese soggette all'obbligo di pubblicare informazioni di carattere non finanziario ai sensi degli artt. 19 *bis* e 29 *bis* della direttiva 2013/34/UE, prevedendo l'inclusione di informazioni circa la misura e la modalità di collegamento con le attività economiche considerate sostenibili ai sensi degli artt. 3 e 9 del regolamento in oggetto. In particolare, tali informazioni devono riguardare la percentuale di fatturato proveniente da attività sostenibili e la quota delle spese relative a processi collegati ad esse. Qualora l'impresa fosse esonerata dalla presentazione dell'informativa non finanziaria, allora le informazioni richieste in tale articolo dovrebbero essere fornite in una relazione distinta. La specificazione delle informazioni da pubblicare, ai sensi del comma 4, verrà fornita successivamente tramite atto delegato.

A seguito della consultazione pubblica, il Parlamento europeo e il Consiglio hanno dato mandato alla Commissione di coinvolgere i portatori di interesse e di basarsi sulla consulenza di esperti nei settori in questione. Il regolamento (UE) 2020/852 impone agli investitori e alle imprese di utilizzare tali criteri nelle loro informative: questi dovrebbero assicurare che le attività economiche di un determinato settore possano essere considerate ecosostenibili e siano trattate in maniera paritaria se contribuiscono a uno o più degli obiettivi ambientali stabiliti nel regolamento. I criteri di vaglio tecnico, inoltre, dovrebbero far emergere la differenza nella capacità di contribuzione agli obiettivi ambientali dei diversi settori, senza svantaggiare determinate attività economiche rispetto ad altre, se, pur appartenendo a differenti settori, contribuiscono nella stessa misura agli obiettivi ambientali.¹²⁸

¹²⁸ 45° considerando regolamento (EU) 2020/852.

Al fine di agevolare l'aggiornamento dei criteri di vaglio tecnico, la Commissione all'art. 20 del regolamento istituisce una piattaforma per la finanza sostenibile, la quale fornisce consulenza alla stessa Commissione e analizza le richieste provenienti dai portatori di interesse, nonché le future iniziative alle quali i criteri potranno essere applicati.

Nel processo di revisione dei criteri, entro il 31 luglio 2022 e successivamente ogni tre anni¹²⁹, la Commissione dovrebbe valutare qualora questi risultassero nell'impedimento a svolgere alcune attività. Inoltre, dovrebbero essere presi in considerazione il regolamento 1221/2009 del Parlamento europeo sull'adesione volontaria delle organizzazioni a un sistema comunitario di ecogestione e *audit*¹³⁰, il Regolamento 66/2010 del Parlamento europeo e del consiglio relativo al marchio di qualità ecologica dell'Unione europea e la Raccomandazione 2013/179 EU sull'utilizzo di metodi comuni per misurare e comunicare le prestazioni ambientali dei prodotti durante il loro ciclo di vita¹³¹. Infine, d'obbligo risulta essere un'analisi della consistenza di tali criteri con dati statistici, riguardanti l'impatto ambientale di determinati agenti, nonché la valutazione del processo di innovazione tecnologica.

2.2.6.1. *Le criticità*¹³²

Pur essendo il regolamento di grande spessore e importanza per il raggiungimento degli obiettivi ambientali stabiliti dall'Unione Europea, molte sono le perplessità che esso solleva.¹³³ In modo particolare, l'attuale dipendenza dalle fonti energetiche non rinnovabili e la scarsa convenienza di quelle rinnovabili rende improbabile l'inclusione di strumenti finanziari relativi a compagnie energetiche nell'elenco degli enti sostenibili. Pertanto, è sorto il timore che un'attività non considerata verde ai sensi dell'atto delegato

¹²⁹ Art. 26 regolamento (EU) 2020/852.

¹³⁰ Regolamento (CE) n. 1221/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 sull'adesione volontaria delle organizzazioni a un sistema comunitario di ecogestione e audit (EMAS), che abroga il regolamento (CE) n. 761/2001 e le decisioni della Commissione 2001/681/CE e 2006/193/CE.

¹³¹ Raccomandazione della Commissione, del 9 aprile 2013, relativa a relativa all'uso di metodologie comuni per misurare e comunicare le prestazioni ambientali nel corso del ciclo di vita dei prodotti e delle organizzazioni.

¹³² Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni, tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il *Green Deal* europeo, aprile, 2021.

¹³³ COMMISSIONE EUROPEA, *Finanza sostenibile - sistema di classificazione dell'UE per gli investimenti verdi*, in (*europa.eu*), 2021.

relativo agli aspetti climatici della tassonomia dell'UE rischi di essere percepita come non sostenibile, con possibili conseguenze in termini di accesso ai finanziamenti per tali attività.

Altra criticità riguarderebbe l'ambizione e l'utilizzabilità dei criteri. A seguito della consultazione pubblica è emersa una polarizzazione dei consensi. Alcuni hanno valutato positivamente il livello di ambizione dei criteri, auspicandone un successivo irrigidimento, mentre altri ne hanno criticato l'eccessiva difficoltà.

Se molti portatori di interesse hanno apprezzato il livello di ambizione dei criteri o ne auspicano persino un innalzamento, altri lo ritengono invece elevato e hanno suggerito miglioramenti per l'utilizzabilità dei criteri. Inoltre, alcuni portatori di interesse ritengono troppo ristretto l'ambito delle attività contemplate dai criteri e criticano la natura binaria della tassonomia dell'UE temendo che non fornisca ai mercati le adeguate indicazioni su come trattare le attività che non soddisfano i criteri stabiliti nell'atto delegato relativo agli aspetti climatici della tassonomia dell'UE, o che addirittura non sono contemplate.¹³⁴

2.2.6.2. Gli emendamenti introdotti dal regolamento (UE) 2020/852 nel regolamento (UE) 2019/2088

Al fine di garantire una maggiore coerenza tra il regolamento 2020/852 e il regolamento 2019/2088, atti legislativi fondamentali e garanti della trasparenza informativa in materia di sostenibilità, il primo ha introdotto degli emendamenti all'interno del secondo.

In particolare, l'art. 25 del regolamento 2020/852 ha introdotto l'art. 2-bis nel regolamento 2019/2088, il quale sancisce il principio "di non causare danni significativi". La Commissione europea nel febbraio 2021 ha provveduto a fornire orientamenti tecnici sull'applicazione di tale principio. Questi ultimi sono coerenti con le metodologie e i contenuti degli indici di sostenibilità e soprattutto compatibili con il pilastro europeo dei diritti sociali¹³⁵.

¹³⁴ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni, tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il *Green Deal* europeo, aprile, 2021.

¹³⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Finanza sostenibile - sistema di classificazione dell'UE per gli investimenti verdi*, in (*europa.eu*), 2021, p. 4.

¹³⁵ L'*European Pillar of Social Rights* (EPSR) è un principio introdotto dalla Commissione europea nel 2017 per rafforzare il ruolo della dimensione sociale all'interno delle politiche e regolamentazioni europee.

Al punto due dell'art. 25 le Autorità di Vigilanza europea (AEV) vengono invitate ad elaborare delle norme tecniche di regolamentazione per specificare i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni da comunicare, tenendo in considerazione le diverse tipologie di prodotti finanziari, le loro caratteristiche nonché le loro differenze, come pure l'obiettivo di perseguire un'informativa accurata, equa, chiara, non fuorviante, semplice e concisa e, se necessario per conseguire tale obiettivo, elaborano progetti di modifica delle norme tecniche di regolamentazione. I criteri di rendicontazione sostenibile devono essere presentati alla Commissione entro il 1° giugno 2022.

Al 22° *considerando* del regolamento 2020/852 viene fatta una raccomandazione generale, la quale integra e specifica i precedenti obblighi informativi ai sensi del regolamento 2019/2088 a carico delle grandi società. La Commissione invita queste ultime a presentare tra gli indicatori di prestazione legata al clima «*le informazioni relative alla quota del fatturato, delle spese in conto capitale o delle spese operative associate ad attività economiche ecosostenibili, nonché gli indicatori fondamentali di prestazione adattati alle grandi società finanziarie sono utili agli investitori che sono interessati a società i cui prodotti e servizi contribuiscano in modo sostanziale a uno degli obiettivi ambientali*»¹³⁶ del regolamento stesso. A tal fine, si è ritenuto opportuno imporre alle grandi società la pubblicazione annuale di tali indicatori fondamentali di prestazione e definire ulteriormente tale requisito mediante atti delegati, in particolare per quanto riguarda le grandi società finanziarie. Sarebbe invece eccessivamente oneroso estendere tale obbligo alle società più piccole, che però possono decidere di pubblicare tali informazioni su base volontaria.¹³⁷

2.2.7. La Corporate Sustainability Reporting Directive

A seguito del processo di revisione della direttiva 2014/95, la proposta di *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) mira a stabilire norme comuni in materia di informativa societaria, introducendo la comunicazione, coerente e comparabile, di dati e informazioni relativi alla sostenibilità. L'armonizzazione delle regole di rendicontazione sulla sostenibilità non solo contribuirebbe ad accrescere la trasparenza nei confronti degli

¹³⁶ 22° *considerando* regolamento (EU) 2020/852.

¹³⁷ 22° *considerando* regolamento (EU) 2020/852.

investitori e dei diversi *stakeholders*, ma permetterebbe anche di garantire il coordinamento con gli obblighi di trasparenza sulla finanza sostenibile che, a partire dal marzo 2021, gravano sui partecipanti al mercato finanziario e sui consulenti finanziari. In particolare, per ciò che concerne il ruolo delle banche è stato evidenziato come queste abbiano un doppio ruolo in quanto, da un lato, obbligate dalla direttiva a fornire informazioni in tema di sostenibilità e, dall'altro, fruitrici di quelle contenute nelle dichiarazioni non finanziarie degli altri soggetti obbligati.

Tale intervento, unitamente alle altre proposte della Commissione circa le modifiche alla *Accounting Directive*, alla *Transparency Directive*, alla *Audit Directive* e alla relativa *Audit Regulation*, risponde alle criticità emerse dall'applicazione dell'attuale sistema di rendicontazione delle informazioni non finanziarie. Dalla prima consultazione pubblica tenutasi nel 2018, come previsto dall'art. 3 della direttiva stessa, le pratiche di comunicazione in materia di sostenibilità non sono risultate in grado di rispondere alla crescente domanda, qualitativa e quantitativa, di dati e informazioni avanzata dei partecipanti al mercato.

Inoltre, la CSRD mira a soddisfare gli obblighi di trasparenza in materia di finanza sostenibile previsti dal Regolamento (EU) n. 2019/2088 e dal Regolamento (EU) n. 2020/852: l'art. 8 del regolamento (EU) 2020/852 stabilisce che le imprese tenute alla comunicazione delle informazioni non finanziarie comunichino indicatori specifici relativi alla misura in cui le loro attività sono sostenibili ai sensi della tassonomia dell'UE.

La proposta di direttiva si inserisce all'interno di un progetto di riforma che comprende un atto delegato relativo agli aspetti climatici della tassonomia dell'UE e sei atti delegati modificativi dei doveri fiduciari e di consulenza in materia di investimenti e assicurazioni. Il progetto è frutto delle iniziative legate al *Green Deal* europeo, alle cui finalità la proposta di direttiva impegnerà le imprese incluse nel suo ambito di applicazione a comunicare informazioni sull'impatto del loro modello e della loro strategia aziendale per la transizione verso un'economia sostenibile e climaticamente neutra.

Le informazioni sulla sostenibilità dovranno essere incluse nella relazione sulla gestione, eliminando l'attuale possibilità per gli Stati membri di consentire alle società di pubblicare le informazioni richieste in una relazione separata. Tale disposizione mira a favorire l'integrazione e l'accessibilità delle informazioni, oltre a sottolineare la responsabilità

della direzione e del consiglio di amministrazione per la redazione del rapporto sulla sostenibilità, della relazione sulla gestione e del rapporto finanziario.

Nello specifico, la Commissione suggerisce di estendere l'ambito di applicazione soggettivo della direttiva 2014/95/UE. Vengono incluse tutte le grandi società e tutte le società quotate sui mercati regolamentati dall'UE, comprese le piccole e medie imprese quotate, le società extra-UE che sono quotate sui mercati regolamentati dell'UE e le filiali UE di società non UE, ad eccezione delle microimprese quotate e delle piccole e medie imprese non quotate. Soggette all'obbligo di rendicontazione sarebbero circa 49.000 società, rispetto alle attuali 11.600 entità che rientrano nell'ambito della NFRD.

Gli emendamenti proposti eliminano la soglia dei 500 dipendenti, estendendo l'ambito di applicazione dell'obbligo di rendicontazione non finanziaria alle grandi imprese non quotate e, indipendentemente dalla loro forma giuridica, alle imprese di assicurazione¹³⁸ e agli enti creditizi¹³⁹.

La proposta, inoltre, prevede la possibilità per le società controllate di non pubblicare il *report* di sostenibilità nella loro relazione sulla gestione, qualora quello inserito nella relazione sulla gestione della capogruppo sia coerente con gli *standard* europei (o, per le controllate con una capogruppo extra-UE, a standard considerati equivalenti dalla Commissione europea), includa informazioni relative alla controllata, e sia disponibile nel momento in cui quest'ultima pubblica la sua relazione sulla gestione.

Al fine di rendere più dettagliata la rendicontazione non finanziaria e includervi le informazioni relative alla sostenibilità, i nuovi soggetti sottoposti all'obbligo dovranno comunicare gli impatti dell'impresa sulle questioni di sostenibilità, ovvero con riferimento ai fattori ESG.

In particolare, la CSRD introduce all'interno dell'attuale art. 19-*bis* della Direttiva 2013/34/UE una novità secondo la quale nella relazione di gestione dovranno essere comprese anche «*le informazioni necessarie per comprendere l'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità e le informazioni necessarie per comprendere in che modo*

¹³⁸ Art. 2, par. 1, direttiva 91/674/CEE.

¹³⁹ Art. 4, par. 1, punto 1, regolamento (EU) n. 575/2013.

le questioni relative alla sostenibilità influiscono sullo sviluppo, le prestazioni e la posizione dell'impresa», prevedendo, inoltre, che il processo di rendicontazione tenga conto degli orizzonti a breve, medio e lungo termine, in coerenza con l'iniziativa europea 2020 sul governo societario sostenibile di incoraggiare le imprese e i loro amministratori ad allontanarsi dal processo decisionale a breve termine in favore di una visione a lungo termine.

Infine, si prevede l'adozione di standard obbligatori di rendicontazione, sviluppati a partire dalle indicazioni fornite dall'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG). Prima dell'adozione, la Commissione europea dovrà consultarsi con varie istituzioni dell'UE, tra cui l'ESMA e altri organi di vigilanza europei, il gruppo di esperti degli Stati membri sulla finanza sostenibile, la piattaforma della finanza sostenibile, il Consiglio e il Parlamento europeo. Al fine di garantire la comparabilità e l'affidabilità delle informazioni è richiesto che queste siano redatte in un unico formato elettronico, concorrendo all'attuazione del Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati di capitali, nell'ambito del quale sarà creata una piattaforma di accesso digitale per la pubblicazione delle informazioni finanziarie e di sostenibilità delle imprese.

La definizione di una metodologia comune di rendicontazione da adottare a livello comunitario assicurerebbe un allineamento al quadro regolamentare dell'Unione europea in ambito ESG e, in particolare, sarebbe espressione dell'impegno dell'UE nella costruzione di un sistema finanziario sostenibile, che possa contribuire in maniera significativa alla transazione verso la neutralità climatica auspicata nella strategia *Green Deal*.

Per ciò che concerne le informazioni contenute, queste devono essere scelte prendendo in considerazione la "doppia materialità": dovranno essere pubblicate le informazioni necessarie per una comprensione dell'impatto dei fattori di sostenibilità sullo sviluppo, la *performance* e la posizione commerciale dell'impresa, ma anche quelle necessarie per una comprensione dell'impatto delle attività dell'impresa sulla società e sull'ambiente.

Gli stati membri dell'UE devono recepire la CSRD, la quale non è ancora passata al vaglio del Parlamento europeo, entro il 1° dicembre 2022 e le sue disposizioni devono essere applicate a partire dall'esercizio contabile 2023, ossia per i report che saranno pubblicati

nel 2024. I requisiti per le piccole e medie imprese (PMI) quotate dovranno essere applicati a partire dagli esercizi finanziari dal 1° gennaio 2026.

LA VIGILANZA

SOMMARIO: 3.1. Introduzione. – 3.2. Il terzo Pilastro di Basilea. – 3.3. I rischi ESG per gli intermediari finanziari. - 3.3.1. I rischi ambientali (E). – 3.3.2. I rischi sociali (S). - 3.3.3. I rischi di *governance* (G). - 3.4. La vigilanza prudenziale. – 3.5. La guida della BCE sulla gestione dei rischi climatici e ambientali. - 3.6. L'introduzione del rischio climatico nello *stress test*. - 3.7. Mancanza di informazioni e principio di precauzione.

3.1. Introduzione

La perfetta circolazione di informazioni in materia di sostenibilità non è ancora stata raggiunta, nonostante l'introduzione di regole giuridicamente vincolanti. La trasparenza, e quindi la tutela dei fruitori dei servizi finanziari, pur essendo tra le finalità della vigilanza, è vista dal legislatore come un mezzo per conseguire le altre finalità¹⁴⁰. Il mercato ideale è quello in cui vi è la piena comparabilità e comprensibilità dei prodotti e degli istituti, realizzata mediante una chiara e perfetta circolazione delle informazioni. La possibilità di compiere scelte ponderate e consapevoli incrementa la fiducia dei singoli nel mercato e un certo livello di concorrenzialità garantisce l'efficienza dell'allocazione delle risorse economiche. È necessario, però, considerare il costo dell'informazione: l'obbligo di produrre un'informativa adeguata a carico di solo una delle parti del contratto potrebbe infatti risultare ingiustificato e soprattutto a svantaggio della parte meno diligente o meno in grado di reperire informazioni. All'interno del mercato finanziario, in cui solo gli operatori professionali hanno le conoscenze e le risorse per un'adeguata comprensione, l'imposizione dell'obbligo informativo a carico del contraente "forte" appare corretta, considerato il sistematico svantaggio informativo. La normativa di trasparenza è quindi promotrice di dinamiche concorrenziali. A prescindere dalla concreta finalità perseguita, la disciplina della trasparenza, in questo contesto, in materia di sostenibilità afferisce alla sfera decisionale del singolo e pertanto è garante del buon funzionamento del mercato. Si rende quindi necessaria una vigilanza unificata in materia, al fine di proteggere, a seconda dei casi, il cliente, risparmiatore o consumatore, per tale

¹⁴⁰ Si pensi, ad esempio, alla mancata enunciazione della trasparenza tra le finalità di vigilanza di cui all'art. 5 del Testo unico bancario.

intendendo non un soggetto debole, bensì un operatore che si pone in un rapporto di tendenziale parità con l'operatore professionale. In particolar modo, l'adeguata comunicazione dell'informativa climatica transita attraverso la corretta inclusione dei rischi climatici nel processo di *risk management*.

Come evidenziato in precedenza, la normativa vigente non prevede ancora un sistema di vigilanza unificato e coerente, bensì la verifica dell'adempimento degli enti finanziari all'informativa di sostenibilità è di competenza nazionale. L'adempimento degli enti finanziari a quanto previsto dalla cornice legislativa delineata in materia di sostenibilità, richiede, però, la comprensione e l'analisi dei fattori e dei rischi ESG. Nello scenario attuale risulta assente la definizione di questi ultimi, i quali vengono solamente illustrati dall'Autorità bancaria europea.

3.2. Il terzo Pilastro di Basilea

Fra le cause della crisi economico-finanziaria del 2008 il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (di seguito Comitato) ha individuato la lacunosità delle comunicazioni alla clientela¹⁴¹ ad opera degli intermediari finanziari. A seguito di un attento esame delle principali procedure informative, il Comitato ha sottoposto ad un processo di revisione i criteri previsti dal terzo Pilastro¹⁴² di Basilea riguardanti le esposizioni a cartolarizzazioni e la sponsorizzazione di veicoli fuori bilancio. Inoltre, dall'analisi compiuta, sono emerse ulteriori criticità legate alle informazioni circa le singole componenti patrimoniali, le quali hanno reso complessa la loro valutazione, nonché la possibilità di effettuare confronti.

Al fine di migliorare la trasparenza e la disciplina di mercato, il Comitato ha richiesto alle banche di rendere pubbliche tutte le componenti della base patrimoniale, le deduzioni

¹⁴¹ COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *La risposta del Comitato di Basilea alla crisi finanziaria: rapporto al G20*, ottobre, 2010.

¹⁴² Tale pilastro è stato recepito all'interno dell'Unione Europea mediante il regolamento (EU) 575/2013 (CRR), il quale ha esteso l'applicazione non solo agli enti creditizi, ma anche alle imprese di investimento, e la direttiva a Direttiva 2013/36/EU (CRD IV). Quest'ultima regola l'accesso all'attività degli enti creditizi e la vigilanza prudenziale: l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, di libertà di stabilimento e libera prestazione dei servizi, di cooperazione fra Autorità di Vigilanza, il processo di controllo prudenziale, le metodologie per la determinazione delle riserve di capitale (*buffer*), disciplina delle sanzioni amministrative, regole su governo societario e remunerazioni. La direttiva CRD IV modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE. Il regolamento 575/2013, invece, modifica il precedente regolamento UE n. 648/2012 e definisce le norme in materia di fondi propri, requisiti patrimoniali minimi, rischio di liquidità, leverage e informativa al pubblico.

applicate e un riscontro completo di conformità con i conti finanziari. Tuttavia, le modifiche apportate al terzo Pilastro nel 2009 da parte del Comitato non sono risultate idonee a garantire una maggiore trasparenza ai fini della disciplina di mercato: gli ulteriori obblighi di *disclosure* non hanno facilitato l'identificazione dei rischi materiali e non hanno fornito informazioni sufficienti e comparabili tali da consentire agli *stakeholders* di valutare l'adeguatezza patrimoniale degli enti.

A tal proposito il Comitato ha rivisto i requisiti di informativa del *Pillar 3* nel documento risalente al 2015 intitolato *Revised Pillar 3 disclosure requirements*¹⁴³, all'interno del quale sono stati presentati cinque principi da utilizzare nella predisposizione delle comunicazioni, in modo da garantire trasparenza nella rappresentazione della situazione economico-patrimoniale, nonché dei maggiori rischi a cui l'ente finanziario sarebbe sottoposto.

Innanzitutto, viene stabilito che le informazioni devono essere chiare, ossia devono essere presentate in forma comprensibile per i fruitori delle stesse, quali investitori, analisti e clienti finanziari, e devono essere rese disponibili su un supporto facilmente fruibile. Inoltre, gli argomenti maggiormente complessi devono essere opportunamente trattati con un linguaggio accessibile e mediante le definizioni dei termini fondamentali.

In secondo luogo, si prevede che le informazioni comunicate agli *stakeholders* descrivano le attività principali dell'ente, con un livello di dettaglio proporzionale alla significatività dello stesso, i rischi significativi a cui è esposto, i processi e le procedure per l'identificazione, la misurazione e la gestione di tali rischi.

Il terzo principio sancisce la significatività per i destinatari finali delle informazioni fornite, in quanto un eccesso di informazioni confonderebbe gli utilizzatori, rischiando di creare effetti indesiderati sul mercato.

Il quarto principio, invece, prevede che le informazioni vengano fornite con tempistiche ragionevoli per consentire ai principali *stakeholders* di identificare le tendenze del profilo di rischio di un ente finanziario in tutti gli aspetti significativi della propria attività.

Infine, viene introdotto il principio di comparabilità: il livello di dettaglio e lo schema di presentazione delle informazioni devono consentire alle principali parti interessate di

¹⁴³ BIS, *Revised Pillar 3 disclosure requirements*, in *Revised Pillar 3 disclosure requirements (bis.org)*, 2015.

effettuare confronti significativi fra le attività, le metriche prudenziali, i rischi e la loro gestione di differenti intermediari finanziari di giurisdizioni diverse.

Una volta delineati i principi guida ai quali gli enti finanziari devono ispirarsi per poter essere in grado di formulare una corretta e comprensibile relazione, il Comitato ha introdotto dei modelli armonizzati finalizzati alla stesura della relazione del Terzo Pilastro. Tuttavia, l'Autorità di Vigilanza ha cercato di trovare un equilibrio fra l'uso di modelli obbligatori, che promuovono la coerenza delle relazioni e la comparabilità, e la necessità di consentire al *management* un grado di flessibilità finalizzato a fornire indicazioni sul profilo di rischio specifico di un ente.

A fine marzo 2017, il Comitato ha pubblicato il *Pillar 3 disclosure requirements - consolidated and enhanced framework*¹⁴⁴, un documento che costituisce la seconda fase della revisione del quadro normativo di riferimento, avviata con il citato documento del gennaio 2015. Questa fase è volta a consolidare i requisiti precedentemente introdotti e inserisce all'interno della disciplina degli indicatori rappresentativi e trasversali delle principali dimensioni di natura prudenziale, per supportare il mercato nell'analisi dei dati, rendendoli tra loro maggiormente equiparabili.

La terza fase dell'*iter* di revisione avviata dal Comitato è terminata, a seguito della pubblica consultazione intrapresa nel mese di febbraio e conclusasi a maggio 2019, con la pubblicazione della versione finale del documento¹⁴⁵, il quale ha posto l'obiettivo di costituire un *framework* di riferimento unico in tema di informativa, nell'ottica di armonizzare la disciplina di mercato. A seguito della revisione, gli ambiti di riferimento sono i seguenti:

1. revisioni e integrazioni al quadro regolamentare di *Pillar 3*, con l'inclusione di modifiche agli obblighi di comunicazione per il rischio di credito, il rischio operativo, il *leverage ratio*, l'aggiustamento della valutazione di credito, i modelli di sintesi relativi al *risk management*, la determinazione degli attivi ponderati per il rischio e le principali metriche prudenziali;

¹⁴⁴ BIS, *Standard Pillar 3 disclosure requirements - consolidated and enhanced framework*, in *Pillar 3 disclosure requirements - consolidated and enhanced framework (bis.org)*, 2017.

¹⁴⁵ BIS, *Pillar 3 disclosure requirements – updated framework*, dicembre, 2019.

2. nuovi requisiti sulle attività vincolate, con l'introduzione di una nuova informativa che vincola gli enti a fornire informazioni relativamente sia alle attività vincolate che a quelle non vincolate;
3. nuovi requisiti informativi sui vincoli alla distribuzione del capitale, al fine di fornire agli utilizzatori del *Pillar 3* informazioni relative ai coefficienti patrimoniali, i quali che imporrebbero vincoli, richiesti dagli organi nazionali di vigilanza, sulla distribuzione del capitale.

All'interno del processo di revisione del Pilastro 3, sono state introdotte anche le informazioni che gli enti dovrebbero comunicare in materia di fattori e di rischi ESG. Nell'ultima iniziativa, il *Basel Committee* ha analizzato i rischi fisici e di transizione a cui sono esposti banche e istituti finanziari, indicando le azioni di adattamento dei loro criteri di analisi e *framework* per integrare tali criticità nella gestione ordinaria del rischio finanziario. Nonostante ciò, non è ancora emersa, dall'analisi condotta dal Comitato, una forma di vigilanza prudenziale ai fini della sostenibilità tale per cui vi sia una corretta inclusione dei dati ottenibili mediante l'informativa non finanziaria, pubblicata dagli enti obbligati.

3.3. I rischi ESG per gli intermediari finanziari

I fattori ESG e i rischi ESG devono essere tenuti distinti tra loro. I primi sono caratteristiche ambientali, sociali e di *governance* che possono avere un impatto positivo e negativo sulle *performance* finanziarie. Gli enti finanziari sono direttamente esposti ai fattori ESG, pertanto l'attenzione a questi deve muovere da una strategia di *business* ben definita e, successivamente, deve essere orientata al coinvolgimento di controparti attente alla sostenibilità. Tali fattori, e con particolare attenzione a quello climatico, potrebbero causare un inatteso effetto economico-finanziario sulle *performance* delle controparti finanziarie: mentre i fattori ESG possono avere impatti positivi o negativi, i rischi ESG sono la materializzazione negativa dei fattori ESG.

Tale materializzazione può essere scissa in due sottocategorie¹⁴⁶: la prima di rilevanza finanziaria e che riguarda le attività economiche e finanziarie lungo l'intera catena del valore, sia a monte che a valle, influenzando quindi sul rendimento di tali attività; la seconda

¹⁴⁶ AIFIRM, *L'integrazione dei fattori ESG nella valutazione del rischio di credito*, AIFIRM, Position Paper n. 26, 2021, p.16.

di rilevanza ambientale e sociale, derivante dall'esternalità generata dalle attività economiche e finanziarie tipicamente di maggiore interesse per cittadini, consumatori, dipendenti, organizzazioni della società civile e comunità. Inoltre, l'impatto dei rischi ESG sull'intermediario finanziario è diretto in quanto istituzione direttamente esposta a tali rischi, ma anche attraverso l'esposizione delle controparti a suddetti rischi.

3.3.1 *I rischi ambientali (E)*

I rischi di tipo ambientale, e in particolare quelli associati al cambiamento climatico, sono oggetto di una maggiore standardizzazione nella definizione delle loro componenti principali. È opportuno sottolineare come, mentre i rischi ambientali debbano essere intesi quali rischi finanziari generati dalle esposizioni di un ente verso controparti che possono contribuire o essere influenzate da forme di degrado ambientale, i rischi legati al clima sono i rischi finanziari generati dalle esposizioni di un intermediario finanziario verso controparti che possono contribuire o essere influenzate dai cambiamenti climatici.

147

I rischi ambientali includono quelli climatici, in quanto i primi sarebbero rischi derivanti dall'esposizione degli enti finanziari a controparti che possono essere potenzialmente influenzate da fattori ambientali, compresi i fattori derivanti dal cambiamento climatico e i fattori derivanti da altre forme di degrado ambientale. Nonostante la differenziazione, i due rischi risultano interrelati: il cambiamento climatico è causa e conseguenza del degrado ambientale.

3.3.2 *I rischi sociali (S)*

I rischi sociali, difficili da individuare, possono essere definiti come rischi causati dalle esposizioni verso controparti influenzate negativamente dai fattori sociali.¹⁴⁸ All'interno del Piano d'azione della Commissione europea i fattori sociali risultano essere quelli attinenti a questioni di disuguaglianza, inclusività, rapporti di lavoro, investimenti in capitale umano e nelle comunità. Quindi, i fattori sociali sono legati ai diritti, al benessere

¹⁴⁷PASQUINI, *Climate and Environmental Risk management in Italian banks*, in *Bancaria*, 2020.

¹⁴⁸EBA, *Discussion paper On management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, in www.eba.europa.eu, ottobre, 2020.

e agli interessi delle persone e delle comunità che possono avere un impatto sulle attività delle controparti degli enti.

3.3.3 I rischi di governance (G)

I rischi di *governance* derivano dalle esposizioni di un ente nei confronti di controparti che possono essere influenzate negativamente da fattori di *governance*, per tali intendendo scelte di *governance* delle controparti stesse, compresa l'inclusione dei fattori ESG nelle politiche interne ed esterne. La *governance* svolge un ruolo fondamentale nel garantire l'inclusione delle considerazioni di tipo ambientale e sociale. Il riconoscimento del potenziale impatto dei cambiamenti climatici e ambientali e dei relativi rischi fisici, di transizione e di responsabilità è inteso come un segno di buona gestione e gli organi apicali hanno la responsabilità di promuovere la cultura del rischio climatico e ambientale e di includerla nella strategia a tutti i livelli. Pertanto, le Autorità di Vigilanza ritengono che gli intermediari debbano essere in grado di riconoscere e quantificare l'eventuale impatto dei rischi ESG nel breve e medio-lungo periodo sul modello di *business* e sulla strategia.

3.4. La vigilanza prudenziale

Sebbene non vi sia un'unica definizione in questo contesto, appare opportuno sottolineare come per «finanza sostenibile» l'Autorità Bancaria Europea intenda l'insieme dei meccanismi di mercato che contribuisce al raggiungimento di una crescita forte, sostenibile e bilanciata, attraverso il soddisfacimento diretto e indiretto degli obiettivi dell'Agenda 2030.¹⁴⁹ Tale definizione differisce da quella formulata dalla Commissione europea, in quanto quest'ultima prende in considerazione gli aspetti ambientali e sociali all'interno del processo decisionale senza inserirli in un'ottica macroeconomica.

A seguito del Piano d'azione della Commissione europea, l'ESMA ha pubblicato la sua "Relazione finale sull'integrazione dei rischi e dei fattori di sostenibilità nella MiFID II", trattata nel successivo capitolo, e l'Autorità Bancaria Europea ha implementato una nuova strategia in merito al Pilastro 3, il quale è volto all'incremento dell'efficienza informativa

¹⁴⁹EBA, *Action Plan on Sustainable Finance*, 2019.

delle istituzioni e al rafforzamento della disciplina di mercato mediante l'introduzione di un quadro informativo comparabile e consistente. Inoltre, essa ha inserito tra gli obiettivi principali del proprio mandato lo sviluppo dell'informativa ESG. All'interno della CRD V e del CRR2 sono presenti tre mandati per l'Autorità Bancaria Europea: l'inclusione dei fattori ESG nella attività di supervisione¹⁵⁰, l'informativa riguardante i rischi ESG¹⁵¹ e l'adozione di nuovi requisiti prudenziali¹⁵².

Per ciò che concerne l'inclusione dei rischi ESG nel quadro di vigilanza, l'EBA ha posto in pubblica consultazione un documento con l'obiettivo di valutare da un punto di vista prudenziale i rischi a cui gli enti creditizi e le imprese di investimento risultano essere esposti a causa del potenziale impatto negativo dei fattori ESG sulle loro controparti. Il documento, è stato sviluppato per raccogliere *feedback* dai partecipanti al mercato per l'elaborazione di un rapporto su queste tematiche come da mandato di cui all'art. 98(8) della Direttiva (EU) 2019/878 (CRD V), che prevede la valutazione da parte dell'EBA della potenziale inclusione nella revisione e nella valutazione effettuate dalle autorità competenti dei rischi ambientali, sociali e di *governance*, e dall'art. 35 della Direttiva (EU) 2019/2034 (IFD), che stabilisce l'elaborazione da parte dell'EBA di una relazione in merito all'introduzione di criteri tecnici per le esposizioni relative ad attività che sono sostanzialmente associate a obiettivi ESG 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 ESG. La consultazione è terminata il 3 febbraio 2021 e i *feedback* ricevuti sono stati utilizzati dall'EBA per l'elaborazione del *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, il quale ha illustrato le corrette modalità di inclusione dei rischi ESG nel processo di *risk management*, proponendo l'allungamento dell'orizzonte temporale (dieci anni) per comprendere meglio la resilienza dell'ente vigilato.

In linea con l'aspettativa per cui la considerazione dell'impatto dei fattori ESG sarà incluso in tutti i prodotti finanziari, l'EBA ha inserito dei riferimenti alla sostenibilità nelle linee guida sulla concessione e il monitoraggio dei prestiti¹⁵³, pubblicata nel maggio

¹⁵⁰ Art. 98 CRD V.

¹⁵¹ Art. 434 CRR2 e art. 449 CRR2.

¹⁵² Art. 501c CRR2.

¹⁵³ AUTORITA' BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, maggio 2020.

2020, che hanno iniziato ad essere applicate alla *governance* interna e alle procedure relative ai processi di concessione del credito nonché alla gestione del rischio a partire dal 30 giugno 2021. Tali linee guida sono state pubblicate con un notevole ritardo rispetto a quanto preannunciato, ad evidenza della complessità della questione.

Le istituzioni saranno tenute a includere i fattori ESG nelle loro politiche di gestione del rischio, incluse le politiche e le procedure di gestione del rischio di credito. In relazione a ciò, le banche nello specifico dovranno, *in primis* fornire un elenco di progetti sostenibili e i criteri che l'istituzione medesima prende in considerazione nel giudicare l'idoneità e ammissibilità di tale progetto come parte della sua politica di “*green lending*”. In tale contesto, gli istituti di credito dovranno specificare il processo tramite il quale vengono valutate le modalità con cui i proventi, ottenuti dalla concessione di linee di credito “verdi”, sono propriamente utilizzati, le informazioni sul clima e sull'ambiente inerenti all'attività di *business* delle controparti vengono raccolte e, infine, la conformità del progetto di finanziamento della controparte. L'intermediario, inoltre, deve garantire che la controparte effettui la rendicontazione e il monitoraggio delle risorse destinate a progetti sostenibili, nonché monitorare regolarmente la corretta allocazione degli introiti.

In merito al secondo mandato, nel settembre 2020 l'Autorità Bancaria ha pubblicato il questionario *Survey: Pillar 3 disclosures on ESG risks under Article 449a*¹⁵⁴ CRR, al fine di raccogliere informazioni sulle pratiche attuali delle banche in merito alla divulgazione di informazioni sui rischi ESG, sulle classificazioni e metriche attualmente in uso e sul loro punto di vista in merito a come dovrebbero essere implementate le informative del terzo pilastro e interagire con altri quadri di divulgazione. Il questionario è strutturato in tre sezioni contenenti, domande generali sullo stato attuale dell'informativa ESG, rispettivamente, sull'interazione fra la divulgazione di informazioni ai sensi del Pilastro 3 e le iniziative politiche e sulla futura implementazione dei prossimi obblighi di informativa ai sensi dell'articolo 449a del CRR.

Infine, il terzo mandato si riferisce all'art. 34 del Regolamento (EU) 2019/2033 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo ai requisiti prudenziali delle imprese di investimento e che modifica i regolamenti (EU) n. 1093/2010, (EU) n. 575/2013, (EU) n. 600/2014 e (EU) n. 806/2014, relativo al

¹⁵⁴ Testo integrale del questionario è disponibile on-line: *Questionnaire to banks - P3 disclosures on ESG risks under Article 449a CRR.pdf* (europa.eu)

trattamento prudenziale delle attività esposte ad attività associate ad obiettivi ambientali o sociali. Tale articolo impone all'EBA di valutare, previa consultazione del Comitato europeo per il rischio sistemico, sulla base dei dati disponibili e delle conclusioni del gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile della Commissione, se un trattamento prudenziale dedicato alle attività esposte ad attività sostanzialmente associate ad obiettivi ambientali o sociali, sotto forma di fattori adeguati o di coefficienti applicati a fattori adeguati, sia giustificato da una prospettiva prudenziale. In particolare, l'EBA deve porre al vaglio le opzioni metodologiche per la valutazione delle esposizioni verso attività associate ad obiettivi ambientali o sociali, dei profili di rischio specifici delle attività esposte ad attività associate ad obiettivi ambientali o sociali, dei rischi collegati al deprezzamento delle attività dovuto a modifiche normative, quali la mitigazione dei cambiamenti climatici e, infine, dei potenziali effetti sulla stabilità finanziaria di un trattamento prudenziale dedicato delle attività esposte ad attività associate ad obiettivi ambientali o sociali.

Il gruppo di esperti sulla finanza sostenibile all'interno della sua relazione finale ha contemplato l'adozione di un *green supporting factor* (GSF) volto ad incentivare il finanziamento da parte degli intermediari finanziari di progetti sostenibili in modo da colmare la differenza con i flussi di investimenti "verdi" attesi. L'articolo 501a del CRR ha introdotto tale fattore di sconto in relazione ai prestiti concessi per la creazione di infrastrutture che contribuiscono agli obiettivi ambientali. Tuttavia, ciò ha fatto emergere delle critiche in quanto non ci sarebbe un reale incentivo e potrebbe causare degli squilibri di mercato.¹⁵⁵

Nella valutazione di un trattamento prudenziale del rischio climatico, è stata avanzata la proposta di introdurre un fattore di riduzione dei requisiti minimi patrimoniali denominato *Sustainable Finance Supporting Factor* (SFSF), in quanto relativo ad *assets* meno rischiosi considerato il loro profilo sostenibile. All'interno del regolamento (UE) europeo 2020/852 vi è un riferimento per l'individuazione delle attività economiche che forniscono un contributo rilevante alla mitigazione del cambiamento climatico, e il fattore SFSF si applicherebbe solamente alle esposizioni che presentano contemporaneamente due caratteristiche. La prima, non presente nel precedente *Green*

¹⁵⁵ PASQUINI C., *La gestione del rischio climatico e ambientale nelle banche italiane*, Bancaria, 2020.

*Supporting Factor*¹⁵⁶, prevede che le esposizioni debbano essere connesse alle classi di attività economiche citate nella tassonomia e quindi sia valutata altamente probabile una riduzione del profilo di rischio di credito relativamente alla sostenibilità. Si tratta di *eligible economic activities* individuabili con metodologie *forward looking*. La seconda caratteristica impone che gli *assets* scelti siano connessi ad attività economiche che singolarmente sono conformi agli *screening criteria* e alle previsioni della tassonomia introdotta dal regolamento 2020/852. In base a questa caratteristica gli enti finanziari saranno poi chiamati ad individuare fra i propri portafogli le esposizioni idonee. Fra i portafogli oggetto di analisi vi sono i prestiti al dettaglio e i prestiti *corporate* per efficientamento energetico di edifici commerciali e abitazioni e i prestiti alle piccole e medie imprese finalizzati a progetti sostenibili dal punto di vista ambientale. L'approccio proposto per la valutazione del rischio climatico rappresenta una prima concretizzazione dell'inclusione effettiva di quest'ultimo nelle prassi di vigilanza e, in generale, della sostenibilità nell'attività creditizia delle banche europee.

In risposta all'abbassamento dei requisiti patrimoniali, è stata evidenziata l'opportunità opposta, ossia di inserire un *dirty penalising factor* (DPF) per i settori che contribuiscono maggiormente all'inasprimento climatico, in quanto le esposizioni verdi potrebbero non garantire maggiori benefici.¹⁵⁷ Mentre il DPF potrebbe significare un incremento dei requisiti minimi di capitale per coprire eventuali perdite inaspettate dovute al rischio climatico, requisiti di capitale inferiori potrebbero risultare insufficienti per promuovere cambiamenti strategici fra gli istituti bancari e inconsistenti considerata l'imprevedibilità del fenomeno.¹⁵⁸ L'art. 501c CRR incarica l'EBA di valutare se sia giustificato un trattamento prudenziale delle esposizioni relative ad attività associate con obiettivi di sostenibilità, mantenendo aperta la discussione circa la metodologia più corretta. Pertanto, la tassonomia avanzata, e successivamente emendata, dalla Commissione europea risulta preconditione necessaria per garantire una corretta valutazione delle

¹⁵⁶ HIGH LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy. Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, 2018; DOMBROVSKIS, *Keynote Speech of Vice President Valdis Dombrovskis on Challenges and Impacts of Implementing Basel III*, 2019.

¹⁵⁷ MATIKAINEN, *Green Doesn't Mean Risk-Free: Why We Should Be Cautious About a Green Supporting Factor in the EU*, disponibile on-line *Boosting green investment: Is the EU's 'green supporting factor' too risky?* (*lse.ac.uk*), 2017.

¹⁵⁸ NIETO, *Banks, Climate Risk and Financial Stability*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, n. 27(2), 2017, pp. 243–262.

categorie di investimenti, in modo da valutare correttamente la contribuzione più o meno significativa delle contestuali attività agli obiettivi climatici.

A seguito della *Call for Advice*¹⁵⁹ della Commissione europea alle Autorità di Vigilanza per definire le informazioni che gli enti di pubblico interesse devono comunicare ai partecipanti al mercato, in linea con l'art. 8 del regolamento 2020/852, l'EBA ha risposto nel marzo 2021 proponendo l'introduzione, tra i principali indicatori di *performance*, del *Green Asset Ratio*.¹⁶⁰ Quest'ultimo dovrebbe facilitare la comprensione di come le istituzioni si stanno operando per raggiungere gli obiettivi climatici dell'accordo di Parigi. L'obiettivo del GAR è quello di mostrare la proporzione tra *assets* sostenibili o che contribuiscono sostanzialmente agli obiettivi di mitigazione del cambiamento climatico e quelli che non lo sono. Tale indicatore entrerà in vigore nel gennaio 2022.

Analogamente, ESMA ed EIOPA hanno risposto per i rispettivi ambiti. L'ESMA si è concentrata sulla specificazione ulteriore delle informazioni che le imprese non finanziarie e i gestori patrimoniali devono fornire per rispettare i loro obblighi di comunicazione ai sensi della direttiva sull'informativa non finanziaria. Le raccomandazioni chiave riguardano le definizioni che le imprese non finanziarie devono utilizzare per il calcolo degli indicatori chiave di prestazione (KPI) del fatturato, della spesa di capitale (CapEx) e della spesa operativa (OpEx), e quelli che i gestori patrimoniali dovrebbero divulgare. Inoltre, l'ESMA ha proposto che vengano utilizzati modelli standardizzati per le segnalazioni di cui all'art. 8, al fine di facilitare la comparabilità di tali informazioni e migliorarne l'accessibilità.¹⁶¹ Dall'altra parte, invece, l'EIOPA ha proposto l'inclusione di due ulteriori indicatori: la percentuale dei premi vita allineati con attività comprese nella tassonomia e la percentuale di investimenti in attività sostenibili, ai sensi la tassonomia, in relazione al totale degli investimenti dell'impresa di

¹⁵⁹ EUROPEAN COMMISSION, *Call for advice to the european supervisory authorities on key performance indicators and methodology on the disclosure of how and to what extent the activities of undertakings under the nfrd qualify as environmentally sustainable as per the eu taxonomy*, in www.eba.europa.eu, settembre, 2020.

¹⁶⁰ EBA, *EBA advises the Commission on KPIs for transparency on institutions' environmentally sustainable activities, including a green asset ratio*, in www.eba.europa.eu, marzo 2021.

¹⁶¹ ESMA, *ESMA proposes rules for taxonomy-alignment of non-financial undertakings and asset managers*, in www.esma.europa.eu, marzo 2021.

assicurazione.¹⁶² Tuttavia, queste restano solamente proposte effettuate, a seguito della richiesta di pareri della Commissione europea, e, pertanto, non vincolanti.

L'ESMA, rispetto all'Autorità Bancaria Europea, risulta essere in una fase precedente in relazione allo sviluppo di requisiti prudenziali, i quali si attende vengano sviluppati nel prossimo futuro.

Per ciò che concerne, invece, la vigilanza prudenziale del settore assicurativo, il rischio climatico risultava già presente. Ciò che emerge, è la scarsa consapevolezza in merito all'incremento del suddetto rischio: solamente il 35% dei rischi derivanti dalle catastrofi naturali e dal cambiamento climatico è assicurato.¹⁶³

Risulta, pertanto, assente non solo una vigilanza unica, ma anche uniforme. Una spiegazione potrebbe riguardare il ruolo diverso che gli intermediari ricoprono nella struttura finanziaria dell'euro-zona: il sottosettore bancario risulta essere quello di maggiore importanza, con un totale attività pari a più del 40% del totale.¹⁶⁴

3.5. La guida della BCE sulla gestione dei rischi climatici e ambientali

Tra le raccomandazioni emanate ad aprile 2019 dal *Network for greening the financial system* per promuovere il ruolo delle banche centrali e delle Autorità di Vigilanza nella gestione dei rischi climatici e ambientali, quest'ultime sono state invitate a definire le proprie aspettative. La guida sui rischi climatici e ambientali, emanata in risposta alla raccomandazione del NGFS, rivela le aspettative della Banca centrale europea circa le modalità di gestione e comunicazione dei rischi climatici al pubblico in maniera trasparente.

In conseguenza del sistema di vigilanza prudenziale, le banche sono tenute a individuare, gestire e comunicare al pubblico tutti i rischi rilevanti a cui sono esposte, ma con questa guida la BCE richiede alle banche di tener conto dei rischi climatici e ambientali in quanto fattori determinanti per le categorie di rischi prudenziali esistenti, con un potenziale impatto considerevole sull'economia reale e sulle banche. In particolare, la guida illustra come le banche dovrebbero tenere conto dei rischi climatici e ambientali in relazione ai

¹⁶² EIOPA, *EIOPA advises on insurers' key performance indicators on sustainability for non-financial reporting*, in www.eiopa.europa.eu, marzo 2021.

¹⁶³ EIOPA, *EIOPA further contributes to sustainable finance*, giugno, 2021.

¹⁶⁴ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Valutazione complessiva della struttura e dell'integrazione del sistema finanziario*, 2020.

modelli imprenditoriali e alla strategia aziendale, alla *governance* e alla propensione ai rischi, nonché alla gestione di questi ultimi e infine all'informativa.

La guida non ha natura giuridicamente vincolante, ma spiega come dal punto di vista della BCE i rischi climatici dovrebbero essere integrati nel processo di gestione delle banche, nella cornice legislativa già presente. In linea con l'obiettivo di garantire una maggiore standardizzazione in materia di sostenibilità nel mercato bancario e finanziario, la guida è stata elaborata congiuntamente dalla BCE e dalle autorità nazionali competenti allo scopo di garantire *standard* di vigilanza comuni, prendendo in considerazione i contenuti delle pubblicazioni già elaborate dalle autorità di regolamentazione e vigilanza bancaria, in particolare dalle ANC, dall'ABE e dal *Network for Greening the Financial System* (NGFS). Nella valutazione dell'adeguamento da parte delle banche alle prassi introdotte, sarà utilizzato il principio di proporzionalità, nonostante sia rivolta solamente agli enti significativi sottoposti alla vigilanza della BCE, mentre gli enti meno significativi, poiché molte autorità nazionali hanno provveduto già ad emettere indicazioni in merito ai rischi climatici e ambientali, vengono solamente invitati a tenere in considerazione quanto previsto dalla guida. La BCE ha infatti rilevato come, pur essendo le banche maggiormente consapevoli dei possibili impatti negativi del rischio climatico, siano in uso prassi di gestione e informativa sporadiche ed eterogenee e il tema venga affrontato prevalentemente dal punto di vista della responsabilità sociale di impresa, senza lo sviluppo di un approccio complessivo e lungimirante per la gestione dei rischi.

La BCE auspica che le banche inquadrino i rischi climatici e ambientali nell'ambito di un approccio tempestivo, complessivo e lungimirante. In particolare, si attende di riscontrare progressi nella gestione dei rischi e nell'informativa, chiarendo le aspettative di vigilanza.

La vigilanza bancaria della BCE è stata incaricata di valutare in vari ambiti come integrare i rischi ambientali, sociali e di *governance* nei tre pilastri della vigilanza prudenziale.

La guida è suddivisa in sette paragrafi e le aspettative della BCE in merito alla gestione e all'informativa dei rischi climatici e ambientali sono suddivise in aspettative di vigilanza relative ai modelli imprenditoriali e alla strategia aziendale (4); aspettative di vigilanza relative alla *governance* e alla propensione al rischio (5); aspettative di vigilanza relative alla gestione dei rischi (6) e aspettative di vigilanza relative all'informativa (7).

La guida si applica a partire dalla sua pubblicazione, quindi novembre 2020, e dall'inizio del 2021 è stato aperto un confronto con gli enti sottoposti alla guida per valutare eventuali discrepanze tra le indicazioni fornite e la prassi.

Nonostante i doveri in materia di informativa siano già stati definiti dalla Commissione europea, i risultati dello studio pilota condotto dall'EBA ha dimostrato come questi non siano rispettati. Pertanto, all'interno della guida, la Banca centrale europea invita gli enti a pubblicare informazioni significative e metriche fondamentali per i rischi climatici.

3.6. L'introduzione del rischio climatico nello *stress test*

La situazione delineata, purtroppo, non permette di esprimersi favorevolmente in quanto caratterizzata, nonostante l'entrata in vigore dei regolamenti presentati, da un elevato grado di provvisorietà. Infatti, la *Bank for International Settlements* (BIS) ha evidenziato come nel tentativo di adattamento dei tradizionali *stress test* ai rischi climatici, possono insorgere le seguenti difficoltà: la disponibilità e l'affidabilità dei dati, l'adozione di orizzonti temporali a lungo termine, l'incertezza sugli sviluppi futuri delle principali variabili di riferimento che coprono i rischi fisici, l'incertezza relativa ai rischi di transizione.¹⁶⁵

Nonostante non sia ancora stato introdotto nello *stress test* a cui vengono sottoposti gli enti del settore economico-finanziario, il rischio climatico è stato valutato sia dall'EBA che dalla BCE in modalità diverse. Al fine di contrastare il potenziale impatto del rischio climatico, declinato sia nella sua componente fisica, ossia legata ai danni reali delle catastrofi naturali, che in quella di transizione, per tale intendendo il costo del processo di transizione verso un'economia a zero emissioni, le autorità hanno affinato strumenti provvisori per valutare l'esposizione a tale rischio all'interno dell'eurozona, considerato che i tradizionali strumenti di gestione non risultano sufficienti.

In tale ottica, la Banca centrale europea ha introdotto il primo *stress test*¹⁶⁶ esteso a tutti i settori dell'economia per affiancare le autorità e le istituzioni finanziarie nella valutazione dell'impatto dei rischi climatici su imprese e banche con orizzonte temporale trentennale. I rischi fisici e di transizione possono compromettere la stabilità finanziaria se le istituzioni finanziarie detengono esposizioni verso imprese che si rivelano insolventi

¹⁶⁵ BIS, *Climate-related financial risks measurement methodologies*, in www.bis.org, aprile 2021.

¹⁶⁶ DE GUINDOS, *Prova di stress per valutare la tenuta dei settori economico e finanziario ai cambiamenti climatici*, in www.ecb.europa.eu, 2021.

proprio a causa dei cambiamenti climatici. Se da un lato l'introduzione di politiche climatiche pervasive potrebbe inasprire l'impatto dei rischi di transizione nel breve periodo, dall'altro, ridurrebbe l'incidenza dei rischi fisici nel lungo termine. La prova di *stress* introdotta dalla Banca centrale europea considera il potenziale contrasto fra i rischi fisici e di transizione e lo quantifica.

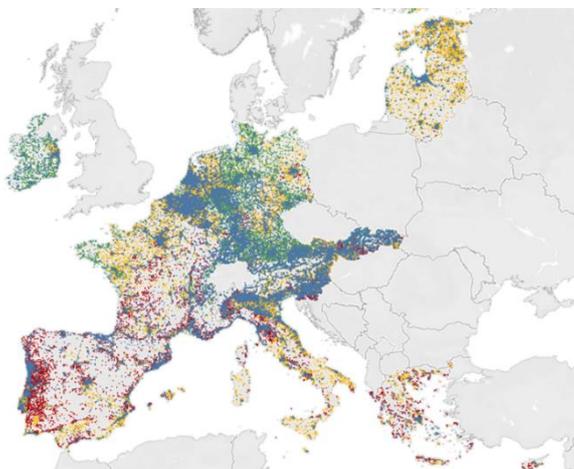
La prova di *stress* esamina la capacità di tenuta di imprese e banche in una serie di scenari climatici, ossia plausibili condizioni climatiche future, considerando l'impatto economico delle politiche di contrasto al cambiamento climatico, quali le imposte sulle emissioni di carbonio. Gli scenari della BCE si basano su quelli del *Network for Greening the Financial System*, finemente sviluppati al fine di cogliere il legame esistente fra rischio di transizione e rischio fisico. I dati utilizzati sono comprensivi di informazioni provenienti da milioni di imprese e viene utilizzata l'impronta carbonica delle imprese per valutare il possibile impatto delle politiche di contrasto al cambiamento climatico¹⁶⁷. Ad ogni azienda corrisponde un punteggio, definito con approccio *forward-looking*¹⁶⁸, che misura l'incidenza futura dei fenomeni naturali catastrofici, quali inondazioni, tornado e incendi a seconda della collocazione geografica di ciascuna impresa. Tale *score* riguarda quindi il rischio fisico, mentre per il rischio di transizione sono stati utilizzati dati provenienti da Orbis, Bloomberg, Eikon and iBACH.

La seguente immagine illustra la presenza del rischio fisico all'interno dell'area euro, dove ogni punto rappresenta un'impresa considerata. In blu, è rappresentato il rischio di inondazione, in azzurro il rischio dell'innalzamento del mare, il rosso il rischio di incendio, in verde i rischi minori e in giallo altri rischi. Il risultato palese una situazione critica soprattutto nell'Europa centrale e meridionale.

¹⁶⁷ L'impronta carbonica delle imprese è stata ottenuta grazie ai dati contenuti in *Urgentem*. Maggiori informazioni sono disponibili on-line www.urgentem.net.

¹⁶⁸ I punteggi sono stati attribuiti dal dataset di *Four Twenty Seven*. Maggiori informazioni sono disponibili online: www.427mt.com.

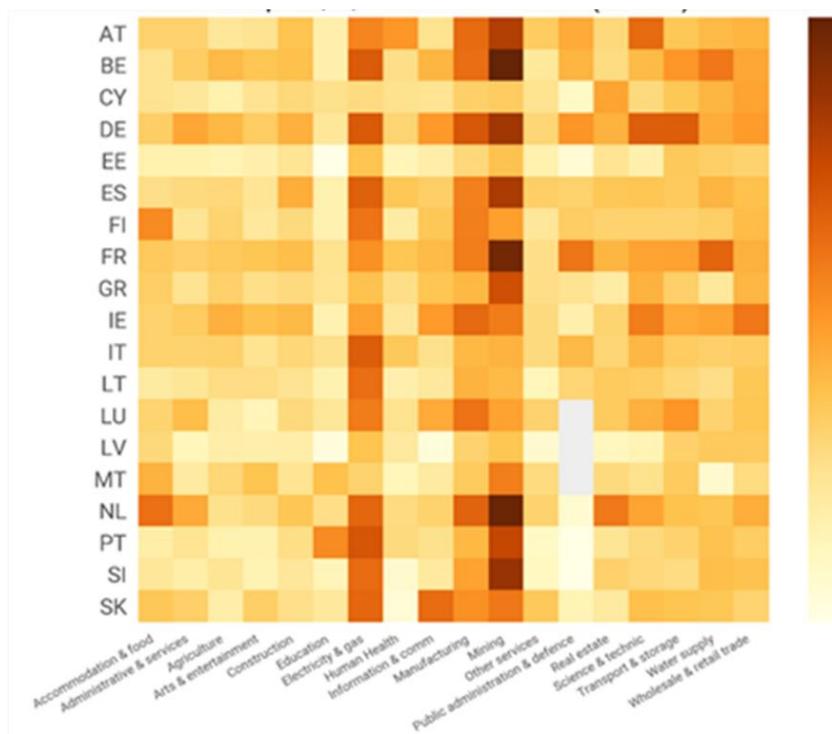
Figura 4: Rischio fisico nell'Unione Europea



Fonte: ECB, in *Shining a light on climate risks: the ECB's economy-wide climate stress test (europa.eu)*, 2021.

A seconda dei paesi e dei settori è possibile poi analizzare il rischio di transizione a cui sono esposti:

Figura 5: L'impronta carbonica dei paesi europei



Fonte: ECB, 2021.

Dal grafico, risultano maggiormente esposti al rischio di transizione il settore energetico, manifatturiero e quello minerario con maggiore incidenza nei Paesi dell'Europa centrale

(Francia, Germania, Paesi Bassi e Belgio), confermando, quindi, la diffusione geografica del rischio fisico. Con riferimento al caso italiano, una prima stima dell'esposizione dell'industria bancaria al rischio di transizione mostra che a fine 2018 il peso dei prestiti concessi alle imprese non finanziarie operanti nel caricato del carbonio sul totale oscilla, a seconda della metodologia utilizzata, tra il 37% e il 53% ovvero tra il 10% e poco più del 14% del totale degli attivi.¹⁶⁹

I risultati dello *stress test* hanno confermato come una puntuale ed effettiva transizione ad un'economia "verde" sia preferibile ad una transizione irruenta o totalmente assente. Sebbene inizialmente, la percentuale di *default* delle imprese potrebbe risultare elevata, a causa dei costi di adeguamento alle politiche climatiche, nel medio e nel lungo termine sarebbe minore il rischio fisico. Ciò deve essere, però, accompagnato dallo sviluppo di tecnologie tali da permettere alle aziende di diventare sostenibili. Il rischio climatico rappresenta quindi una fonte di rischio sistematico, in particolare per le banche il cui portafoglio è concentrato in determinati settori economici e aree geografiche.

L'Autorità Bancaria Europea ha condotto uno studio pilota¹⁷⁰ sulla situazione delle banche europee in relazione alla loro esposizione al rischio climatico e agli sforzi effettuati per contribuire alla transizione verde. Nonostante la legislazione introdotta, il cui tratto fondamentale, per ora, è il carattere di provvisorietà, si palesa una situazione con svariate lacune e molte differenze nell'applicazione della normativa. La stima del *green asset ratio* è attorno al 7,9%, pertanto la mancanza di disponibilità dell'informativa di sostenibilità non stupisce. È opportuno notare, comunque, come in una realtà in cui la maggior parte delle attività non è in linea con i fattori ESG, è difficile immaginare che un istituto bancario riesca ad investire in attività sostenibili.

In generale, i risultati dimostrano come la *disclosure* in materia di strategie di transizione e di emissioni di gas ad effetto serra sarebbe necessaria. Tali informazioni permetterebbero alle Autorità di Vigilanza di valutare il rischio climatico più puntualmente e quindi di attuare un'attività di vigilanza adeguata, nonché gli enti

¹⁶⁹ DE GUINDOS, *Shining a light on climate risks: the ECB's economy-wide climate stress test*, in www.ecb.europa.eu, marzo, 2021.

¹⁷⁰ EBA, *EBA publishes results of EU-wide pilot exercise on climate risk*, in www.eba.europa.eu, 2021.

finanziari, una volta compreso e quantificato il rischio, potrebbero fornire un' informativa al pubblico maggiormente coerente.

3.7. Mancanza di informazioni e principio di precauzione

Nello scenario evidenziato diverse risultano essere le problematiche che ostacolano una corretta azione di vigilanza prudenziale; è doveroso sottolineare, però, come la fase attuale sia solamente iniziale, pertanto è opportuno ritenere che ulteriori implementazioni e correzione verranno realizzate. In particolare, una delle principali difficoltà nella definizione di un preciso quadro di vigilanza deriva dall' informativa relativa alla comunicazione dei rischi ESG, la quale risulta essere lacunosa a causa della difficoltà nel reperire dati e informazioni. Le inefficienze informative, principalmente dovute dalla difficoltà di quantificare correttamente le probabilità dei rischi climatici, compromettono anche la possibilità di utilizzare le *performance* delle aziende “verdi” per predire gli sviluppi futuri al punto tale che il rischio climatico non risulta ancora presente nel prezzo degli strumenti finanziari.¹⁷¹ In ogni caso, le istituzioni finanziarie dovrebbero ricalibrare e adattare i propri processi interni al fine di riflettere adeguatamente i rischi in questione, evitando che sia il mercato a farlo per loro. Essere in grado di prevedere l' intensità con cui i fattori ESG, e in particolare il fattore ambientale, si ripercuoteranno sulle controparti degli istituti finanziari risulta di cruciale importanza per valutare la solidità dell' ente: tale previsione si rifletterà poi nelle azioni della vigilanza prudenziale.

La cornice legislativa necessaria per analizzare e gestire il rischio ambientale dovrebbe comporsi di quattro fasi: l' identificazione del rischio, la misurazione dell' esposizione al rischio, la valutazione e la mitigazione del rischio. Evidentemente, è un processo difficilmente implementabile qualora già il primo *step* risulti ostacolato dalla mancanza di informazioni e dati. Se da un lato il quadro legislativo dell' informativa non finanziaria è stato definito, pur con qualche perplessità, dall' altro non sono state ancora individuate le capacità di adottare tali indicazioni.

La mancanza di un' appropriata informativa rende le informazioni ambientali derivanti da istituzioni non finanziarie maggiormente rilevanti per l' analisi e la gestione dei rischi, tanto da aver obbligato le Autorità di Vigilanza a creare *hub* informativi interni e a

¹⁷¹ RISO, *Which Role for the Prudential Supervision of Banks in Sustainable Finance?*, in *Sustainable Finance in Europe Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, 2021, pp. 275-328.

collaborare con altri *stakeholders* al fine di ottenere una completa visione dell'impatto dei fattori climatici sul rischio finanziario.¹⁷² Ardua, in particolare, risulta l'identificazione del rischio fisico e di conseguenza la riallocazione degli investimenti.

Inoltre, l'accesso alle informazioni, delineate nel precedente capitolo, non risulta sufficiente. La tassonomia europea, pur essendo essenziale nei confronti della clientela, qualora questa fosse adeguatamente educata finanziariamente, non risulta sufficiente in quanto necessita di una modalità di valutazione, per la quale esistono attualmente tre metodologie diverse.

La prima, nota come *portfolio alignment*, si basa sull'utilizzo di *benchmark* qualitativi e quantitativi per valutare la misura in cui un portafoglio è coerente con gli obiettivi. Tale metodo potrebbe essere il migliore, ma essendo oggetto della valutazione il portafoglio nella sua interezza il risultato sarebbe influenzato solamente dagli *assets* che maggiormente contribuiscono all'obiettivo. Inoltre, tale metodologia non cattura la relazione tra i rischi legati al clima e le tradizionali probabilità di *default* e *loss given at default*.

Il secondo metodo, *exposure method*, che gode del beneficio della semplicità di calcolo in quanto basato sulla valutazione della materialità dell'impatto del rischio ESG su ciascuna esposizione senza previsioni future, necessita di valide e corrette informazioni. La perplessità riguarda il fatto che le informazioni a disposizione non solo non sono basate sul breve termine, ma sono solitamente fornite in ritardo di mesi e pertanto inadeguato per le finalità della vigilanza prudenziale in relazione al rischio climatico.

Il terzo metodo, *risk framework method*, è un compromesso tra i precedenti. L'aspetto previsionale riguarda l'individuazione degli scenari futuri, mentre le informazioni utilizzate sono quelle tradizionalmente utilizzate. Pertanto, tale metodologia potrebbe non assicurare una puntuale e dettagliata situazione. Nonostante ciò, risulta il metodo principalmente adottato negli *stress* effettuati e nelle analisi condotte.¹⁷³

¹⁷² NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *A Call for Action Climate Change as a Source of Financial Risk*, aprile, 2019.

¹⁷³ EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, *Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk*, Report of the Advisory Scientific Committee n.6, febbraio, 2016, disponibile on-line <https://www.bis.org/review/r200804g.htm>; DIE NEDERLANDSE BANK N.V., *Waterproof - An exploration of climate-related risks for the Dutch financial sector*, 2020; BANK OF ENGLAND, *The 2021 biennial exploratory scenario on the financial risks from climate change – Discussion Paper*, in www.bankofengland.co.uk, 2019; BASEL COMMITTEE

L'enfasi posta sulla necessità di ottenere maggiori informazioni e dati, sia per gli investitori finali che per l'Autorità di Vigilanza, è un'argomentazione a favore dell'eventuale applicazione del principio di precauzione nell'attività di vigilanza per affrontare il rischio climatico. Tale principio, citato all'art. 191 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, ha lo scopo di garantire un maggiore livello di protezione dell'ambiente prevenendo la manifestazione di rischi.

Introdotta per la prima volta¹⁷⁴ dal principio 15 della Dichiarazione di Rio del 1992, esso stabiliva come al fine di proteggere l'ambiente gli Stati dovessero dotarsi di un approccio cautelativo. Inoltre, si stabiliva che l'assenza di una piena certezza scientifica non dovesse costituire un motivo per l'adozione di misure disomogenee. Il principio è stato poi esteso anche alla tutela dei consumatori, nonché della salute umana e animale: la Commissione europea, ratificando la Convenzione sulla diversità biologica di Rio de Janeiro (93/626/CEE)¹⁷⁵ ed esplicitando la propria posizione¹⁷⁶ in merito a tale principio, ha affermato che la sua invocazione è una decisione da assumere in caso di insufficienza di informazioni scientifiche, oppure siano queste non conclusive o incerte con ripercussioni sull'ambiente, la salute degli esseri umani, degli animali e delle piante.

In linea con tale principio, considerata l'attuale situazione, il regolatore prudenziale, consapevole delle lacune informative e della difficoltà di sviluppare scenari realistici¹⁷⁶, dovrebbe invocare il principio di precauzione. Da un punto di vista epistemico, i tre mandati affidati all'EBA vengono quindi messi in discussione¹⁷⁷, o almeno le attuali metodologie seguite. Oltre alla mancanza di informazioni, è la natura stessa del rischio climatico, il quale si è esteso al campo dell'incertezza, dove non solo gli eventi sono incerti, ma anche le probabilità con cui si manifesteranno; pertanto, risulta maggiore la possibilità di inconsistenza delle previsioni effettuate.

ON BANKING SUPERVISION, *Climate-related financial risks: a survey on current initiatives 2020*; BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *The green swan Central banking and financial stability in the age of climate change*, 2020.

¹⁷⁴ Per la prima volta è da intendersi a livello normativo. Il principio, infatti, non introduce un approccio innovativo, bensì è da considerarsi la modernizzazione dell'ippocratico *primum non nocere*.

¹⁷⁵ Decisione del Consiglio, del 25 ottobre 1993, relativa alla conclusione della convenzione sulla diversità biologica, disponibile on-line *EUR-Lex - 31993D0626 - EN - EUR-Lex (europa.eu)*

¹⁷⁶ Gli eventi climatici sono, appunto, annoverati tra i cosiddetti *black swans*.

¹⁷⁷ BOLTON, DESPRES, PEREIRA DA SILVA, SAMAMA e SVARTZMAN, *Central Banks, Financial Stability and Policy Coordination in the Age of Climate Uncertainty: A Three-Layered Analytical and Operational Framework*, in *Climate Policy*, 2020.

SOSTENIBILITÀ E TRASPARENZA

SOMMARIO: 4.1. Introduzione. – 4.2. Responsabilità degli amministratori rispetto ai profili ESG. – 4.2.1. L'attuale stato della divulgazione dell'informativa non finanziaria. – 4.3. Il danno da informazione finanziaria inesatta. – 4.3.1. Il dovere di informazione nel caso di operazione inesatta. – 4.4. L'introduzione della sostenibilità in MiFID II. – 4.4.1. La valutazione di adeguatezza. – 4.4.2. La *governance* dei prodotti. – 4.4.3. I conflitti di interessi. – 4.5. L'importanza del *rating* ESG. – 4.6. L'educazione finanziaria.

4.1 Introduzione

La tutela del fruitore di servizi finanziari è stata a lungo discussa e diversi sono stati i percorsi attuati al fine di garantire un'effettiva e concreta protezione per un'individuazione del prodotto adeguato alle necessità del contraente. Nel tempo la normativa ha introdotto degli obiettivi di trasparenza e quindi di salvaguardia che, tuttavia, si sono rivelati inadeguati. Se da un lato, sono previsti obblighi informativi in capo agli intermediari sempre più gravosi, dall'altro il lessico utilizzato non ha agevolato la comprensione dei documenti da parte della clientela. In generale, in ambito contrattuale vige l'obbligo di comportarsi secondo buona fede, declinato all'interno del settore finanziario con l'obbligo di attenersi a diligenza e correttezza nell'interesse dei consumatori e dei mercati.

Se, oramai, le informazioni vengono rese disponibili, l'aspetto da valutare è quello dell'adeguatezza di queste ultime, le quali devono essere garantite nella quantità e nella qualità tali da essere coerenti con l'operazione che si intende attuare. Non è tuttavia sufficiente la trasmissione delle informazioni, ma si rende necessaria la verifica della comprensione, permettendo realmente al contraente una scelta consapevole. La regola, definibile di buona fede qualificata, è un profilo che caratterizza la disciplina del mercato finanziario e bancario. Nella sentenza della Corte di Cassazione 8 novembre 2017, n. 18411, in merito ad obblighi informativi e correlata responsabilità dell'intermediario per la vendita di strumenti finanziari, si pone come baricentro della decisione l'obbligo informativo in capo all'intermediario per valutare l'effettiva e consapevole decisione

dell'investitore.¹⁷⁸ I riferimenti normativi all'interno della cornice legislativa europea e nazionale sono molteplici e disciplinano gli adempimenti pubblicitari dell'intermediario finanziario al fine di porre il potenziale cliente nella condizione di valutare le diverse possibilità a disposizione.

Il mandato dalla Commissione europea, a seguito dalla quarta azione del Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, ha richiesto ad ESMA e ad EIOPA di fornire un *technical advice* a supporto del pacchetto iniziale di proposte e di assistere la Commissione su potenziali emendamenti degli atti delegati sotto le direttive UCITS, *Solvency II*, AIFMD, MiFID II e IDD riguardo l'integrazione dei rischi e fattori di sostenibilità.

Fondamentale, nella valutazione di adeguatezza risulta essere l'art. 25, co. 2, della direttiva 2014/65/UE¹⁷⁹ (d'ora in poi MiFID II), il quale è stato poi integrato dagli artt. 54 e 55 del regolamento delegato (EU) 2017/565, nonché da una proposta di regolamento delegato pubblicato il 21 aprile 2021.¹⁸⁰ L'inserimento delle informazioni di sostenibilità all'interno dei prospetti informativi, considerata la loro peculiarità, se non accompagnate da dovute precisazioni, risulterebbe pertanto inutile per il processo di transizione verso un'economia a zero emissioni. Uno studio¹⁸¹ condotto nel settembre del 2020 per agevolare il lavoro delle Autorità di Vigilanza ha dimostrato come una generale clientela, non rappresentativa della popolazione media europea in quanto altamente coinvolta nel mercato finanziario, non sia interessata alla tematica¹⁸². Pertanto, pur essendo il legislatore europeo intenzionato a fornire ulteriori informazioni di sostenibilità, potrebbe risultare maggiormente opportuno introdurre un vincolo quantitativo di investimenti sostenibili all'interno dei portafogli privati, senza dover fornire informazioni aggiuntive alla clientela. Alla luce degli obblighi informativi introdotti dal regolamento 2019/2088, è opportuno prendere in considerazione sia la macro-scelta dell'ente a cui il cliente decide

¹⁷⁸ LEMME, *Attualità della nozione di "cliente della banca"*, in *Riv. dir. banc.*, aprile-giugno, 2021, pp. 339 ss.

¹⁷⁹ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

¹⁸⁰ MEZZANOTTE, *Accountability in EU Sustainable Finance: Linking the Client's Sustainability Preferences and the MiFID II Suitability Obligation*, in *Capital Markets Law Journal*, giugno, 2021, p.6.

¹⁸¹ AFM, *Consumer testing pre-contractual and periodic ESG financial product information* in www.eba.europa.eu, ottobre 2020.

¹⁸² Solo 367 su 1500 intervistati hanno completato il questionario.

di rivolgersi sia i singoli prodotti finanziari scelti. Il capitolo analizzerà pertanto entrambi gli obblighi di trasparenza.

4.2 Responsabilità degli amministratori rispetto ai profili ESG

Nella valutazione della trasparenza, è utile soffermarsi sull'eventualità in cui un ente del mercato bancario o finanziario, pur avendo dichiarato nella propria strategia di essere orientato al rispetto di principi di sostenibilità, non vi sia fedele. L'informativa ESG assume valore soltanto se veritiera e la disciplina della tutela del cliente è tale se quest'ultimo è posto nella condizione di scegliere consapevolmente.

Due sentenze della Corte di Cassazione del 2019 evidenziano la vincolatività delle politiche di *engagement* degli esponenti aziendali rispetto ai profili di sostenibilità dichiarati. Specificamente, queste riguardano i profili di responsabilità del collegio sindacale di una società quotata che aveva omesso di informare la Consob della mancata approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione del comunicato stampa relativo all'emissione di un prestito obbligazionario, violando un regolamento interno.¹⁸³ La sentenza, ai sensi dell'art. 149, co. 1, lett. *b*) e *c-bis*) t.u.f., è relativa alla mancata vigilanza circa il rispetto dei principi di corretta amministrazione e le modalità di attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti dalla società stessa e a cui questa aveva dichiarato di attenersi. Le delibere sanzionatorie sono state successivamente impugnate dinanzi alla Corte di Appello di Milano, la quale ha riconfermato la sanzione. In seguito, i membri hanno presentato ricorso in Cassazione formulando quattro distinte motivazioni, le quali però si basavano sulla natura esclusivamente interna del regolamento. Il tribunale di terzo grado ha nuovamente respinto il ricorso, giudicandolo infondato in quanto la complessa organizzazione non giustifica l'affievolimento del potere-dovere di controllo riconducibile a ciascuno dei componenti del collegio sindacale, ma anzi nel caso di società quotate nei mercati regolamentati, il dovere di vigilanza è maggiormente stringente¹⁸⁴.

Tale decisione conferma quindi la rilevanza delle *best practices* contemplate nei regolamenti interni, sottolineandole cogenti in quanto adottate volontariamente dalle

¹⁸³ TONIOLO, *Vincolatività delle politiche di engagement e responsabilità civile degli esponenti aziendali rispetto ai profili ESG. Note a Cass. 3 gennaio 2019, n.5 e 6 gennaio 2019 n.301*, in *Riv. dir. banc.*, luglio-settembre, 2021.

¹⁸⁴ In argomento v. Cass., Sez. Un., 30 settembre 2009, n. 20934 e Cass., 29 marzo 2016, n. 6037.

single società e successivamente comunicate all'esterno. Il rilievo deriva quindi dalla libertà imprenditoriale che viene garantita alle società, la quale permette da un lato di modulare la propria *governance* e di definire l'assetto organizzativo, mentre dall'altro impone delle conseguenze nel caso di inosservanza di tali impegni. I principi di corretta amministrazione sono stati elevati dalla riforma del diritto societario a clausola generale di comportamento per gli amministratori di società per azioni¹⁸⁵, ricoprendo oggi un ruolo centrale nella definizione della responsabilità e dei doveri dell'amministrazione, in quanto hanno favorito la trasposizione della diligenza da fattore di condotta a criterio di verifica dell'adempimento.¹⁸⁶ Le considerazioni in merito ai regolamenti assumono valore anche in riferimento ai codici di autodisciplina, tra cui quello di *corporate governance*, il quale a seguito della revisione avvenuta nel 2020 prevede la sistematizzazione della sostenibilità nella attività d'impresa delle società quotate¹⁸⁷. In merito ai servizi di investimento, l'art. 123-bis, co. 2, lett. a), t.u.f. richiede un'apposita sezione all'interno della Relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari per le informazioni riguardanti l'adesione ad un codice, rendendo le informazioni circa la conformità o meno al codice una vera e propria comunicazione sociale. La violazione di tale obbligo dà vita ad una sanzione amministrativa, di cui all'art. 192-bis, co. 1 t.u.f. dell'emittente. L'adesione al codice di *corporate governance*, la cui natura, tuttavia, resta volontaria, risulterebbe indirettamente nell'adozione dell'informativa prevista dal regolamento (UE) 2019/2088 a livello di entità. Pertanto, la violazione delle informazioni riportate al suo interno è violazione anche di quanto previsto dal legislatore europeo.

Dubbia tuttavia è l'idoneità di tale violazione a far emergere responsabilità risarcitoria. È possibile notare come le violazioni dei codici di comportamento rilevarebbero per i profili di responsabilità degli organi sociali degli emittenti sul piano dell'organizzazione dei processi interni, vista la connessione esistente tra le informazioni difettose o mancanti e gli inadeguati assetti organizzativi che vigilano sulla loro elaborazione.¹⁸⁸

¹⁸⁵ ABRIANI, MONTALENTI, *L'amministrazione: vicende del rapporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Vol. IV, Tomo I, Padova, IV, 2010, p.615.

¹⁸⁶ VASSALLI, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma della società*, a cura di G. Sconamiglio, Milano, 2003, pp. 23 ss.

¹⁸⁷ BIANCHI, *Il nuovo codice di Corporate Governance*, 2020.

¹⁸⁸ In argomento v. CARIDI, *Danno e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, Milano, 2012, pp. 179 ss.; STANZIONE, *La responsabilità da prospetto informativo della banca*

Tali sentenze potrebbero avere significativi riflessi in riferimento alla “politica di impegno”, la quale deve contenere una descrizione delle modalità con cui investitori istituzionali e *asset manager* monitorano le società partecipate su determinate questioni, quali la strategia, le *performance* finanziarie e non finanziarie, i rischi, la struttura del capitale, ma anche la sostenibilità.¹⁸⁹ ¹⁹⁰La politica di *engagement* è stata introdotta con la Direttiva 2017/828/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 (SRD II), la quale prevede per gli investitori istituzionali e per i gestori di attivi l’obbligo di sviluppare una politica di impegno nei confronti delle società partecipate e di comunicare la stessa al pubblico, in quanto « *l’esperienza degli ultimi anni ha dimostrato che spesso gli investitori istituzionali e i gestori di attivi non si impegnano nelle società di cui detengono le azioni e che i mercati dei capitali esercitano sovente pressioni sulle società per ottenere risultati a breve termine, il che può mettere a repentaglio i risultati finanziari e non finanziari a lungo termine delle società e può condurre, tra le varie conseguenze negative, a un livello non ottimale di investimenti, per esempio nel settore della ricerca e sviluppo, a scapito dei risultati a lungo termine sia per le società che per gli investitori*»¹⁹¹.

Nel nostro ordinamento, la trasposizione della disciplina in materia di politica di *engagement* è avvenuta ad opera dell’art. 3, co. 2, del d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49 che ha introdotto nel t.u.f. l’art. 124-*quinquies*, il quale prevede un dovere per gli investitori istituzionali e i gestori di attivi¹⁹² di adottare e comunicare al pubblico la *policy*. In

emittente tra norme speciali e clausole generali (nota a Trib. Milano, 13 luglio 2010), in Riv. dir. soc., n.2, 2012.

¹⁸⁹ ALVARO, MAUGERI e STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 19, 19 gennaio 2019.

¹⁹⁰ CERUTI, DONATO, MASTROIANNI e QUAGLIA, *Rischi finanziari legati al clima: una prospettiva sulle misure prudenziali europee*, in *Diritto Bancario*, disponibile on-line *Rischi finanziari legati al clima: una prospettiva sulle misure prudenziali europee* | *Diritto Bancario*, febbraio, 2021.

¹⁹¹ 15° *considerando* della Direttiva 2017/828/UE.

¹⁹² Si intende, come indicato dall’art. 124-*quater* t.u.f., per «a) "gestore di attivi": le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, e i soggetti autorizzati in Italia a prestare il servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera d); b) "investitore istituzionale": 1) un'impresa di assicurazione o di riassicurazione come definite alle lettere u) e cc) del comma 1 dell'articolo 1 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, incluse le sedi secondarie in Italia di imprese aventi sede legale in uno Stato terzo, autorizzate ad esercitare attività di assicurazione o di riassicurazione nei rami vita ai sensi dell'articolo 2, commi 1 e 2, del medesimo decreto; 2) i fondi pensione con almeno cento aderenti, che risultino iscritti all'albo tenuto dalla COVIP e che rientrino tra quelli di cui agli articoli 4, comma 1, e 12 del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, ovvero tra quelli dell'articolo 20 del medesimo decreto aventi soggettività giuridica; [...]».

particolare, la politica di *engagement* deve descrivere le modalità con cui investitori istituzionali e gestori di attivi: integrano l'impegno in qualità di azionisti nella loro strategia di investimento; dialogano con e monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non, nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno¹⁹³. Inoltre, annualmente, gli investitori istituzionali e gestori di attivi «*devono comunicare al pubblico le modalità di attuazione della politica di impegno e qualora intendano non adempiere ad uno o più di tali doveri, devono fornire una comunicazione al pubblico chiara e motivata*»¹⁹⁴.

Per ciò che concerne il valore da attribuire alla politica di impegno comunicata al pubblico e la rilevanza che possano avere le dichiarazioni *ivi* contenute, in grado di definire i rapporti tra l'investimento e la società, gli altri soci e gli *stakeholders* ed enunciare fini e obiettivi generali¹⁹⁵, in riferimento alla legislazione europea, è possibile affermare che la SRD II ha introdotto il dovere di dimostrare l'impegno da parte degli investitori istituzionali e dei gestori attivi, il quale è sostanzialmente vincolante¹⁹⁶, in quanto l'obbligo di elaborare e pubblicare la politica presenta un certo grado di obbligatorietà considerando la previsione obbligatoria, nel caso di mancata adesione, di fornire una spiegazione per la scelta compiuta.

I meccanismi della disciplina della politica d'impegno sono considerati essenziali per l'effettiva promozione di obiettivi di sviluppo sostenibile da parte degli intermediari finanziari, soprattutto quando richiesti dagli investitori finali, nell'interesse dei quali investitori istituzionali e *asset manager*, infatti, sono obbligati ad agire.¹⁹⁷ Si tratta, quindi, dei soggetti che hanno incentivi più forti a far sì che gli intermediari integrino effettivamente i parametri ESG nelle strategie di investimento. Ci si chiede allora se le dichiarazioni in tema di sostenibilità contenute nella politica di impegno, una volta conosciute o conoscibili dal pubblico, possano far sorgere dei profili di responsabilità in

¹⁹³ Art. 124-*quinquies*, co. 1, t.u.f.

¹⁹⁴ Art. 124-*quinquies*, co. 3, t.u.f.

¹⁹⁵ DACCO', *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, in *Il Testo Unico Finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, p.1811.

¹⁹⁶ CHIU e KATELOUZOU, *From shareholder stewardship to shareholder duties: is it time ripe?*, in *Shareholder's Duties*, Kluwer Law International, 2017, p.133.

¹⁹⁷ BARZUZA et al., *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, in *So. Cal. L. Rev.*, 2020; ECCLES e KLIMENKO, *The Investor Revolution*, in *Harvard Business Review*, 2019.

capo agli amministratori degli intermediari, nonché se i beneficiari finali abbiano il diritto ad agire e per quale danno.

Sotto il primo profilo, si ritiene, che il ragionamento della Suprema Corte con riguardo ai regolamenti interni possa essere applicato alla politica di *engagement*¹⁹⁸. Se la società decide di dotarsi di una politica di impegno, una volta resa pubblica, gli amministratori sono obbligati a rispettarla, in quanto costituisce parte integrante di un adeguato sistema di gestione dell'intermediario. Pertanto, il mancato rispetto delle dichiarazioni in tema di sostenibilità previste dalla *engagement policy* pubblicata comporta una violazione dell'obbligo di corretta amministrazione da cui può discendere la responsabilità dei componenti dell'organo gestorio.

Sotto il secondo profilo, occorre premettere che i clienti finali godono generalmente di una limitata tutela rispetto agli amministratori degli intermediari finanziari. Nel caso della sentenza viene lamentata la violazione non di un obbligo contrattuale o legale, ma del dovere di corretta amministrazione che grava in capo ai membri dell'organo gestorio. Non sussistono dubbi che l'inadempimento all'obbligo di predisporre assetti organizzativi adeguati realizzino il presupposto che la condotta lesiva afferisca alle attività attuate dell'amministratore nell'esercizio della sua funzione, dato che la gestione del fondo è attività fondamentale dell'incarico dell'amministratore.

Stante quindi l'ammissibilità in astratto dell'azione individuale di responsabilità nei confronti degli amministratori di cui all'art. 2395 c.c., si può verificare se dalla inosservanza delle dichiarazioni contenute nella politica di impegno, specie in tema di sostenibilità, possa effettivamente discendere un danno diretto per l'investitore finale. In proposito, l'art. 2395 c.c. è stato introdotto originariamente per la fattispecie dell'informazione inesatta¹⁹⁹. In questa prospettiva, la politica di impegno è lo strumento tramite il quale gli intermediari forniscono agli investitori finali informazioni circa il loro impegno rispetto a, tra l'altro, obiettivi di sostenibilità e, pertanto, in caso di inosservanza, si può ipotizzare che l'investitore con preferenze di investimento legate ai fattori ESG possa subire un danno rappresentato anzitutto, come nelle ipotesi tipiche di danno da

¹⁹⁸ Di questo avviso: TONIOLO, *Vincolatività delle politiche di engagement e responsabilità civile degli esponenti aziendali rispetto ai profili ESG. Note a Cass. 3 gennaio 2019, n.5 e 6 gennaio 2019 n.301*, in *Riv. dir. banc.*, luglio-settembre, 2021

¹⁹⁹RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, in *Le operazioni bancarie*, a cura di G.B Portale, Milano, 1987, p.292.

informazione economica inesatta, dalla lesione della propria autonomia contrattuale, non avendo potuto determinarsi liberamente nelle scelte riguardanti il proprio patrimonio, a causa delle informazioni inveritiere derivanti dalla condotta degli amministratori²⁰⁰.

In applicazione delle regole generali del diritto civile, è comunque sempre necessario che l'inadempimento degli amministratori sia stato la causa del pregiudizio patito dall'investitore e quindi occorre che l'attività dell'organo gestorio si sia tradotta in un comportamento non conforme ai criteri di sostenibilità così come descritti nella *policy*. Una ipotesi che si può immaginare è quella in cui nella politica di impegno si dichiara di escludere dai propri investimenti le imprese che abbiano un impatto sociale negativo.

La responsabilizzazione degli amministratori degli intermediari finanziari nel considerare i fattori ESG nel processo di corretta gestione dell'investimento si muove in questa direzione per un triplice ordine di ragioni. Innanzitutto, all'evidenza, si pone la tutela degli interessi particolari dei beneficiari finali, consentendo a questi ultimi di reagire dinnanzi all'operato dei gestori quando sia negligente perché non conforme agli impegni da questi assunti in tema di sostenibilità. In secondo luogo, agevola il contenimento di pratiche lesive dell'interesse generale all'integrità del mercato²⁰¹. Infine, consente di rafforzare il ruolo che gli investitori istituzionali hanno nella promozione di una corporate *governance* sostenibile.²⁰²

4.2.1. *L'attuale stato della divulgazione dell'informativa non finanziaria*

Lo scenario legislativo delineato, a cui corrispondono diversi obblighi informativi, per quanto in corso di formazione, permette un'accurata analisi dell'informativa di sostenibilità, messa a disposizione della clientela. Lo stato attuale del sistema finanziario può essere attentamente valutato a partire all'indagine "ABI BusinEsSG" condotta dall'Autorità Bancaria Italiana (ABI) nel 2020²⁰³. Tale studio consente all'ABI di rappresentare le pratiche adoperate dal mondo finanziario per affrontare la transizione climatica auspicata dal legislatore europeo, basandosi sui seguenti profili: strategia, *governance*, modalità di gestione, dichiarazione non finanziaria e rendicontazione di

²⁰⁰ Così FACCI, *Il danno da informazioni finanziaria inesatta*, Torino, 2009, p.226.

²⁰¹ LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca imp. soc.*, 2021, pp. 121 ss.

²⁰² STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, pp. 51 ss.

²⁰³ I dati a cui si riferisce l'analisi sono riferiti all'esercizio 2019.

sostenibilità. La rilevazione esamina le tendenze di rendicontazione non finanziaria delle banche italiane, considerata l'attuale attenzione rivolta dalle istituzioni europee alla produzione di norme di trasparenza e *disclosure*: i regolamenti analizzati in precedenza sono stati emanati nel 2019 e nel 2020 e sono entrati in vigore nel corso del 2021.

Alla rilevazione, che assume la forma di un questionario, hanno risposto 18 gruppi e 4 banche, pari all'94% del totale attivo del settore bancario italiano rientranti nell'ambito di applicazione del d.lgs. n. 254/2016, mentre i rimanenti, in quanto non assoggettati all'obbligo di dichiarazione non finanziaria, hanno dichiarato di pubblicare una rendicontazione di sostenibilità volontariamente²⁰⁴.

La rilevazione conferma l'ampio utilizzo degli *Standard GRI*²⁰⁵ nella versione "*core*"²⁰⁶ da parte delle banche per il 61,7% del totale attivo, e nella versione "*comprehensive*"²⁰⁷ (31% del totale attivo). Il supplemento per il settore finanziario del GRI è utilizzato 58,1% delle banche analizzate. Ampia è anche la diffusione delle linee guida di ABI Lab sugli impatti ambientali diretti.

In relazione agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile, banche pari all' 81,9% in termini di totale attivo esplicitano all'interno della Dichiarazione non finanziaria le iniziative promosse coerenti con il raggiungimento degli SDGs; inoltre, banche pari all' 6,5%

²⁰⁴ La Consob ha pubblicato il 1° settembre 2020 un documento di consultazione contenente un questionario per l'acquisizione, da parte degli operatori del mercato, di elementi utili per la valutazione del regime di adesione volontaria al reporting non finanziario. Il documento Consob evidenzia che l'attuale disciplina, delineata dal D.lgs. n. 254/2016, prevede che anche soggetti diversi dagli EIPR possano, in via volontaria, pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario (DNF). La previsione di un regime volontario di adesione al *reporting* non finanziario ha il pregio di non imporre su base generalizzata i costi legati alla predisposizione e pubblicazione dell'informativa, consentendo al contempo, alle aziende interessate, di censire e informare sui propri rischi e sulle proprie caratteristiche di sostenibilità attraverso un report standardizzato e riconosciuto dall'ordinamento nazionale e dal diritto UE. Tuttavia, il numero di emittenti che hanno aderito al regime di pubblicazione delle DNF volontarie risulta ancora esiguo.

²⁰⁵ Il *Global Reporting Initiative* è un ente internazionale nato nel 1997 in virtù della maggiore trasparenza richiesta a seguito del disastro ambientale causato nel 1989 dalla petroliera Exxon Valdez nel Golfo di Alaska. Il fine dell'organizzazione è quello di definire standard di rendicontazione della performance sostenibile di enti di qualunque dimensione, settore e paese del mondo. Le prime linee guida furono pubblicate nel 2000.

²⁰⁶ L'opzione *core* indica che un *report* contiene le informazioni minime necessarie a comprendere la natura dell'organizzazione, i suoi temi materiali e i relativi impatti, e come questi vengono gestiti.

²⁰⁷ L'opzione *comprehensive* si basa sull'opzione core e richiede informative aggiuntive sulla strategia, l'etica, l'integrità e la governance dell'organizzazione. Inoltre, l'organizzazione dovrà comunicare in modo più esteso i propri impatti inserendo tutte le informative specifiche per ciascun tema materiale contemplato dai GRI Standards.

dichiarano che intendono implementare il proprio contributo con riferimento al raggiungimento degli SDGs entro il 2020. Dall'indagine è emerso, inoltre, che in relazione agli SDGs i principali obiettivi rendicontati sono occupazione, crescita economica, parità di genere, istruzione, città e comunità sostenibili, contrasto alla povertà, consumo e produzione responsabili, lotta al cambiamento climatico e, infine, energia sostenibile.

Dall'indagine emerge, inoltre, l'interesse per la possibilità di utilizzare informazioni relative a imprese a cui l'obbligo della *Non Financial Reporting Directive* europea in fase di aggiornamento potrebbe essere esteso, con una decisa preferenza per un eventuale standard unico. Più della metà dei rispondenti indica come prioritarie nelle dichiarazioni non finanziarie le informazioni per la valutazione di conformità, come previsto dalla tassonomia europea. Seguono poi degli indicatori standardizzati a livello EU nonché gli obiettivi che rispetto a tali *performance* sono stati identificati, espressi in termini quantitativi e quindi più facilmente verificabili. Infine, si palesa il crescente supporto da parte delle banche alle imprese che integrano aspetti ESG nello svolgimento delle loro attività e che intraprendono un percorso di transizione verso modelli organizzativi e di *business* sostenibili.

4.3. Il danno da informazione finanziaria inesatta

La conseguenza della violazione del dovere di informazione, sia essa riguardante i requisiti delle informazioni²⁰⁸, l'adeguatezza delle informazioni o la conoscenza

²⁰⁸ Tale questione deve prendere in considerazione la duplice necessità di tutelare il risparmiatore e l'esigenza di non ingessare il mercato. L'obiettivo delle previsioni è quello di assicurare la capacità dell'investitore di effettuare scelte consapevoli ed è affermato dall'art. 28, 2° co., reg. Consob 11522/1998 (« *Gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento*»), sostituito dall'art. 41, 1° co., reg. Consob 20307/2018 (« *Gli intermediari che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti forniscono ai clienti al dettaglio, su supporto durevole, prima che la transazione sia effettuata, una dichiarazione di adeguatezza che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente.* »). L'idoneità dell'informazione a porre l'investitore in condizione di effettuare scelte deve essere valutata sia sotto il profilo contenutistico sia con riguardo alla modalità dell'esposizione. Si può affermare che il dovere di informazione dell'intermediario è un'obbligazione di risultato, consistente nel dovere di fornire un flusso di informazioni idoneo a rendere l'investitore consapevole della scelta di investimento. La distinzione tra obbligazioni di mezzi e di risultato, pur non potendo essere utilizzata per valorizzare una differenziazione sul piano della disciplina della responsabilità, può, tuttavia, essere utile su un piano meramente

dell'investitore²⁰⁹, coinvolge una serie di problematiche dovute alle lacune normative che riconoscono solamente il diritto del risarcimento del danno²¹⁰, ai sensi dell'art. 23, 6° co., t.u.f.. Nel caso della sostenibilità, inoltre, non sono previste nemmeno precise sanzioni amministrative per la violazione dei doveri di condotta da parte degli intermediari. Vista la centralità del sistema economico, la violazione dei doveri di informazione potrebbe ledere non soltanto la controparte, ma l'interesse generale del mercato. Gli obblighi informativi, di cui all'artt. 21 ss. t.u.f., risultano maggiormente stringenti rispetto a quelli generici di correttezza e di informazione (artt. 1337-1375 c.c.) in considerazione della particolare natura del contratto e del rischio intrinseco posseduto. Pertanto, l'espletamento dei doveri informativi è da considerare condizione necessaria per la validità del contratto di investimento. L'importanza dell'informazione all'interno del mercato finanziario ha portato alcuni²¹¹ a considerare l'attività informativa similmente ad un'attività pericolosa, ex art. 2050 c.c., soprattutto in relazione alle informazioni contenute nel prospetto informativo, fondamentale per il processo decisionale del fruitore dei servizi finanziari, tale per cui il danno da informazione inesatta comporta l'obbligo di risarcire la parte lesa, a meno che non venga verificata l'adozione di misure idonee volte a evitare il danno. Come testimoniato dal già citato art. 2935 c.c. e dalla direttiva 2003/71/CE, relativa al prospetto, la quale invita gli Stati membri ad introdurre disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di responsabilità civile per i soggetti responsabili per le informazioni fornite in un prospetto, il legislatore è stato, tradizionalmente, attento e sensibile alla responsabilità derivante dalla diffusione di false notizie di carattere finanziario. In particolare, l'art. 1, pt. 2, lett. c) della direttiva 2003/6/CE sull'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato prevede

descrittivo, per stabilire a che cosa sia tenuto il debitore di una certa obbligazione, in questo caso l'intermediario finanziario. (Sul punto si veda DOLMETTA e MINNECI, voce «*Borsa (contratti di)*», in *Enc. Dir., Agg.*, V, Milano, 2001, p.173).

²⁰⁹ Il dovere dell'intermediario di acquisire informazioni circa il cliente, prima di essere introdotto dalla direttiva MiFID, era specificato dall'art. 28, 1° co., lett. a), reg. Consob 11522/1998 ed era previsto che l'intermediario chiedesse all'investitore informazioni circa l'esperienza in materia, la situazione finanziaria, gli obiettivi di investimento e il profilo di rischio. Successivamente, tale previsione fu rafforzata dalla necessità del rispetto del principio di adeguatezza contenuto nell'art. 21, lett. a), t.u.f. come modificato dall'art. 14, l. 28 dicembre 2005, n. 262. Innovazione legislativa, abrogata poi successivamente con l'art. 10, 6° co., l. 6 febbraio 2007, n. 13 a causa delle perplessità palesate dagli operatori. (Sul punto si veda GRECO, *La regola dell'informazione nel nuovo regolamento Consob*, in www.ilcaso.it).

²¹⁰ Lo evidenzia LUMINOSO, *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, p. 1422.

²¹¹ SCALISI, *dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, p. 167.

il divieto della diffusione consapevole di informazioni false o fuorvianti in merito agli strumenti finanziari. Analogamente, il legislatore italiano nel processo di attuazione di quest'ultima direttiva ha previsto il divieto di diffusione di informazioni false o fuorvianti. Nel caso delle sostenibilità, in cui l'effettività veridicità delle informazioni resta difficile da garantire, gli intermediari finanziari sono soliti non fornire informazioni per timore delle eventuali ripercussioni di responsabilità civile.

Tali dati normativi, da cui si evince l'estrema delicatezza dell'attività di chi produce e diffonde informazioni di carattere finanziario, sono indici rilevanti per l'applicabilità dell'art. 2050 c.c. alla fattispecie in esame. Senza considerare che l'art. 2050 c.c. può essere applicato anche quando l'attività stessa, ritenuta pericolosa, non sia di per sé idonea a produrre una lesione dell'integrità psicofisica in capo ai terzi danneggiati, bensì pregiudizi di tipo diverso.²¹²

La qualificazione dell'attività dei soggetti coinvolti nella predisposizione delle informazioni da divulgare alla clientela come un'attività pericolosa avrebbe come effetto principale quello di confermare l'oggettività della prova liberatoria prevista dall'8° co. dell'art. 94 t.u.f., ai sensi del quale l'ente finanziario non può essere ritenuto civilmente responsabile esclusivamente in base alla nota di sintesi, a meno che questa non risulti fuorviante, imprecisa o incoerente.²¹³

Le conseguenze derivanti dal considerare alla stregua di un'attività pericolosa l'attività di chi produce e diffonde informazioni suscettibili di influenzare le decisioni degli investitori sono ancora più significative nel caso delle agenzie di *rating*. In riferimento a queste ultime si assiste ad una particolare prudenza del legislatore, il quale, nel prevedere obblighi di trasparenza sui soggetti che producono studi o raccomandazioni, esclude dal proprio ambito di applicazione le stesse agenzie di *rating*. Tale esclusione, pur non conducendo ad un'esclusione di responsabilità, è giustificata dal particolare ruolo che le agenzie di *rating* svolgono e delle informazioni altamente volatili che le stesse analizzano, motivo per cui il *rating* si configura come un parere, una opinione sul merito di credito.²¹⁴

²¹² SCHLESINGER, *La riforma delle tutele del risparmio. Il progetto del governo*, in *Corr. giur.*, 2004, pp. 285 ss.

²¹³ FACCI, *op. cit.*, p. 400.

²¹⁴ PEDERZINI, *La disciplina degli abusi di mercato (l. 18 aprile 2005 n.62)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2007, pp. 973 ss.

Adottando un criterio oggettivo la prova liberatoria dalla responsabilità civile per informazione inesatta dovrebbe consistere nella difficile dimostrazione che il comportamento ingannevole è un fatto assolutamente imprevedibile ed inevitabile. Tale criterio di imputazione oggettivo risulta altresì incompatibile con la responsabilità della Consob nell'attività di vigilanza sulle informazioni veicolate nel prospetto informativo, in quanto, a seguito delle modifiche introdotte al Testo unico della finanza dall'art. 4, 3° co., d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, l'area della responsabilità è stata notevolmente ridotta, essendo stata limitata al solo caso di dolo o colpa grave. In ogni caso, una forma di responsabilità oggettiva determinerebbe un eccesso di controllo, che potrebbe condurre ad una paralisi nell'esercizio delle funzioni di vigilanza nuocendo così all'efficienza del mercato²¹⁵, la cui tutela rientra tra le finalità perseguite dalla Consob insieme alla protezione degli investitori ed alla trasparenza del mercato.

Il dettato legislativo porta ad escludere che l'autorità abbia un dovere di controllare la veridicità delle informazioni o dei dati veicolati nel prospetto, in quanto la stessa Consob, ai sensi del 1° co. dell'art. 94-*bis* t.u.f., è competente soltanto per la completezza del prospetto, nonché per la coerenza e comprensibilità delle informazioni. Analogamente, la direttiva 2014/95/UE incarica gli Stati membri di provvedere mediante legislazione nazionale affinché venga monitorata l'avvenuta presentazione della dichiarazione di carattere non finanziario o della relazione distinta e affinché, a loro discrezione, vi possa essere una verifica delle informazioni contenute in tale dichiarazione. In tal modo, si esclude che il dovere di controllo possa spingersi sino alla verifica dell'esattezza e corrispondenza al vero di ogni singola informazione sull'investimento resa ai risparmiatori, sussistendo un preciso dovere di intervenire soltanto allor che vi siano elementi che possano ingenerare il sospetto che quelle informazioni non siano veritiere.

Un sistema di responsabilità oggettiva è altresì incompatibile con l'attività del giornalista finanziario, a causa degli interessi che vengono in rilievo, in quanto il giornalista, anche se finanziario, esercita nello svolgimento della propria attività il diritto costituzionale²¹⁶ di libertà di espressione e di informazione. È indubbio, tuttavia, che la particolare natura ed importanza dell'informazione imponga al giornalista finanziario doveri di correttezza, diligenza, imparzialità e trasparenza inusuali negli altri settori dell'attività giornalistica.

²¹⁵ VELLA, *La responsabilità civile delle autorità di vigilanza sui mercati: alla ricerca di un equilibrio tra "immunità" e tutela degli investitori*, in *An. giur. econ.*, 2002, pp. 295 ss.

²¹⁶ Art. 11 Carta dei diritti fondamentali dell'unione europea.

Il danno provocato dall'informazione finanziaria inesatta può condurre eventualmente ad un'azione risarcitoria collettiva²¹⁷. Tale previsione deriva dalla volontà del legislatore di rafforzare la protezione dei clienti in relazione al costo processuale, evitando che quest'ultimo, in quanto molto elevato, possa scoraggiare i clienti dall'intraprendere azioni giudiziarie rispetto alla loro controparte dotata, invece, di strumenti ben più efficienti per affrontare un contenzioso.²¹⁸ Tuttavia, in questa circostanza, solamente le associazioni dei consumatori e degli utenti di cui all'art. 139, 1° co., cod.cons. inserite nell'elenco delle associazioni di cui all'art. 137 cod.cons., le associazioni e comitati adeguatamente rappresentativi degli interessi collettivi²¹⁹ hanno la legittimazione ad agire.

In questo contesto, risulta indispensabile accertare se gli investitori, delusi da operazioni finanziarie risultate insoddisfacenti a causa delle informazioni ricevute, possano avvalersi dell'azione collettiva risarcitoria.

In particolare, si pone il problema di verificare se l'azione collettiva risarcitoria possa tutelare gli interessi di tutti gli investitori oppure soltanto di quelli che siano consumatori, ai sensi della definizione contenuta nell'art. 3 cod.cons.. La nozione di consumatore, inteso come persona fisica che agisce per finalità estranee alla propria attività professionale, non coincide esattamente con quella di "cliente al dettaglio"²²⁰, secondo la nozione di cui all'art. 26, lett. e), reg. Consob concernente gli intermediari 16190/2007, e paradossalmente un consumatore potrebbe essere considerato anche come un "cliente professionale", per tale intendendosi i clienti che possiedono esperienza, conoscenze e competenze tali per cui sono in grado di prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi²²¹. È evidente, però, che un cliente al dettaglio, molto spesso, è anche consumatore, ai sensi dell'art. 3, 1° co., lett. a),

²¹⁷ L'azione risarcitoria collettiva era prevista dall'art. 140 *bis* t.u.f., abrogato dalla l. 12 aprile 2019, n. 31 che introduce una riforma dell'azione di classe. Tale legge, successivamente modificata dal d.l. 28 ottobre 2020, n. 137, convertito nella l. 18 dicembre 2020, è entrata in vigore il 19 maggio 2021. Tale disposizione si applica alle condotte illecite poste in essere successivamente alla data dell'entrata in vigore.

²¹⁸ INZITARI, PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, p. 212; PAURA, *Diritti soggettivi e formazioni sociali. Le azioni collettive risarcitorie tra sussidiarietà e solidarietà*, in *Contr. e impr.*, 2008, pp. 1022 ss.

²¹⁹ RICCIO, *l'azione collettiva risarcitoria non è, dunque, una class action*, in *Contr. e Imp.*, 2008, pp. 500 e ss.

²²⁰ Per cliente al dettaglio si intende un cliente che non è professionale oppure una controparte qualificata.

²²¹ Art. 26, lett. d), reg. Consob concernente gli intermediari 16190/2007.

cod.cons., con conseguente applicazione delle norme dello stesso codice, compatibili con la fattispecie dei contratti di investimento.

In tema di tutela degli interessi collettivi degli investitori, non può essere desunta dall'art. 32 *bis* t.u.f., il quale assicura alle associazioni dei consumatori, di cui all'art. 137 cod.cons., la legittimazione ad agire per la tutela degli interessi collettivi degli investitori professionali. A riguardo, l'art. 32-*bis* t.u.f. considera gli interessi di tutti gli investitori in quanto, in caso contrario, la disposizione sarebbe del tutto inutile; tuttavia, non si può da ciò dedurre che l'art. 32-*bis* t.u.f. estenda la legittimazione delle associazioni dei consumatori a tutela degli investitori non solo all'azione inibitoria ma anche alla tutela risarcitoria collettiva, in quanto appare una forzatura del dettato legislativo che possa essere rimessa alle associazioni dei consumatori la tutela risarcitoria degli investitori professionali

Un limite ulteriore, con riguardo specifico alle possibili controversie tra intermediari ed investitori, nell'accezione di consumatori, emerge sul piano oggettivo dell'ambito di applicazione della norma: l'azione collettiva, infatti, si riferisce alla lesione dei diritti di una pluralità di utenti, con la conseguenza che l'azione collettiva è da escludersi qualora le modalità con cui si è verificata la lesione del diritto debbano necessariamente essere valutate singolarmente.

La valutazione dell'adeguatezza e più in generale la verifica dell'esatto adempimento dei doveri informativi da parte degli intermediari, su cui sono incentrate diverse controversie, presuppone un accertamento ed una valutazione da effettuarsi caso per caso e quindi appare poco compatibile con un'azione collettiva risarcitoria.

Diversamente, nel caso in cui si verifichi la vendita di prodotti finanziari privi del prospetto informativo, in violazione dell'art. 100 *bis* t.u.f., si è in presenza di un illecito rappresentato dalla mancata pubblicazione del prospetto, che legittima l'acquirente a far valere la nullità del contratto ed a richiedere il risarcimento del danno. Allo stesso modo, l'azione collettiva risarcitoria potrebbe essere invocata nei confronti dei soggetti responsabili, *ex art.* 94 t.u.f., delle informazioni contenute nel prospetto ed in particolare dell'intermediario responsabile del collocamento, in caso di informazioni inveritiere veicolate nel prospetto.²²²

²²² FACCI, *op.cit.*, p.408.

Si deve trattare, in ogni caso, di informazioni rilevanti, tali che non si possa porre in dubbio che un'informazione corretta avrebbe disincentivato l'investitore oppure che le informazioni erronee siano state la condizione che ha permesso la stessa offerta al pubblico dello strumento finanziario, in quanto nel giudizio collettivo non vi può essere spazio per accertamenti di tipo personale che mutano da caso a caso.

Nello scenario analizzato, la sostenibilità assume un ruolo rilevante, vista l'introduzione delle preferenze di sostenibilità tra i criteri per la valutazione di adeguatezza e pertanto potrebbe essere motivo di controversia tra investitori ed enti finanziari.

4.3.1. Il dovere di informazione nel caso di operazione inesatta

Appare opportuno distinguere tra l'informazione attinente ai rischi dell'operazione e l'informazione riguardante le operazioni non adeguate. Tutte le operazioni finanziarie presentano rischi fisiologici e pertanto l'inadeguatezza dell'operazione dipende dai rischi della stessa ma soprattutto dal profilo dell'investitore. Nel caso di operazioni finanziarie sostenibili appare maggiore sia il profilo di rischio sia l'attenzione che l'intermediario deve porre nella valutazione di adeguatezza. Questa la ragione per la quale l'intermediario è tenuto ad acquisire dai clienti ogni informazione rilevante necessaria ed opportuna al fine di comprendere il profilo di rischio del cliente e conseguentemente rispettare il principio dell'adeguatezza dell'operazione.

Nella disciplina antecedente al regime introdotto dal recepimento della direttiva MiFID II, in caso di operazione adeguata, questa poteva essere eseguita solo dopo che l'intermediario avesse fornito *«all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza»* fosse *«necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento»*²²³.

L'accertamento dell'avvenuto adempimento dei doveri di informazione da parte dell'intermediario, pertanto, doveva essere individuato caso per caso, e dipendeva in particolare dalle condizioni soggettive dell'investitore, dalla natura e dai rischi dell'operazione nonché dalle modalità con cui era avvenuta la trattativa. Nel caso di

²²³ Art. 28, co. 2°, reg. Consob n. 11522/1998.

operazione adeguata, l'intermediario doveva solamente dimostrare di aver fornito un'informazione idonea a rendere consapevole l'investitore della scelta di investimento.

Tale impostazione è rimasta immutata anche a seguito le modifiche introdotte dalla direttiva MiFID II, tra le quali il criterio della ragionevolezza che, nel contesto in esame, delinea un modello di condotta richiesto all'investitore, nel senso che anche quest'ultimo è tenuto ad un determinato comportamento, al fine di comprendere la scelta di investimento effettuata. L'investitore, nel comportarsi come un uomo ragionevole, deve attuare un comportamento adeguato alla realizzazione dello scopo prefissato, senza, in ogni caso, sacrificare oltre modo il proprio interesse.

In caso, invece, di operazione non adeguata, il dovere informativo era più stringente: l'art. 21 t.u.f., modificato dall'art. 14, l. 28 dicembre 2005, n. 262, prevedeva il dovere per gli intermediari di rispettare il principio di adeguatezza, salve le diverse disposizioni espressamente impartite dall'investitore in forma scritta e l'art. 29, 3° co., reg. Consob 11522/1998 imponeva all'intermediario di informare delle ragioni per cui non era opportuno procedere all'esecuzione di un'operazione inadeguata richiesta dall'investitore e se l'investitore intendeva comunque procedere era necessario ottenere una dichiarazione firmata dal cliente in cui riconosceva di aver ricevuto tutte le indicazioni contrarie all'investimento.

Nel caso di operazione inadeguata, il regime antecedente alla direttiva MiFID II, lasciava intendere un dovere di analitica indicazione delle ragioni addotte per giustificare l'inidoneità dell'operazione in rapporto alle esigenze del singolo investitore ed una conseguente manifestazione inequivoca della volontà dell'investitore, diretta a confermare comunque l'esecuzione dell'operazione. In particolare, era prevista una vera e propria assunzione del rischio da parte dell'investitore.²²⁴ Il c.d. principio di assunzione del rischio presuppone la volontà di assumere il rischio, la consapevolezza del pericolo nonché l'utilità sociale delle attività nel cui contesto vi è l'assunzione del rischio. Tali caratteri sembrano ricorrere nel disposto dell'art. 29, reg. Consob 11522/1998, il quale, nel prevedere che l'operazione inadeguata poteva essere eseguita soltanto se vi fosse stato un ordine scritto dell'investitore contenente un esplicito riferimento alle avvertenze riguardanti le ragioni per cui non era opportuno procedere alla esecuzione, lasciava

²²⁴ FACCI, *op. cit.*, p.36.

intendere una conoscenza effettiva dell'inadeguatezza dell'operazione e del pericolo che ne derivava.

In tal modo, la disposizione presenta una valenza probatoria, ossia la prova per giustificare eventualmente l'operato dell'intermediario e precisava anche che l'informazione era stata trasmessa e recepita correttamente dall'investitore, al fine di correggere l'asimmetria informativa esistente, non solo nell'interesse di quest'ultimo ma anche per salvaguardare gli equilibri di mercato.

In caso di operazione non adeguata, l'esigenza informativa risulta maggiore: i contratti di investimento sono già di per sé aleatori e nel caso in cui un'operazione non sia adeguata si viene a creare una situazione alquanto pericolosa per l'investitore, così che appare ragionevole una maggiore responsabilizzazione dell'intermediario, volta a garantire la conoscenza effettiva da parte dell'investitore.

La differenza scema in caso di informazioni trasmesse in formato standardizzato, però sul piano probatorio la differenza può ravvisarsi, in quanto nell'ipotesi di operazione non adeguata l'informazione pur in formato standardizzato deve presentare un grado estremamente elevato di concretezza ed incisività. Tale informazione non solo deve essere idonea a rendere consapevole l'investitore, ma deve anche lasciar presumere, con elevato grado di probabilità, che costui effettivamente lo sia al momento dell'investimento, tenuto conto di tutte le circostanze del caso di specie, tra cui *in primis* le condizioni soggettive dell'investitore.

È indubbio, infatti, che l'obbligo informativo deve essere valutato con più rigore sia nel caso di operazione caratterizzata da una maggiore complessità sia nel caso di investitore privo del bagaglio culturale e professionale necessario per valutare i contenuti specifici della stessa.

Infine, è utile considerare come sia stata valutata inefficace la dichiarazione di non adeguatezza sottoscritta dall'investitore, quando le circostanze del caso concreto, come ad esempio la personalità ed il livello culturale, oppure l'età dello stesso cliente, abbiano impedito di considerare tale dichiarazione come espressione di una reale consapevolezza del sottoscrittore circa la natura dell'operazione ed il rischio ad essa correlato. Allo stesso modo, si è ritenuto inefficace un avvertimento all'investitore circa la non adeguatezza dell'operazione eccessivamente generico, che non richiama i motivi dell'inadeguatezza e che non era specificamente sottoscritto dagli attori, cosicché manca la prova che il cliente

abbia compreso effettivamente la portata dell'operazione e la sua inadeguatezza rispetto al proprio profilo di rischio.

A seguito del recepimento della direttiva MiFID II, i criteri di valutazione di adeguatezza e non restano invariati, ma quest'ultima, prima unica, viene distinta in valutazione di appropriatezza (art. 42 reg. Consob 29 ottobre 2007, n. 16190) e di adeguatezza (art. 40 reg. Consob 29 ottobre 2007, n. 16190). Rispetto alla disciplina previgente, pertanto, l'adeguatezza riguarda solamente il servizio di consulenza e di gestione del portafoglio.

4.4. L'introduzione della sostenibilità in MiFID II

La trasparenza nei confronti degli investitori finali circa le caratteristiche dei prodotti finanziari offerti è stata inizialmente declinata nell'obbligo, indirizzato solamente agli organismi di investimento, di pubblicare un prospetto.²²⁵ Successivamente, è stato introdotto il *Key Investor Information Document* (KIID), documento contenente le caratteristiche essenziali del fondo²²⁶, esteso poi ad una gamma più ampia di prodotti finanziari (KID)²²⁷. Tra gli obiettivi di tale previsione è possibile citare la tutela della protezione degli investitori, la quale, per la finanza sostenibile, è stata prevista all'interno dell'*Action Plan*.

Il 19 dicembre 2018, a seguito del mandato conferitole dalla Commissione europea, l'ESMA ha pubblicato il *Consultation Paper* indirizzato in particolare alle imprese di investimento e alle istituzioni di credito che erogano attività e servizi di investimento soggette a MiFID II, al fine di fornire un *technical advice* circa l'integrazione di rischi e fattori di sostenibilità. L'ESMA aveva invitato i destinatari a pronunciarsi e commentare entro il 19 febbraio 2019. Tutti i commenti pervenuti entro tale data sono stati considerati da ESMA ed EIOPA²²⁸ per fornire il loro *technical advice*, come da richiesta della Commissione, entro il 30 aprile 2019.

²²⁵ Direttiva 85/611/CEE del Consiglio, del 20 dicembre 1985, relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative relative agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (UCITS), art. 1.

²²⁶ Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, relativa al coordinamento delle disposizioni legislative regolamentari e amministrative relative agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, art. 78.

²²⁷ Regolamento 1286/2014/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 novembre 2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preconfezionati.

²²⁸ Per ciò che concerne gli emendamenti introdotti nel settore assicurativo e riassicurativo, questi risultano essere speculari a quanto proposto in ambito MiFID II. In ambito di trasparenza, è

4.4.1. La valutazione di adeguatezza

Nella valutazione delle preferenze degli investitori, diversi studi²²⁹ hanno dimostrato come vi sia una discordanza tra le preferenze degli investitori e il loro effettivo comportamento, in quanto non sempre si verifica un allineamento fra gli investimenti e i valori personali. Tale differenza è stata attribuita alla percezione degli investimenti ESG quali molto volatili e meno redditizi, nonché alla scarsa conoscenza dei prodotti ESG. Gli obblighi informativi introdotti dal regolamento (EU) 2019/2088 sono, parzialmente, risposta al problema, in quanto non risultano totalmente efficaci nel riorientamento dei capitali. Anche qualora un investitore privato fosse ben informato ed interessato ai prodotti finanziari sostenibili, non necessariamente questo si tradurrebbe in un comportamento finanziario coerente a causa della complessità delle decisioni di investimento, della scarsa attenzione e della procrastinazione. I consulenti finanziari nel processo di allocazione del capitale privato possono svolgere un ruolo fondamentale, aumentando la consapevolezza e la conoscenza dei prodotti finanziari sostenibili tramite l'inclusione di questi ultimi nella loro offerta, nonché fornendo maggiori informazioni come previsto dalla sesta azione del Piano d'azione per la finanza sostenibile.

Nell'aprile 2020 la Commissione europea ha sottoposto a consultazione pubblica la *Renewed Sustainable Finance Strategy*, dalla quale principalmente due domande risultano illuminanti circa l'utilità o meno delle informazioni previste dal regolamento (UE) 2019/2088: «*Question 3: When looking for investment opportunities, would*

prevista l'integrazione del "principio della persona prudente", prevedendosi che nell'ambito della valutazione della sicurezza, della qualità, della liquidità e della redditività del portafoglio debbano essere tenuti in considerazione anche i citati "rischi di sostenibilità". Inoltre, è previsto che le imprese debbano tenere in considerazione l'impatto a lungo termine degli investimenti e riflettere, ove rilevanti, le preferenze in materia ESG dei contraenti e dei beneficiari.

Con riguardo alla tematica dei conflitti di interesse è infine prevista l'introduzione di un nuovo considerando nel Regolamento delegato (EU) 2017/2359, richiedendo alle imprese di tenere in considerazione anche i conflitti derivanti dalla considerazione dei fattori ESG nell'attività distributiva; inoltre, il medesimo Regolamento sarebbe integrato con la previsione che fra i fattori da considerare nell'identificazione dei tipi di conflitti che possono insorgere nell'ambito della distribuzione assicurativa andranno inclusi anche quelli derivanti dagli obiettivi ESG dei clienti, ove rilevanti.

Le proposte in tema di *product governance*, anch'esse inserite in ambito IDD, sono speculari a quelle previste per la MIFID II: con un approccio di principio, l'obbligo di tenere conto dei fattori ESG nella definizione e revisione del *target market* è quindi inserito nelle norme rilevanti del Regolamento delegato (EU) 2358/2017.

²²⁹ PAETZOLD, BUSCH, *Unleashing the Powerful Few: Sustainable Investing Behaviour of Wealthy Private Investor*, in *Organization & Environment*, 2014; PILAJ, *The Choice Architecture of Sustainable and Responsible Investment: Nudging Investors Toward Ethical Decision-Making* in *Journal of Business Ethics*, 2017, pp. 743 - 753.

*you like to be systematically offered sustainable investment products as a default option by your financial adviser, provided the product suits your other needs?» e «Question 50: Do you think that retail investors should be systematically offered sustainable investment products as one of the default options, when the provider has them available, at a comparable cost and if those products meet the suitability test?»²³⁰. Per ciò che concerne l'introduzione dell'offerta di prodotti di investimento sostenibili da parte del proprio consulente, il 68% degli *stakeholders* ha risposto affermativamente²³¹, contro il 28% che non ha espresso un'opinione in merito e il 3% che non lo ritiene necessario. Invece, alla 50esima domanda, pur essendoci un netto consenso positivo (63%), il 14% ha espresso parere negativo, sostenendo quindi che in generale agli investitori privati non debbano essere offerti sistematicamente prodotti finanziari sostenibili. Tale risultato rispecchia il risultato della domanda circa la necessità di provvedere ad una maggiore educazione finanziaria della popolazione europea, rispondendo quindi alla perplessità iniziale.*

Il regolamento delegato (EU) 2017/565 della Commissione precisa le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e i loro requisiti organizzativi, integrando le previsioni contenute all'interno della direttiva 2014/65/UE²³² e, in modo particolare, dell'art. 25.

Quest'ultimo prevedeva originariamente che l'impresa di investimento, qualora stesse offrendo servizi di consulenza dovesse ottenere dal cliente informazioni necessarie in merito a conoscenze ed esperienze di quest'ultimo in materia di investimenti, al tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di sostenere perdite, ai suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio, per essere in grado di consigliare servizi di investimento e strumenti finanziari adeguati al cliente o al potenziale cliente e che siano, in particolare, adeguati in relazione alla sua

²³⁰EUROPEAN COMMISSION, *Summary Report of the Stakeholder Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy*, aprile, 2020, pp. 17, 47.

²³¹ I soggetti che hanno partecipato alla consultazione sono 10 accademici, 7 organizzazioni dei consumatori, 59 organizzazioni non governative, 4 sindacati e 100 enti finanziari.

²³² La MiFID II determina dal punto di vista legale la maggior parte delle relazioni intercorrenti tra i distributori di prodotti di investimento e i loro clienti, sebbene questa riguardi solamente i servizi di investimento citati nel suo allegato. Per ciò che concerne le assicurazioni²³², i fondi pensione²³² e il *crowdfunding*²³², le relative direttive ne regolano i rapporti; tuttavia, solamente la MiFID II e la IDD sono state emendate, coerentemente con il Piano d'azione della Commissione europea, introducendo le preferenze di sostenibilità della clientela. Nell'intento della Commissione tali modifiche dovrebbero l'ESMA a incentivare gli investimenti sostenibili.

tolleranza al rischio. In modo particolare, era previsto che fosse direttamente l'ente finanziario a stabilire le informazioni da raccogliere in base alla tipologia di cliente.

L'art. 54 del regolamento delegato 2017/565, che sostituisce l'art. 25, par. 2 e 3, ha introdotto la previsione per cui le imprese di investimento devono adottare adeguate misure per garantire l'attendibilità della consulenza fornita, come ad esempio, assicurarsi che i clienti siano consapevoli dell'importanza di fornire informazioni accurate e aggiornate e verificare che le domande utilizzate nel processo siano atte a essere comprese dai clienti, fotografando un'immagine dettagliata degli obiettivi e delle esigenze del cliente tale da condurre la valutazione di adeguatezza precisa.

Inoltre, le imprese di investimento, ai sensi dell'art. 54 del regolamento delegato 2017/565, devono presentare al cliente privato una relazione che comprende una descrizione generale della consulenza prestata e del modo in cui la raccomandazione fornita sia idonea per il cliente al dettaglio, inclusa una spiegazione di come risponda agli obiettivi del cliente in riferimento alla durata dell'investimento richiesta, alle conoscenze del cliente in materia finanziaria e alla sua propensione al rischio.

Considerata l'introduzione, ad opera del regolamento (EU) 2019/2088²³³, di una documentazione allegata al prodotto finanziario che descriva le modalità con cui vengono raggiunti i livelli dichiarati di sostenibilità o di ambizione di sostenibilità, e visti i diversi prodotti cui si applicano la MiFID II, l'SFDR e il regolamento (EU) 2020/852, il regolamento delegato in questione garantirebbe che gli strumenti finanziari con una determinata rilevanza in merito alla sostenibilità siano consigliati ai clienti o potenziali clienti con espresse preferenze di sostenibilità. Queste ultime riguardano pertanto solamente gli strumenti finanziari investiti, almeno in una certa misura, in attività conformi alla tassonomia a norma del regolamento 2020/852 o in investimenti sostenibili ai sensi dell'art. 2, punto 17, dell'SFDR, tra cui rientrano anche le attività conformi alla tassonomia o che considerano le esternalità negative sull'ambiente o sulla società degli investimenti. Le norme sulle preferenze di sostenibilità favoriscono e rafforzano

²³³ Tale regolamento non introduce un sistema di etichettatura, e pertanto i diversi obiettivi potrebbero essere descritti in modo diverso. Se da un lato, i prodotti finanziari di cui all'art. 9 dell'SFDR devono perseguire l'obiettivo di investimenti sostenibili, che non arrechino un danno significativo, ai sensi dell'art. 2, punto 17, del regolamento 2019/2088, dall'altro i prodotti finanziari che rientrano nell'ambito di applicazione dell'art. 8 dell'SFDR potrebbero integrare strategie diverse, comprese quelle che, nonostante le rivendicazioni riguardanti il profilo ambientale, sociale e di *governance*, gli investimenti socialmente responsabili o l'orientamento alla sostenibilità, potrebbero essere prive di rilevanza in relazione alla sostenibilità.

l'obiettivo strategico di ridurre il fenomeno del *greenwashing* e della vendita impropria e incoraggiano la transizione del sistema finanziario, sostenendo lo sforzo delle imprese verso una maggiore sostenibilità.

Al fine di agevolare il processo di consulenza finanziaria, gli enti finanziari dovrebbero classificare gli strumenti finanziari a seconda della loro quota investita in attività economiche considerate ecosostenibili. Le imprese di investimento, inoltre, dovrebbero spiegare ai clienti o potenziali clienti i principali effetti negativi pertinenti a questioni ambientali, sociali, di personale o *governance* considerati gli effetti negativi che i fattori di sostenibilità potrebbero avere sui rendimenti finanziari. Tale illustrazione consentirebbe di dimostrare la presa in considerazione dei fattori di sostenibilità, nonché la capacità del cliente di affrontare le principali ed eventuali conseguenze economiche negative nel tempo, le quali potrebbero essere rappresentate da parametri qualitativi o quantitativi, compresi quelli conformi al regolamento (EU) 2019/2088.

A seguito della valutazione d'impatto pubblicata nel maggio 2018, è stata evidenziata la necessità di chiarire che le imprese di investimento devono tenere conto dei fattori di sostenibilità in ottemperanza dei loro doveri nei confronti dei clienti e potenziali clienti. Le imprese di investimento dovrebbero pertanto considerare oltre ai pertinenti rischi finanziari su base continuativa, anche tutti i rischi di sostenibilità di cui al regolamento (EU) 2019/2088 che, laddove si verificassero, potrebbero causare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul rendimento di un investimento.

Il regolamento delegato (EU) 2017/565 della Commissione non fa esplicito riferimento ai rischi di sostenibilità. Al fine di rimediare a tale lacuna e per assicurare che le procedure interne e organizzative siano attuate correttamente, è stato adottato dalla Commissione europea il 21 aprile 2021 un regolamento delegato, che modifica il regolamento delegato (EU) 2017/565, prevedendo l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività degli enti finanziari.

L'art. 1 di tale regolamento delegato chiarisce come le imprese di investimento nella prestazione di servizi di consulenza finanziaria e di gestione del portafoglio debbano obbligatoriamente prendere in considerazione e valutare le preferenze di sostenibilità dei loro clienti o potenziali clienti. Vista la varietà di prodotti finanziari a cui si applicano la MiFID II, da un lato, e l'SFDR e il regolamento sulla tassonomia, dall'altro, le preferenze

di sostenibilità previste di cui all'art. 1 non devono limitarsi ai prodotti finanziari ai sensi dell'SFDR e del regolamento sulla tassonomia, ma devono basarsi invece sui concetti legati alla sostenibilità introdotti dal regolamento, consentendo alle imprese di investimento di raccomandare altri strumenti finanziari, oltre che i fondi di investimento pertinenti. A titolo esemplificativo, il paragrafo 1 punto b dell'art. 1 introduce gli «*strumenti finanziari che perseguono una quota minima di investimenti sostenibili*», per i quali la quota minima non deve essere definita in base ai regolamenti sopracitati, bensì a seconda delle preferenze di sostenibilità del cliente. Successivamente, l'articolo impone ai consulenti finanziari l'elaborazione di una relazione destinata al cliente, al fine di illustrare come la raccomandazione fornita rispetta le informazioni raccolte dal cliente stesso circa gli obiettivi di investimento, il profilo di rischio, la capacità di sostenere perdite e le preferenze di sostenibilità.

In generale, l'art. 1 prevede l'obbligo per le imprese di investimento di considerare i rischi di sostenibilità, in termini qualitativi o quantitativi, integrando tali rischi all'interno delle politiche di gestione dei rischi.

In particolare, viene introdotto il concetto di “preferenze di sostenibilità”, intendendo per esse la scelta di un cliente o di un potenziale cliente di integrare all'interno della propria strategia di investimento i seguenti prodotti finanziari: uno strumento finanziario che ha come oggetto un investimento ecosostenibile, di cui all'art. 2 del regolamento (EU) 2020/852, uno strumento finanziario che presenta una quota minima, stabilita dal cliente, investita in investimenti sostenibili ai sensi dell'art. 2, punto 17, del regolamento (EU) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio oppure uno strumento finanziario che considera i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità laddove elementi qualitativi o quantitativi comprovanti tale presa in considerazione sono determinati dal cliente o potenziale cliente.

L'art. 2 dispone la data di entrata in vigore del regolamento, prevedendo un periodo transitorio di 12 mesi, garantendo quindi la possibilità di adeguamento e di formazione.

Durante la prima fase della consulenza finanziaria, è necessario ottenere dal cliente delle indicazioni in merito agli investimenti che ritiene opportuno effettuare. A tal fine, il gruppo di esperti ha raccomandato di imporre ai consulenti finanziari di interrogare sistematicamente gli investitori privati sulle loro preferenze circa l'impatto di sostenibilità dei loro investimenti. Nella consultazione pubblicata tenuta dalla Commissione europea

nel marzo 2018 per l'integrazione dei fattori ESG nella valutazione dell'idoneità, è stato dimostrato come le informazioni fornite dal consulente e richieste dal cliente non riguardavano la sostenibilità²³⁴, evidenziando la necessità di una maggiore regolamentazione quale quella introdotta dal regolamento delegato. A tal fine, la Commissione europea ha incluso nel Piano d'azione la modifica della MiFID II e della IID, mediante l'inclusione delle preferenze di sostenibilità nella valutazione di adeguatezza dei prodotti forniti, previsione che è stata successivamente riportata dall'ESMA all'interno delle linee guida per l'adozione della MIFID II.²³⁵

All'interno di tale regolamento delegato, risultano lacunose tre previsioni fondamentali. Innanzitutto, non vengono inserite specifiche indicazioni circa quando dovrebbe avvenire la raccolta di informazioni in merito agli obiettivi di investimento. In secondo luogo, si sottolinea come gli enti finanziari dovrebbero inserire all'interno della propria struttura delle politiche e delle procedure per comprendere i rischi e la natura dei prodotti finanziari selezionati per i clienti, senza però considerare la difficoltà già palesata dalle autorità di quantificazione dei rischi ESG. Infine, è introdotta la questione della vendita impropria. In riferimento a ciò, il 5° *considerando* stabilisce che *«le imprese di investimento dovrebbero disporre di meccanismi adeguati a garantire che l'inclusione dei fattori di sostenibilità nel processo di consulenza e nella gestione del portafoglio non porti a pratiche di vendita impropria o all'errata rappresentazione di strumenti o strategie finanziari come rispondenti alle preferenze di sostenibilità laddove non lo sono. Al fine di evitare tali pratiche o false rappresentazioni, prima di chiedere le potenziali preferenze di sostenibilità, le imprese di investimento che forniscono consulenza in materia di investimenti dovrebbero valutare gli altri obiettivi di investimento, l'orizzonte temporale e le circostanze individuali del cliente o potenziale cliente.»*

Il *considerando* appena trascritto fa sorgere una serie di problemi. Innanzitutto, gli articoli della MiFID II emendati dal regolamento stesso considerano le preferenze di sostenibilità come parte integrante del processo di valutazione di adeguatezza, mentre dal testo citato emerge un ordine di priorità tale per cui gli obblighi informativi introdotti dal regolamento

²³⁴ *Explanatory Memorandum to the Commission Delegated Regulation amending MiFID II Delegated Regulation (EU) 2017/565; Explanatory Memorandum to the Commission Delegated Regulation amending IDD Delegated Regulations (EU) 2017/2358 and (EU) 2017/2359* (Ref. Ares(2020)2955230, 8 June 2020).

²³⁵ ESMA, *Final Report: Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 2018, p.38.

(EU) 2019/2088 risulterebbero vani in quanto gli obiettivi di investimento, in base allo stesso *considerando*, sarebbero da preferire agli obiettivi di sostenibilità.

4.4.2. *La governance dei prodotti*

Al fine di tutelare i clienti nella scelta dei prodotti finanziari e di rafforzare la fiducia nei mercati in seguito alla crisi del 2008, la MiFID II ha introdotto²³⁶ obblighi di gestione dei prodotti finanziari, passando da una logica di servizio a una logica di prodotto, anticipando la protezione dell'investitore finale al momento della creazione del prodotto. Il fondamento normativo della *governance* dei prodotti è contenuto negli artt. 16 e 24 della MiFID II, nonché negli artt. 9 e 10 della direttiva delegata n. 2017/593 della Commissione del 7 aprile 2016, disposizioni, queste ultime, che ne dettano una disciplina più articolata e delineano più dettagliatamente gli obblighi facenti capo rispettivamente ai produttori²³⁷ e ai distributori²³⁸.

La normativa precedente alla MiFID II era solita considerare la trasparenza e la comunicazione al cliente fondamentali, ma altrettanto sufficienti, per proteggerlo da eventuali errori o abusi da parte dell'intermediario. Pertanto, successivamente all'impartizione di nozioni circa i rischi e i costi degli strumenti finanziari proposti, assolti quindi gli obblighi informativi, gli enti finanziari sovente hanno ritenuto di poter vendere qualsiasi prodotto/servizio finanziario al cliente, una volta che questo, nella sua piena libertà, avesse dato l'assenso per dette manovre. L'aumento della complessità dei

²³⁶ È stata preceduta da alcune misure che tendevano a questo obiettivo, tra cui il *Joint Position* emanato nel novembre 2013 dalle Autorità di Vigilanza Europee, avente ad oggetto i processi di supervisione e di *governance* dei prodotti, che invitava i produttori alla creazione di un *target market* positivo, fino ad arrivare alla Comunicazione Consob sulla distribuzione dei prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*, del dicembre 2014, nella quale, introducendo una *black list* di prodotti da non raccomandare alla clientela *retail*, si delineava di fatto il concetto di *target market* negativo. La riflessione che un intervento preventivo sulla ingegnerizzazione dei prodotti possa portare benefici per gli investitori, si trova peraltro nella Comunicazione Consob del 2 marzo 2009, n. DIN/9019104.

²³⁷ Per tali, in conformità di quanto previsto dal 5° *considerando* e dall'art. 9 della Direttiva delegata, devono intendersi le imprese di investimento che creano, sviluppano, emettono e concepiscono prodotti finanziari, compresi quelli che prestano consulenza agli emittenti societari in merito al varo di nuovi strumenti finanziari.

²³⁸ Per "*distributori*", in conformità di quanto previsto al 15° *considerando* e all'art. 10 della Direttiva delegata, devono intendersi le imprese di investimento che offrono o raccomandano strumenti finanziari e servizi ai clienti; l'ESMA, in proposito, ha chiarito che tale concetto deve intendersi in senso ampio, dovendosi considerare distributore, ai fini della *product governance*, l'intermediario che presta qualsiasi servizio di investimento, ivi incluso il servizio di gestione di portafoglio, nonché i servizi di natura esecutivi, anche in modalità di *execution only*.

mercati finanziari, come evidenziato dalla letteratura, ha ostacolato l'acquisizione delle competenze necessarie per la comprensione delle comunicazioni relative ai prodotti finanziari. Al fine di agevolare l'intendimento delle informazioni a disposizione dell'investitore finale, specie se *retail*, il legislatore europeo ha esteso la protezione dalla fase di assemblaggio dei prodotti e servizi alla loro distribuzione.

Orbene, dal 3 gennaio 2018, i *manufacturers* sono tenuti a identificare il mercato di riferimento per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi il prodotto è compatibile e a cui pertanto tale prodotto dovrà essere destinato (1), adattare il proprio prodotto alle esigenze del mercato di riferimento individuato (2) ed assicurarsi che la distribuzione avvenga presso la clientela definita (3).²³⁹ I *distributors*, dall'altra parte, devono conoscere gli strumenti finanziari che propongono (1), valutarne l'adeguatezza in base alle esigenze della clientela (2) e garantire che quanto offerto sia nell'interesse del cliente (3).²⁴⁰ In seguito all'azione dettata dalla Commissione europea in merito al riorientamento del flusso dei capitali privati, il legislatore europeo ha integrato i fattori e le preferenze di sostenibilità nella *governance* dei prodotti.²⁴¹ All'interno delle Linee Guida sugli obblighi di MiFID II relativi alla *Product Governance* del 2018, l'ESMA ha previsto l'indicazione dei fattori ESG contestualmente alla determinazione del mercato di riferimento, in relazione alle esigenze e bisogni dei clienti. Considerando che un prodotto può essere strutturato con caratteristiche particolari per poter conseguire obiettivi di investimento specifici, come per esempio "l'investimento verde" e "l'investimento etico"²⁴², gli intermediari devono non solo in fase di distribuzione dei prodotti, ma anche in sede di produzione e durante tutto il ciclo di vita del prodotto, prestare attenzione alle variabili sociali, ambientali e di *governance*. Pertanto, gli intermediari dovranno quindi riformulare e integrare politiche e processi interni in riferimento alla *product governance*.

L'art. 2 della *MiFID Delegated Directive*²⁴³ introduce delle modifiche all'interno dell'art. 9 della direttiva (EU) 2017/593, prevedendo che i produttori devono identificare in modo

²³⁹Art. 24, co. 2, par. 1, e art. 16, par. 3, MiFID II.

²⁴⁰ Art. 24, co.2, par. 2, MiFID II.

²⁴¹ COLAERT, *Integrating Sustainable Finance into the MiFID II and IDD Investor Protection Framework*, in *Sustainable Finance in Europe Corporate Governance*, Financial Stability and Financial Markets, European Banking Institute, Francoforte, 2021, p.462.

²⁴² ESMA, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 2018, p.7. È opportuno sottolineare come l'EIOPA non abbia ancora provveduto a pubblicare Linee Guida in merito.

²⁴³ Direttiva delegata (EU) 2017/593 della Commissione del 7 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli

granulare il mercato di riferimento in base agli strumenti finanziari e specificare i clienti, i cui bisogni, obiettivi di investimento e preferenze di sostenibilità sono compatibili con quanto offerto.

L'inclusione dei fattori ESG nel processo di *product governance* dovrà avvenire tramite l'adozione di procedure in grado di assicurare che per tutto il ciclo di vita dei prodotti, dalla produzione alla distribuzione, siano considerati (1) interessi, obiettivi ESG e caratteristiche dei clienti e (2) caratteristiche e rischi specifici degli investimenti sostenibili.

Per determinare qualora un prodotto finanziario sia corrispondente alle esigenze del mercato di riferimento, gli enti finanziari, siano essi distributori o produttori, erano già obbligati a valutare il profilo di rischio-rendimento, ma la direttiva emendata ha introdotto la verifica della coerenza con il profilo di sostenibilità.²⁴⁴ Inoltre, è necessaria l'adozione di procedure di *product testing* e di analisi di scenario adeguate che considerino anche le variabili ESG oltre a quelle tradizionali, per valutare gli impatti che l'offerta o la modifica del prodotto sostenibile può avere sul *Target Market*.

Inoltre, la direttiva MiFID II, ha introdotto il rafforzamento dei poteri delle Autorità di Vigilanza, tramite la *product intervention*, uno strumento di dissuasione di condotte lesive. Ai sensi dell'art. 42 MiFIR²⁴⁵, questo viene definito, infatti, come il potere dell'autorità competente di vietare o limitare, all'interno di un determinato Stato membro la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari o di depositi strutturati con particolari caratteristiche specifiche (1) o un tipo di attività o pratica finanziaria (2). La direttiva MiFIR, ponendo dei limiti al suo utilizzo, non si presta a divieti generalizzati su di prodotti finanziari eterogenei. L'utilizzo della norma è limitato alla contemporanea presenza dei seguenti presupposti: lo strumento finanziario sollevi timori significativi in merito alla protezione degli investitori, o sia una minaccia all'integrità dei mercati; le norme europee o una migliore vigilanza non consentirebbe di fronteggiare il problema in modo più efficace. La possibilità d'intervento preventivo delle

strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari.
²⁴⁴ Art. 1 of Commission Delegated Directive (Ref. Ares(2020)2955234, 8 June 2020) amending art. 9 (11) Delegated Regulation 2017/593/EU; Art. 1(2) of Commission Delegated Regulation (Ref. Ares(2020)2955230, 8 June 2020).

²⁴⁵ Regolamento (EU) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (EU) n. 648/2012.

Autorità di Vigilanza presuppone un monitoraggio continuo e quindi un costante flusso informativo tra le imprese finanziarie e le stesse autorità. Per raggiungere quest'obiettivo queste ultime dovranno dotarsi di presidi elevati di *market monitoring*, con conseguenti costi per esse e per la *compliance* delle aziende interessate. I tecnicismi della norma in esame, e i costi derivanti da essa, pongono dei dubbi circa il suo effettivo impatto nella realtà, considerando la discrezionalità di tale potere lasciato ad un sistema di autorità europee finora molto caute nel sanzionare le grandi compagnie finanziarie.

L'integrazione della sostenibilità nel processo di *product governance*, tuttavia, possiede delle intrinseche limitazioni. I fattori ESG, secondo le attuali previsioni, dovrebbero essere considerati nel processo di approvazione dello strumento finanziario e solamente nei confronti dei soggetti che ricercano strumenti con un profilo legato alla sostenibilità.

²⁴⁶ La commissione europea ha però specificato che è possibile individuare un mercato di riferimento per i clienti che non hanno preferenze di sostenibilità e per il quale, quindi, non sarebbe necessario provvedere all'inclusione di informazioni in merito. ²⁴⁷ Tale previsione di fatto non contribuisce alla transizione climatica: sarebbe stata preferibile l'imposizione di informazioni ESG maggiormente granulari come nel caso del profilo di rischio di ciascuno strumento, infatti, solamente in rare circostanze i clienti sono interessati alla sostenibilità.²⁴⁸ Inoltre, vi sono delle differenze fra la normativa introdotta dalla MiFID II e quella della IDD. Pur prevedendo queste in linea generale le stesse previsioni di *governance* di prodotto di fatto, la direttiva IDD contiene delle previsioni che non hanno alcun riscontro all'interno della MiFID II, fra le quali il *product testing* e la verifica dei canali di distribuzione entrambe emendate con l'introduzione delle preferenze di sostenibilità. ²⁴⁹

Inoltre, come per la valutazione di adeguatezza, l'analisi della sostenibilità di un prodotto finanziario per finalità di *product governance* richiede lo sviluppo di un'adeguata e

²⁴⁶ 5° *considerando* della Commission Delegated Directive amending MiFID Delegated Directive (EU) 2017/593 (Ref. Ares(2020)2955234, 8 June 2020).

²⁴⁷ COMMISSION DELEGATED DIRECTIVE (EU) .../... of 21.4.2021 *amending Delegated Directive (EU) 2017/593 as regards the integration of sustainability factors into the product governance obligation*, p.3.

²⁴⁸ COMMISSION DELEGATED DIRECTIVE (EU) .../... of 21.4.2021 *amending Delegated Directive (EU) 2017/593 as regards the integration of sustainability factors into the product governance obligation*, p.2.

²⁴⁹ Art. 1 della Commission Delegated Regulation (Ref. Ares(2020)2955230, 8 June 2020) *amending art. 5 (2), (3), (4), 6 (1) and (2), 8 (3), and 10 (2) of IDD Delegated Regulation (EU) No 2017/2358*.

completa tassonomia. Il regolamento (EU) 2020/852 attualmente risulta insufficientemente sviluppato e la definizione dei fattori ESG non risulta presente, pertanto, è compito dei singoli enti finanziari stabilire cosa rientri all'interno di queste categorie. Di conseguenza, la granularità delle informazioni richiesta per i prodotti ESG appare eccessiva. Al fine di proteggersi da potenziali rischi di responsabilità civile, a causa delle inesatte informazioni, diversi produttori si astengono dal dichiarare la sostenibilità del proprio prodotto. In linea con le previsioni della direttiva delegata MiFID II, i *distributor* vista l'assenza di informazioni sufficienti, non raccomandano tali prodotti.

4.4.3. *I conflitti di interesse*

Nonostante gli obblighi in capo ai produttori e ai distributori di prodotti finanziari, restano ancora insoluti i conflitti di interesse, i quali potrebbero sorgere al momento della fornitura di servizi di investimento e servizi accessori, o di una combinazione di essi, e la cui esistenza può ledere gli interessi di un cliente, comprese le sue preferenze di sostenibilità. Per "interesse" si intende, infatti, qualsiasi influenza che interferisce con la sua capacità decisionale. La direttiva MiFID II nell'approccio ai conflitti di interesse introduce un sistema organizzazione suddiviso in tre fasi: l'identificazione dei potenziali conflitti di interesse (1), la gestione di questi sulla base delle politiche adottate (2), la comunicazione alla clientela dell'eventuale insorgere di conflitti di interesse che potrebbero danneggiarla (3)²⁵⁰. L'introduzione delle preferenze di sostenibilità può far emergere nuovi conflitti e pertanto non stupiscono gli emendamenti proposti.

All'interno della cornice legislativa delineata, è opportuno collocare la soluzione dei conflitti di interesse legati alla sostenibilità nella prima fase, ossia l'identificazione. L'art. 33 del regolamento delegato (EU) che modifica il regolamento (UE)ropeo (EU) 2017/565 introduce cinque criteri per la valutazione dell'eventuale danno che un conflitto di interesse potrebbe arrecare al cliente. In particolare, i consulenti finanziari devono comprendere le situazioni in cui essi potrebbero ottenere un guadagno o evitare una perdita per il cliente (1), nell'esecuzione di un'operazione finanziaria hanno un interesse diverso da quello del cliente (2), hanno degli interessi a privilegiare un altro cliente o un gruppo di clienti (3), esercitano la stessa attività del cliente (4) e riceveranno o ricevono un incentivo in base al servizio prestato al cliente (5). Tale articolo è stato modificato per

²⁵⁰ Art. 16, par. 3, e art. 23 direttiva 2014/65/UE.

introdurre “le preferenze di sostenibilità” fra le eventuali lesioni che il conflitto potrebbe comportare. Nonostante possa sembrare scarna, la previsione viene rafforzata dal 4° *considerando*, in cui si afferma che le imprese di investimento dovrebbero valutare anche i conflitti di interesse che potrebbero insorgere a seguito dell'integrazione delle preferenze di sostenibilità del cliente, al fine di mantenere un livello elevato di tutela degli investitori. Allo stesso modo per i clienti esistenti, per i quali è già stata effettuata una valutazione dell'adeguatezza, viene previsto che le imprese di investimento identifichino le preferenze di sostenibilità individuali al successivo incontro periodico.

Nonostante ciò, risulta ancora assente, la previsione in merito alla tempistica con cui le informazioni dovrebbero essere ottenute. Nella raccolta delle informazioni, il consulente interroga il cliente innanzitutto in merito ai propri obiettivi di investimento in termini quantitativi e non qualitativi. Pertanto, potrebbe verificarsi una situazione in cui il prodotto selezionato non coincida con le preferenze di sostenibilità.

D'altro canto, però, la sostituzione dell'art. 54, par. 10, ai sensi della bozza del regolamento delegato con la previsione per cui quando presta il servizio di investimento di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio, *«l'impresa di investimento non raccomanda né decide di negoziare alcun servizio o strumento se nessuno dei servizi o degli strumenti è adeguato al cliente. In particolare, l'impresa di investimento non raccomanda né decide di negoziare strumenti finanziari come rispondenti alle preferenze di sostenibilità di un cliente o potenziale cliente se essi non soddisfano tali preferenze. Essa spiega ai suoi clienti o potenziali clienti le ragioni per cui non lo fa e conserva la relativa documentazione. Se nessuno strumento finanziario soddisfa le preferenze di sostenibilità del cliente o potenziale cliente, e se il cliente decide di adattare le proprie preferenze di sostenibilità, l'impresa di investimento conserva traccia della decisione del cliente, compresi i relativi motivi.»*

Considerata la modesta disponibilità di prodotti finanziari ESG nel mercato, l'ESMA ha dichiarato che gli obiettivi di sostenibilità di un cliente o potenziale cliente risultano di secondaria importanza e pertanto devono essere considerati successivamente alla scelta dei prodotti finanziari, effettuata secondo i metodi tradizionali.²⁵¹ Tale considerazione potrebbe derivare dall'aver ravvisato un eventuale conflitto di interessi a causa

²⁵¹ ESMA, *Consultation Paper on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, 2018, p.23.

dall'assenza di una chiara regolamentazione in merito ai *rating* ESG. L'assenza di una definizione comune impedisce alle autorità e agli investitori di mappare il mercato, lasciando la definizione di rischio ESG ai *rating provider*. Successivamente, problematica sarebbe la questione legata alla trasparenza delle metodologie utilizzate nella definizione dei *rating*: i *providers* utilizzano metodologie in linea con i propri obiettivi e definizioni. Il terzo rischio deriva dalla competizione nel mercato di tali *rating* che potrebbe condurre ad una maggiore concentrazione del mercato in pochi grandi *providers*, simile alla situazione di oligopolio del mercato dei *rating* di credito. Infine, l'ultimo rischio può originare dalla coesistenza del servizio di *rating* ESG con altre aree di *business*, in quanto i conflitti di interesse potrebbero emergere nel contesto di altri prodotti o servizi venduti agli investitori. Anche se il servizio di *rating* ESG è tipicamente portato avanti in entità legali separate interessi commerciali e requisiti regolamentari su altre attività di *business* potrebbero condurre a un conflitto di priorità.²⁵²

4.5. L'importanza del *rating* ESG

Il *rating* ESG, ossia il *rating* attribuito alle imprese analizzate in relazione alle *performance* dal punto di vista dell'ambiente, della sostenibilità e della *governance*, ha assunto nel corso del tempo una sempre maggiore importanza²⁵³ Come esposto nel capitolo precedente, si è palesata l'assenza di una chiara definizione di cosa ricada nell'ambito dei fattori E, S e G, fondamentali per caratterizzare un investimento sostenibile. In modo particolare, se per il fattore E si è giunti alla definizione di un obiettivo internazionale, pur con molteplici difficoltà in merito alla quantificazione, e per il fattore G sono state individuate alcune procedure applicabili, tuttavia con ardua standardizzazione, il fattore S si presenta di problematica misurazione e analisi, tanto da essere spesso connotato solo qualitativamente. In generale, però, tutti e tre i fattori non risultano definiti. Con riferimento alla definizione di investimento sostenibile, nel contesto internazionale l'identificazione delle attività e degli investimenti sostenibili rimane affidata all'iniziativa di associazioni e *network* privati e/o sostenuti da organizzazioni sovranazionali, basati sull'adesione volontaria da parte degli attori di mercato. Ad esempio, il Fondo Monetario

²⁵²ESMA, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, marzo, 2021.

²⁵³LAERMANN, *The Significance of ESG Ratings for Socially Responsible Investment Decisions: An Examination from a Market Perspective*, 2016.

Internazionale, mostra che solo il 37% dei fondi classificabili come etici secondo Lipper sono sostenibili anche secondo Bloomberg.

Tale criticità si ricollega con quanto previsto dal 16° *considerando* della direttiva 2014/95/EU, il quale prevede che i revisori legali e le imprese di revisione contabile dovrebbero limitarsi a controllare l'avvenuta presentazione della dichiarazione di carattere non finanziario e solo gli Stati, eventualmente, possono richiedere una verifica delle informazioni contenute. Da ciò si deduce che non sussiste un obbligo di verifica del contenuto delle informazioni. Inoltre, la maggior parte degli Stati europei nel 2017 non si era nemmeno conformata all'obbligo di coinvolgimento dei revisori nelle procedure di verifica.²⁵⁴

Da ciò deriva la mancanza di standardizzazione, a più riprese richiesta dai fruitori finali, dell'informazione, la quale potrebbe portare ad elevate pratiche di *greenwashing*. Unitamente all'incompletezza delle informazioni, l'assenza di standardizzazione dell'informativa di sostenibilità può causare incertezza nella produzione dei *rating ESG*.

In generale, i *rating ESG* si connotano per alcune distorsioni che possono minarne l'affidabilità. Una prima criticità riguarda il cosiddetto *size bias*, effetto per il quale le società più grandi, con maggiori risorse economiche e umane da dedicare a politiche e attività ESG, registrano mediamente valutazioni migliori, anche se secondo alcuni operatori di mercato ciò non riflette necessariamente una maggiore attenzione ai profili ambientali o sociali.

In secondo luogo, i *rating ESG* attualmente vengono calcolati in base al settore di appartenenza, individuando semplicemente il posizionamento dell'impresa rispetto ai suoi *competitors*. Nella prassi, ciò può comportare valutazioni di società superiori alla media di mercato anche se attive in settori poco sostenibili, come quello delle armi o dell'energia tradizionale. Infine, le valutazioni ESG vengono aggiornate con una frequenza molto bassa, con il rischio che le stesse non incorporino in modo tempestivo variazioni importanti nei modelli di *business* e nella considerazione dei fattori ESG da parte delle imprese.

²⁵⁴ CSR Europe – GRI, *Member State Implementation of Directive 2014/95/EU. A Comprehensive Overview of How Member States Are Implementing the Eu Directive on Non-Financial and Diversity Information, 2017.*

4.6. L'educazione finanziaria

Nel percorso di transizione verso un'economia a zero emissioni fondamentale risulta essere l'educazione finanziaria. Considerato il quadro legislativo, per i soggetti che si avvicinano ai servizi di investimento, indipendentemente dall'ente erogatore, cruciale è la consapevolezza, la comprensione e l'azione in relazione alle questioni climatiche.

Identificata come uno dei possibili aggravanti della crisi finanziaria del 2008, l'alfabetizzazione finanziaria riveste un ruolo centrale nel riorientamento dei flussi finanziari: la corretta divulgazione delle informazioni di sostenibilità non sarebbe sufficiente nel proteggere gli investitori, qualora questi non fossero adeguatamente informati. Secondo un'indagine OCSE, condotta nel 2016 in 30 Paesi, solo il 56%²⁵⁵ degli adulti possiede le competenze per una comprensione base dei principi finanziari.²⁵⁶

Le Autorità di Vigilanza europee sono state incaricate di esaminare e coordinare le iniziative europee di educazione finanziaria, ma da un *report* pubblicato²⁵⁷ nel 2011 da EIOPA è emerso come la maggior parte delle Autorità di Vigilanza nazionali non posseggano delle strategie in merito. In materia ESG, l'Agenda 2030 ritiene l'educazione finanziaria un fattore essenziale per il successo della finanza sostenibile.

Il gruppo di esperti per l'alta finanza ha inserito l'educazione finanziaria all'interno delle sue raccomandazioni, in quanto sarebbe necessaria per garantire il coinvolgimento dei cittadini nella fase di transizione e la loro consapevolezza in merito agli impatti delle attività economiche sull'ambiente. A tal fine, il gruppo ha raccomandato alla Commissione europea di promuovere una maggiore alfabetizzazione in tema di finanza sostenibile, includendo l'educazione finanziaria nei programmi scolastici (1), facilitando l'accesso a informazioni, analisi comparative e analisi di mercato (2) e sostenendo l'impegno dei cittadini in ambito di sostenibilità (3).

In merito a quest'ultima considerazione, è opportuno rilevare come i fattori ESG abbiano iniziato ad avere un forte impatto fra gli investitori *retail*, visti gli attinenti profili ad aspetti sociodemografici, preferenze individuali e conoscenza degli investimenti sostenibili. Ciò sembrerebbe più frequente fra i soggetti più giovani, con un livello di

²⁵⁵ 56% è una media tra il 61% dei partecipanti di genere maschile e il 51% di genere femminile.

²⁵⁶ OECD, *International Survey of Adult Financial Literacy Competencies, 2016*.

²⁵⁷ EIOPA, *Report on Financial Literacy and Education Initiatives by Competent Authorities, 2011*.

istruzione più elevato e di genere femminile²⁵⁸. Nel processo di riorientamento dei flussi di capitale privato risulta fondamentale tenere in considerazione le cosiddette preferenze sociali degli individui, ossia la propensione a spendersi per una giusta causa senza attendere nulla in cambio, come evidenziato da alcune analisi teoriche²⁵⁹ ed empiriche²⁶⁰, in quanto appare vi sia una diretta dipendenza fra esse e la sostenibilità. Correlazione positiva deriverebbe, infatti, in ambito di finanza sostenibile, fra conoscenze finanziarie e ambientali.²⁶¹ Un fattore decisionale concernente l'aspetto finanziario degli investimenti sostenibili risulta essere la convinzione che questi ultimi abbiano rendimenti superiori, soprattutto nel lungo termine. Inoltre, è emerso come i soggetti interessati ai fattori ESG sarebbero disposti ad ottenere un minore rendimento finanziario a fronte di una maggiore attenzione alla sostenibilità²⁶². Il possesso di prodotti ESG si associa positivamente anche all'informazione accessibile agli investitori e può essere influenzato dalle modalità di rappresentazione delle *performance* ambientali, poiché queste incidono sulla percezione del rischio e sulla componente emozionale associata alle scelte di investimento.

Nel contesto italiano, gli investitori *retail* non sono sufficientemente consapevoli degli investimenti socialmente responsabili (SRI), pertanto i consulenti finanziari hanno un ruolo centrale nell'orientare i propri clienti verso la considerazione della sostenibilità nelle proprie scelte di investimento.²⁶³ Infatti, più della metà dei risparmiatori si fa supportare da un consulente finanziario.

In generale, le principali motivazioni di investimento sono la rischiosità e la flessibilità, la reputazione dell'intermediario e dell'azienda investita e, infine, il rendimento

²⁵⁸ DIOUF, HEBB e TOURÉ, *Exploring Factors That Influence Social Retail Investors' Decisions: Evidence from Desjardins Fund*, in *Journal of Business Ethics*, vol.134, n. 1, 2016, pp.45-67.

²⁵⁹ Ad esempio: GOLLIER e POUGET, *The 'washing machine': Investment strategies and corporate behavior with socially responsible investors*, TSE Working paper no. 14-457, 2014; HEINKEL, KRAUS e ZECHNER, *The effect of green investment on corporate behavior*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis* n.36, 2001, pp. 431-449.

²⁶⁰ Ad esempio: BASSEN, GÖDKER, LÜDEKE-FREUND e OLL, *Climate Information in Retail Investors' Decision-Making: Evidence from a Choice Experiment*, in *Organization & Environment*, 32 (1), 2019, pp. 62-82.

²⁶¹ ANDERSON e ROBINSON, *Knowledge, Fears Beliefs: Understanding Household Demand for Green Investments*, 2019.

²⁶² RIEDL e SMEETS, *Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?*, in *Journal of Finance*, 72 (6), 2017, pp.2505-2550.

²⁶³ CAFIERO E., et al., *La finanza per lo sviluppo sostenibile Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, CONSOB, giugno, 2021.

dell'investimento. Il 59% degli investimenti effettuati da investitori italiani è caratterizzato da un basso rischio a scapito del rendimento. In particolare, vengono preferiti gli investimenti a breve termine (solo il 19% del capitale è immobilizzato per un periodo eccedente i cinque anni), escludendo quindi gli investimenti sostenibili, per definizione a medio-lungo termine. A conferma di ciò, la conoscenza dell'offerta di prodotti finanziari ESG è ridotta: il 43% dei risparmiatori afferma di non aver mai sentito parlare di prodotti socialmente responsabili: un risparmiatore su quattro non sottoscrive prodotti SRI. Le cause principali della mancata sottoscrizione si confermano, come negli anni precedenti, la limitata conoscenza delle caratteristiche dei prodotti e l'assenza di una pubblicità adeguata, seguite da una promozione insufficiente da parte degli operatori finanziari e dei consulenti. Se da un lato è possibile riscontrare un incremento nella percentuale di risparmiatori a cui gli operatori hanno proposto investimenti sostenibili, dall'altro l'informazione sulla finanza sostenibile in Italia è carente per il 56% degli intervistati, in crescita però rispetto al 2018.

Per ciò che concerne le tematiche ambientali, un risparmiatore su tre le ritiene rilevanti: il 31% è infatti disposto ad incrementare la percentuale investita in prodotti finanziari sostenibili. Tuttavia, indipendentemente dal grado di sensibilità ambientale, quasi il 60% degli intervistati è concorde nell'affermare che le tematiche ESG non sono tenute nella giusta considerazione da parte degli operatori professionali. I temi associati agli investimenti sostenibili e responsabili sono: la tutela ambientale, gli aspetti sociali, la *governance* e la dimensione finanziaria. Tra coloro che hanno sottoscritto prodotti sostenibili e responsabili, un risparmiatore su quattro dichiara che la presenza di politiche a supporto dell'ambiente da parte delle aziende investite è stata molto rilevante per le scelte finanziarie.

CONCLUSIONI

La questione del cambiamento climatico, nell'ultimo ventennio, ha scosso le coscienze dei cittadini europei, anche in termini di investimenti finanziari. Contro una media europea del 24%, circa il 37% degli italiani si è dichiarata allarmata per la sostenibilità mondiale. In risposta a tale disagio, i governi mondiali si sono mobilitati, fino alla stipula dell'accordo di Parigi nel 2015 sui cambiamenti climatici, il primo legalmente vincolante. L'Unione europea si è fatta capofila del processo di transizione verso un'economia a zero emissioni. La finanza sostiene l'economia e la crescita dei Paesi europei e mondiali. Pur essendo l'elaborazione del Piano d'azione sulla finanza sostenibile l'emblema dell'impegno dell'Unione europea a conferma della persecuzione degli obiettivi comuni fissati dall'accordo di Parigi e dall'Agenda ONU 2030 per lo sviluppo sostenibile, impervio risulta ancora il processo di coinvolgimento del cliente degli intermediari finanziari. La Commissione europea ha, infatti, intravisto in questi ultimi una leva per il riorientamento dei flussi di capitali verso un'economia sostenibile, pur consapevole dell'asimmetria informativa intrinseca al mercato finanziario. A partire dal 2016 il legislatore europeo si è adoperato al fine di fare circolare informazioni concernenti la sostenibilità: in un primo momento, tramite l'introduzione della dichiarazione non finanziaria per gli enti di pubblico interesse; successivamente, mediante l'adozione del regolamento (UE)ropeo 2019/2088, tentativo di omogeneizzazione delle informazioni nei confronti degli investitori finali circa i rischi di sostenibilità e la promozione dei fattori ESG nelle attività di investimento finanziario, ponendo a carico dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari l'obbligo di informare in via precontrattuale e continuativa gli investitori finali; e infine con l'introduzione del regolamento (UE)ropeo 2020/852 che mira ad introdurre un sistema unificato di tassonomia al fine di facilitare l'identificazione dei prodotti finanziari sostenibili.

Nel contesto analizzato, diverse risultano essere le problematiche che ostacolano una corretta azione di vigilanza. Le inefficienze informative, principalmente dovute alla difficoltà di quantificare correttamente le probabilità dei rischi climatici, minano l'intero sistema. Essere in grado di prevedere l'intensità con cui i fattori ESG, e in particolare il fattore ambientale, si ripercuoteranno sulle controparti degli istituti finanziari risulta di cruciale importanza per valutare la solidità dell'ente: tale previsione si rifletterà poi nelle azioni della vigilanza prudenziale. La regolamentazione, inoltre, risulta frammentaria e

in alcuni casi eterogenea, conducendo alla valutazione dell'eventuale possibilità di utilizzo del principio di precauzione.

La regolamentazione della tutela dei fruitori dei servizi finanziari rappresenta uno dei primi segmenti su cui sono intervenute le autorità europee, in quanto il dovere di agire nel migliore interesse degli investitori implica anche che le preferenze ESG siano debitamente prese in considerazione nei processi di investimento. La disciplina della sostenibilità nell'informativa alla clientela è ostacolata, da un lato, dalla mancanza di una vigilanza unica e quindi da un'eterogeneità nell'applicazione e, dall'altro, dall'assente definizione di cosa ricada in essa. Questo concetto, introdotto in ambito economico-finanziario per la prima volta alla fine del secolo scorso, è caratterizzato da una triplice essenza (l'ambiente (E), la società (S) la *governance* (G)) di non immediata definizione. Tale complicazione, che si palesa nella difficoltà di consigliare uno strumento finanziario sostenibile, si ripercuote nell'assenza di divulgazione delle informazioni circa la sostenibilità. Al fine di proteggersi da potenziali ripercussioni di responsabilità civile, a causa delle inesatte informazioni, coerentemente con le previsioni della direttiva delegata MiFID II, i *distributors* si astengono dal raccomandare determinati prodotti.

Le nuove proposte di regolamentazione, nonché le modifiche introdotte nella regolamentazione esistente, mirano a fornire maggiore chiarezza sui doveri degli operatori finanziari in termini di considerazione di temi ESG, ma anche a migliorare la qualità dei servizi e dei prodotti di investimento offerti, allineandoli meglio alle preferenze degli investitori. In particolare, vi è un duplice livello di attenzione alle informazioni di sostenibilità divulgate. Innanzitutto, si presta attenzione alla politica di *engagement* che le imprese volontariamente pubblicano e a cui obbligatoriamente devono attenersi, considerata la tutela extracontrattuale del danno da informazioni inesatte. In secondo luogo, rilevanti risultano essere le fasi di *product governance*, valutazione di adeguatezza nonché la valutazione dei conflitti di interessi, all'interno delle quali sono state inserite le preferenze di sostenibilità. Queste ultime, però, attualmente, vengono prese in considerazione solamente successivamente ad altre preferenze del cliente e molto spesso le possibilità di investimenti sostenibili non vengono nemmeno comunicate al cliente da parte dell'intermediario. Inoltre, diversi risultano essere i *bias* cognitivi relativi agli investimenti ESG.

Assicurare elevati livelli di educazione finanziaria è vitale per il successo del processo di riforma. In particolare, l'intermediario deve assicurarsi che le informazioni divulgate siano effettivamente comprese dal cliente. A tal proposito, una migliore divulgazione delle informazioni finanziarie, la realizzazione di sondaggi e l'attivazione di iniziative di educazione finanziaria potrebbero essere insufficienti, se non integrate con altri approcci comportamentali in grado di modificare l'architettura decisionale degli investitori, evitando un'incongruenza tra le preferenze dichiarate dagli investitori ed i comportamenti effettivamente adottati. Viste le difficoltà di comunicazione con la clientela, sarebbe opportuno valutare l'introduzione di una quota obbligatoria di investimenti sostenibili nei portafogli privati, in modo simile a quanto proposto dall'Autorità Bancaria Europea per le banche europee.

BIBLIOGRAFIA

ABBADESSA et al., *Nuove Regole per le relazioni tra banche e clienti. Oltre la trasparenza?* Giappichelli Editore, Torino, 2011.

AGLIETTA e ESPAGNE, *Climate and Finance Systemic Risks, More than an Analogy? The Climate Fragility Hypothesis*, CEPII Working Papers, n. 10, 2016.

AHMED, *Why the Banking Sector Should Take CSR Seriously? CSR Effect on Trust and Marketing Performance Indicators*. Università Cattolica del Portogallo, 2020.

ALESSI, BATTISTON et al. *The EU Sustainability Taxonomy: A Financial Impact Assessment*. Publications Office of the European Union, Lussemburgo, 2019.

ALESSI, OSSOLA, et al. *The Greenium Matters: Evidence on the Pricing of Climate Risk*, University Milan Bicocca, 2019.

ALPA, *La trasparenza nei contratti bancari, Strumenti e modelli di diritto dell'economia*, Cacucci Editore, Bari, 2003.

ALPA e CATRICALA', *Diritto dei consumatori*, Il Mulino, Bologna, 2016.

ALPINO e LAVECCHIA, *Il cambiamento climatico e l'agricoltura italiana*, Banca d'Italia, 2020.

ALVINO et al. *Human Resources Disclosure in the EU Directive 2014/95/EU Perspective: A Systematic Literature Review*, , in *Journal of Cleaner Production*, vol. 257, 2020.

AMADIO et al., *Climate Risk Index for Italy*, in *Philosophical Transaction of the Royal Society*, 2018, <http://dx.doi.org/10.1098/rsta.2017.0305>.

ARISTEI, *L'Accordo di Parigi: obiettivi e disciplina*, in *Quarterly Journal of Environmental Law*, vol. n. 3, 2017.

ARTUSO e GASPERINI, *SDGs e ESG: ingredienti per una ricetta sostenibile*, in *Amministrazione & Finanza*, 2019.

ASSOCIAZIONE ITALIANA FINANCIAL INDUSTRY RISK MANAGERS, *Climate Change: valutare e far progredire la consapevolezza di un "nuovo Financial Risk"*, 2020.

ATKINSON e MESSY, *Measuring Financial Literacy*, Working Paper on Finance, *Insurance and Private Pensions*, OECD, vol. 15, 2012.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Shining a Light on Climate Risks: The ECB's Economy-Wide Climate Stress Test*, marzo 2021. www.ecb.europa.eu, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210318~3bbc68ffc5.en.html>.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT, *Climate-related financial risks: a survey on current initiatives*, in www.bis.org, aprile, 2020.

---, *Climate-related financial risks - measurement methodologies*, in www.bis.org, aprile, 2021.

---, *Climate-related risk drivers and their transmission channels*, in www.bis.org, aprile, 2021.

BANK OF ENGLAND, *Transition in Thinking: The Impact of Climate Change on the UK Banking Sector*, in www.bankofengland.co.uk, 2018,

BANQUE DE FRANCE, *Greening the Financial System*, giugno, 2019, p. 121.

BARMES e LIVINGSTONE, *The Green Central Banking Scorecard: How Green Are G20 Central Banks And Financial Supervisors?* 2021, <https://positivemoney.org/publications/green-central-banking-scorecard>.

BAROLINI, *Energy Charter Treaty, l'accordo che potrebbe costarci il clima*, Valori, aprile, 2021.

BARZUZA et al., *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, in *So. Cal. L. Rev.*, 2020.

BATTEN et al., *Let's Talk about the Weather: The Impact of Climate Change on Central Banks*, Working Papers n. 603, Bank of England, 2016.

BATTISTON et al., *A Climate Stress-Test of the Financial System*, in *Nature climate change* n. 4, aprile 2017, pp. 283–285.

BENEDETTI, *Tutela del consumatore ed autonomia contrattuale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1998.

BERG et al., *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, Working Paper n.5822-19, MIT Sloan School of Management, 2019.

BERNARDINI et al., *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, n. 608, Banca d'Italia, marzo, 2021.

BERTRAND e MULLAINATHATAN, *Do People Mean What They Say? Implications for Subjective Survey Data*, 2001, <https://ssrn.com/abstract=260131>,.

BITTUCCI, *Sustainable banking: un'analisi delle significant banks italiane*. 2020, pp. 147-184.

BLOOMBERG, *Industry Led and Geographically Diverse Task Force*. p. 13.

BODANSKY, *The Legal Character of the Paris Agreement*, in *SSRN Electronic Journal*, gennaio 2016. *ResearchGate*, doi:10.2139/ssrn.2735252.

BOLTON et al., *The Green Swan – Central Banking and Financial Stability in the Age of Climate Change*, Bank for International Settlement, 2020.

BOSCIA et al., *Sustainable Development and European Banks: A Non-Financial Disclosure Analysis Sustainability*, n. 15, 2020.

BOSE et al., *What Drives Green Banking Disclosure? An Institutional and Corporate Governance Perspective*, 2018.

BOUZEMARENE, *L'evoluzione della regolamentazione europea in materia di governance delle banche: dalla CRD IV alle Guidelines EBA*, aprile, 2016.

BRESCIA MORRA e MORERA, *L'impresa bancaria. L'organizzazione e il contratto*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2006.

BRODI, *Dal dovere di fa conoscere al dovere di far “comprendere”*: l’evoluzione del principio di trasparenza nei rapporti tra impresa e consumatori, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2011.

BRUNO, *Cambiamento climatico e organizzazione delle società di capitali a seguito del nuovo testo dell’art 2086 c.c.*, in *Banca Impresa e Società*, n. 1, aprile, 2020, pp. 47-66.

BUONAURA, *L’impatto della regolamentazione sulla governance bancaria*, in *Banca Impresa e Società*, n.1, 2019, pp. 27-48.

BUSCH et al., *The European Commission’s Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, in *www.eusfil.ue* EUSFiL Research Working Paper Series, 2020.

BUSCH, *Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector*, EBI Working Paper Series, n.70, 2021.

---, *The private law effect of MiFID: Genil and Beyond*, in *European Review of Contract Law*, n.1, 2017 pp. 70-93.

BUSCH, FERRARINI e GRUNEWALD (a cura di), *Sustainable Finance in Europe Corporate Governance*, Financial Stability and Financial Markets, European Banking Institute, Francoforte, 2021.

CABY et al. *The Determinants of Voluntary Climate Change Disclosure Commitment and Quality in the Banking Industry*, in *Technological Forecasting & Social Change*, vol. 161, 2020.

CAFIERO et at., *La finanza per lo sviluppo sostenibile Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell’evoluzione del quadro regolamentare dell’Unione europea*, CONSOB, giugno, 2021.

CAMPIGLIO et al., *Climate Change Challenges for Central Banks and Financial Regulators*, Macmillan Publishers Limited, vol. 8, 2018, pp. 462-468.

CAPOBIANCO, *Contrattazione bancaria e tutela dei consumatori*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2000.

CERUTI et al., *Rischi finanziari legati al clima: una prospettiva sulle misure prudenziali europee*, in *Diritto Bancario*, febbraio, 2021.

CHIU e KATELOUZOU, *From shareholder stewardship to shareholder duties: is it time ripe?*, in *Shareholder's Duties*, Kluwer Law International, 2017.

CLIMATE ACTION TRACKER, *Paris Agreement turning point*, dicembre, 2020, https://climateactiontracker.org/documents/829/CAT_2020-12-01_Briefing_GlobalUpdate_Paris5Years_Dec2020.pdf.

COLAERT, *Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions?* in *European Business Law Review*, 2020.

CAFIERO et al., *La finanza per lo sviluppo sostenibile Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, CONSOB, giugno, 2021.

COSMA et al. *Sustainable Development and European Banks: A Non-Financial Disclosure Analysis*, in *Sustainability*, n.12 2020.

COSTI, *L'ordinamento bancario*, 4°ed, Il Mulino, Bologna, 2007.

COX et al., *Gender Makes a Difference: Investigating Consumer Purchasing Behavior and Attitudes Toward Corporate Social Responsibility Policies*, in *Corp. Soc. Responsib. Environ. Manag.*, n.24, 2017, pp. 133-144,.

CULLEN, *After 'HLEG': EU Banks, Climate Change Abatement and the Precautionary Principle*, SSRN Scholarly Paper, ID 3327138, Social Science Research Network, 1 dicembre 2018. papers.ssrn.com, doi:10.2139/ssrn.3327138.

CURIONE, *Obblighi di dichiarazione non finanziaria: nuovo approccio per uno sviluppo sostenibile*, 2020, pp. 43-48.

DACCO', *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, in *Il Testo Unico Finanziario*, Bologna, 2020.

DE NOVA, *La trasparenza bancaria: lex generalis o lex specialis?*, *Banking contracts and transparency regulation*, 2014, pp. 59 ss.

DE POLI, *Sub Art. 116, in Commentario breve al diritto dei consumatori*, A cura di Z. DE CRISTOFARO, 2010.

DELLE FOGLIE, *Rating ESG a confronto: nuova regolamentazione europea e ruolo della dichiarazione non finanziaria*, 2020, pp. 91-146.

DI CHIO, *Trasparenza bancaria e operazioni del fruitore dei servizi bancari, di investimento, finanziari ed assicurativi: un quadro di insieme*, in *Banca Impresa Società*, n.3, 2019.

DICK et al., *Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility?*, in *International Evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 2018.

DIE NEDERLANDSCHE BANK, *Integration of Climate-Related Risk Considerations into Banks' Risk Management*, 2020.

DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Zanichelli, Bologna, 2013.

DOMBROVSKIS, *Keynote Speech of Vice President Valdis Dombrovskis on Challenges and Impacts of Implementing Basel III*, 2019, disponibile on-line https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_19_6269.

EBA, *Action Plan on Sustainable Finance*, 2019.

---, *Financial Education Report 2017-2018*, 2018.

---, *Orientamenti ABE sulla rilevanza, esclusività e riservatezza e sulla frequenza dell'informativa ai sensi degli articoli 432, paragrafi 1 e 2, e 433 del regolamento (EU) n. 575/2013*, dicembre, 2014.

ECCLES e KLIMENKO, *The Investor Revolution*, in *Harvard Business Review*, 2019.

ECEIZA et al., *Banking Imperatives for Managing Climate Risk*, McKinsey&Company, giugno 2020, <https://www.mckinsey.com/business-functions/risk/our-insights/banking-imperatives-for-managing-climate-risk>.

EIOPA, *Report on Financial Literacy and Education Initiatives by Competent Authorities*, 2011.

ESRB, *Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk*, 2016.

ESMA, *Consultation Paper on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, 2018.

---, *Final Report: Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 2018.

EUROPEAN ENVIRONMENT AGENCY, *Economic Losses from Climate- Related Extremes in Europe*, 2019.

FACCI, *Il danno da informazioni finanziaria inesatta*, Zanichelli Editore, Torino, 2009.

FAIELLA e LAVECCHIA, *L'impronta carbonica dei prestiti italiani*, *Questioni di Economia e di Finanza*, Banca d'Italia, 2020, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/index.html>.

FAIELLA e MALVOLTI, *The climate risk for finance in Italy*, *Questioni di economia e Finanza*, Banca d'Italia, 2020.

FAIELLA e NATOLI, *Natural catastrophes and bank lending: the case of flood risk in Italy*, Banca d'Italia, 2018.

FAIOLA e LUISON, *Climate- related Financial disclosures: l'evoluzione necessaria*, 2020, pp. 7–15.

FERIDUN e GUNGOR, *Climate-Related Prudential Risks in the Banking Sector: A Review of the Emerging Regulatory and Supervisory Practices*, in *Sustainability*, 2020.

FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, EUSFiL Research Working Paper Series, 2021, <https://www.eusfil.eu/working-papers>.

FLORIDIA, *Condizioni bancarie uniformi e tutela del consumatore*, in AA.VV., *La concorrenza bancaria*, Milano, 1985.

FOLKE, *Resilience: The emergence of a perspective for social-ecological system analyses*, in *Global Env. Change*, n.16, 2006, pp. 253-267.

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *Risparmiatori italiani e cambiamento climatico*, 2019.

FURLOW, *Greenwashing in the New Millennium*, in *Journal of Applied Business and Economics*, 2010.

GABRIELLI, *Sulla nozione di consumatore*, in *Riv. dir. e civ.*, 2003.

GAGGERO, *A proposito della definizione del “cliente della banca”*, A cura di Econ e terz, 1996.

GIORDANO, *La trasparenza delle condizioni contrattuali nella nuova legge bancaria*, in *Riv. soc.*, 1993, pp. 1234 ss.

GORTSOS, *The Taxonomy Regulation: More Important than Just as an Element of the Capital Markets Union*, EUSFiL Research Working Paper Series, 2020, <https://www.eusfil.eu/working-papers>.

GRECO, *Studi sul rapporto tra banca e cliente. Trasparenza, Mifid, Corporate Bond*, Pacini Editore, Pisa, 2008.

GYURA, *ESG and Bank Regulation: Moving with the Times*, *Economy and Finance*, vol. 4, 2020, pp. 366-385.

HALONEN et al. *Climatic Risks and Opportunities in Real Estate Portfolio Management. A Literature Review*, Gaia Consulting Oy, febbraio, 2018.

ISTAT, *Il conto dei beni e servizi ambientali*, 2019.

KOBERL et al. *A guide to building climate-financial scenarios for financial institutions*. Imperial College, gennaio, 2021.

LAGOARDE-SEGOT, *Sustainable Finance. A Critical Realist Perspective*, *Research in International Business and Finance*, vol. 47, gennaio 2019, pp. 1–9, [doi:10.1016/j.ribaf.2018.04.010](https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.04.010).

LALONR, *Green Banking: Going Green*, *International Journal of Economics, in Finance and Management Sciences*, vol. 3, n.1, 2015, pp. 34-42.

LEMME, *Attualità della nozione di "cliente della banca"*, in *Rivista di diritto bancario*, aprile-giugno, 2021.

LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente «non qualificato» nel mercato finanziario*, Giuffré, Torino, 1996.

LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca impresa e soc.*, aprile, 2021.

LLAMAS POMBO et al., curatori. *La tutela del consumatore nella moderna realtà bancaria (profili internazionali)*, 2019.

LUCHS e MOORADIAN, *Personality, and Sustainable Consumer Behavior: Elucidating the Gender Effect*, in *J. Consum. Policy*, vol. 35, 2012, pp. 127-144.

LUMINOSO, *Responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni, in Responsabilità contrattuale ed extracontrattuale delle banche: Atti del Convegno di studio organizzato dal Banco di Sardegna in collaborazione con il C.I.D.I.S (Centro Internazionale di Studi Giuridici)*, 1984.

MACIARIELLO, *La responsabilità da rating: analisi dell'art. 35-bis del regolamento (CE) 1060/2009*, in *Banca Impresa Società*, 2018.

MATIKAINEN, *Green Doesn't Mean Risk-Free: Why We Should Be Cautious About a Green Supporting Factor in the EU*, 2017 disponibile on-line *Boosting green investment: Is the EU's 'green supporting factor' too risky? (lse.ac.uk)*.

MERUZZI, *La trattativa maliziosa*, CEDAM, Bologna, 2002.

MEZZANOTTE, *Accountability in EU Sustainable Finance: Linking the Client's Sustainability Preferences and the MiFID II Suitability Obligation*, in *Capital Markets Law Journal*, giugno, 2021, p. 6.

MIRONE, *La trasparenza bancaria*, CEDAM, Bologna, 2012.

MONTEROSSO, *Autonomia del consumatore e morfologia del mercato*, in *Rivista di diritto bancario*, n. luglio-settembre, 2020.

MORERA, *Contratti bancari (disciplina generale)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2008, p. 163.

---, *Sulla nozione di “cliente della banca”*, in *Vita not.*, 1995.

---, *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale di Notariato, L'organizzazione e il contratto*, a cura di P. PERLINGERI, 2006, pp. 324–60.

NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *A Call for Action Climate Change as a Source of Financial Risk*, aprile 2019.

---, *A sustainable and responsible investment guide for central banks' portfolio management*, 2019.

---, *Guide for Supervisors: Integrating climate-related and environmental risks into prudential supervision*, 2020.

---, *NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors*, 2020, https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/820184_ngfs_scenarios_final_version_v6.pdf.

--- *Progress report on the implementation of sustainable and responsible investment practices in central banks' portfolio management*, 2020.

--- *Status Report on Financial Institutions' Practices with Respect to Risk Differential between Green, Non-Green and Brown Financial Assets and a Potential Risk Differential*, 2020, https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_status_report.pdf.

NICOLAI e VIGANO', *CSR in the European Banking Sector: Evidence from a Sector Survey*, RARE, 2006.

NIETO, *Banks and Environmental Sustainability: Some Reflections from the Perspective of Financial Stability*, IDEAS Working Paper Series from RePEc, 2017.

---, *Banks, Climate Risk and Financial Stability*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, n.27(2), 2017, pp. 243–262.

NISANCI, *FSB Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*, maggio 2021, pp. 3–8, doi:10.1142/9789811213960_0001.

NOSRATABADI et al. *Sustainable Banking: Evaluation of the European Business Models*, in *Sustainability*, 2020.

OCSE, *Investire nel clima, investire nella crescita*, OECD Publishig, 2017.

OIPE, *Rapporto sullo stato della povertà energetica in Italia, secondo rapporto dell'Osservatorio Italiano sulla povertà energetica*, 2019.

OSTRY et al., *Redistribution, Inequality, and Growth. Staff Discussion Notes*, vol. 14, n. 02, 2014, p. 1. DOI.org (Crossref), doi:10.5089/9781484352076.006.

PAPARELLI, *Clima e finanza: le banche centrali del G20 remano contro l'Accordo di Parigi*, Altreconomia, disponibile on-line *Clima e finanza: le banche centrali del G20 remano contro l'Accordo di Parigi* (altreconomia.it), aprile, 2021.

PASQUINI, *La gestione dei rischio climatico e ambientale nelle banche italiane*, in *Bancaria*, 2020.

PAETZOLD e BUSCH, *Unleashing the Powerful Few: Sustainable Investing Behaviour of Wealthy Private Investor*, in *Organization & Environment*, 2014.

PENNASILICO, *Metodi e valori nell'interpretazione dei contratti*, Edizioni Scientifiche italiane, Napoli, 2011.

PIBIRI, *Trasparenza bancaria e poteri delle autorità di settore*, Università Ca' Foscari, Venezia, 2017.

PILAJ, *The Choice Architecture of Sustainable and Responsible Investment: Nudging Investors Toward Ethical Decision-Making*” in *Journal of Business Ethics*, 2017.

PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, Giappichelli Editore, Torino, 2015.

LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca imp. soc.*, n. 1, 2021.

RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, in *Le operazioni bancarie*, Milano, 1987.

RUSSO, *Sull'informazione nei contratti*, in *Quaderni de Il Foro*, Edizioni Scientifiche Italiane, n.16, 2016.

SCAPECCIA, *L'evoluzione nel reporting delle banche*, in *Banca Impresa e Soc.*, 2017.

SCHLESINGER, *La riforma delle tutele del risparmio. Il progetto del governo*, in *Corr.giur.*, 2004, pp. 285 ss.

SCHMIDT, *On the Role of the ECB in Sustainable Finance. The European Central Bank as a Sustainability Role Model: Philosophical, Ethical and Economic Perspectives*, a cura di Harald Bolsinger et al., Springer International Publishing, New York, 2021, pp. 39–42. doi:10.1007/978-3-030-55450-7_4.

SIGNORINI, *Rischi climatici e regolamentazione prudenziale*, *Convegno Sviluppo sostenibile, finanza e rischio climatico*, 2019.

SIRI e SHANSHAN, *Integrating Sustainability in EU Corporate Governance Codes*, 2021, <https://www.eusfil.eu/working-papers>.

---. *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*. aprile 2020.

STARR-MCCLUER, *The Effects of Weather on Retail Sales*, Finance and Economics Discussion Series 2000-08, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), Revised 2000.

STELLA RICHTER, *La responsabilità precontrattuale*, UTET, Milano, 1996.

STIGLITZ, *The Role of the State in Financial Markets*, The World Bank, 1994.

STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, n. 1, 2020.

TANNO, *Trasparenza, rendicontazione non finanziaria e ambiente nel settore bancario italiano*, in *Bancaria*, 2020.

TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES, *Implementing the Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, 2017, <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>.

TECHNICAL EXPERTS GROUP, *Financing a Sustainable European Economy. Report on Climate Benchmarks and Benchmarks' ESG Disclosures*, giugno, 2019.

---. *Report on EU green bond standard*, giugno 2019, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf.

TONIOLO, *Vincolatività delle politiche di engagement e responsabilità civile degli esponenti aziendali rispetto ai profili ESG. Note a Cass. 3 gennaio 2019, n.5 e 6 gennaio 2019 n.301*, in *Rivista di diritto bancario*, luglio-settembre, 2021.

URBANI, *Commento sub art. 116 (Pubblicità). Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Wolters Kluwer – CEDAM, Padova, 2018.

---, *Commento sub art. 119 (Comunicazioni periodiche alla clientela). Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Wolters Kluwer – CEDAM, Padova, 2018.

---, *La “trasparenza” nello svolgimento dell’attività*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F. Capriglione, Wolters Kluwer – CEDAM, Padova, 2015.

VELLA e PALMIERI, *Il provvedimento della banca d’Italia del 29 luglio 2009 in tema di trasparenza bancaria*, 2010.

VISCUSI, *Profili di responsabilità della banca nella concessione del credito*, Giuffrè Editore, Milano, 2004.

VISINTINI, *La reticenza nella formazione dei contratti*, CEDAM, Padova, 1972.

VAN VUUREN et al., *The representative concentration pathways: an overview*, in *Climatic Change*, vol. 109, agosto 2011, pp. 5–31, doi:10.1007/s10584-011-0148-z.

WATTS et al., *The Lancet Countdown on Health and Climate Change: From 25 Years of Inaction to a Global Transformation for Public Health*, *The Lancet*, vol. 391, n. 10120, Elsevier, febbraio 2018, pp. 581–630, doi:10.1016/S0140-6736(17)32464-9.

GIURISPRUDENZA

Trib. di Milano 6 novembre 1987, in *Giur.it.*, 1988, I, 2, p. 796.

Cass., 24 agosto 2012, n. 14626.

Cass., 17 settembre 2013, n. 21255 in *Foro it.*, 2013, I, c. 3122.

Cass., 21 ottobre 2013, n.23873, in *Contratti*, 2013, 12, p.1120.

Corte Cost., Ord., 2 aprile 2014, n. 77.

Corte Cost., Ord., 24 ottobre 2013, n. 248.

Cass. civ., I, 31 agosto 2017, n. 20617.

Cass. Civ., Sez. II, 03 gennaio 2019, n. 5.

Cass. Civ., Sez. II, 05 gennaio 2019, n. 309.

FONTI NORMATIVE

Commissione europea, Comunicazione della Commissione, Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima, 20 giugno 2019.

Commissione europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Action Plan: Financing Sustainable Growth, 2018.

Commissione europea, Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un quadro per facilitare gli investimenti sostenibili, COM (2018) 353/978670, 24 maggio 2018.

Commissione europea, Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'informativa relativa agli investimenti sostenibili e ai rischi per la sostenibilità e che modifica la direttiva (EU) 2016/2341, COM (2018) 354/978576, 24 maggio 2018.

Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Piano d'azione Per Finanziare La Crescita Sostenibile, disponibile on-line SF AP FINAL FINAL (europa.eu), marzo, 2018.

Decreto Legislativo 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.

Delibera del CICR del 4 marzo 2003.

Direttiva (EU) 2016/97 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 gennaio 2016 sulla distribuzione assicurativa (rifusione).

Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014 , relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE Testo rilevante ai fini del SEE (MIFID II).

Direttiva n. 2014/95/EU 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.

Eurosystem reply to the European Commissions' public consultations on the renewed Sustainable Finance Strategy and the Revision of the Non -Financial Reporting Directive, disponibile on-line Consultation on the renewed sustainable finance strategy / Commissione europea (europa.eu).

Guida sui rischi climatici e ambientali Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa della Banca centrale europea, novembre 2020.

Legge 4 novembre 2016, n. 204 Ratifica ed esecuzione dell'Accordo di Parigi collegato alla Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, adottato a Parigi il 12 dicembre 2015. (16G00214) (GU Serie Generale n.263 del 10-11-2016), disponibile on-line Gazzetta Ufficiale.

Regolamento (EU) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (EU) 2017/1129 e la direttiva (EU) 2019/1937, disponibile on-line Regolamento (EU) 2020/ del Parlamento europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (EU) 2017/1129 e la direttiva (EU) 2019/1937 (europa.eu).

Regolamento (EU) 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 (EU)2019/2088.

Regolamento (EU) 2019/2089 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (EU) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di

riferimento (Testo rilevante ai fini del SEE), disponibile on-line <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2089&from=IT>.

Regolamento (EU) 2019/876 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 2019 che modifica il regolamento (EU) 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 (EU) n. 648/2012.

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

Regolamento (EU) 2019/1238 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 sul prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP), disponibile on -line Regolamento (EU) 2019/ del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, sul prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP) (*europa.eu*).

Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (EU) 2016/2341, disponibile on- line <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018PC0354&from=EN>.

Regolamento (EU) 2014/600 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (EU) n. 648/2012, disponibile on-line EUR-Lex - 32014R0600 - EN - EUR-Lex (*europa.eu*).

Regolamento (EU) N. 2013/575 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (EU) n. 648/2012.

Regolamento (CE) N. 66/2010 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 relativo al marchio di qualità ecologica dell'Unione europea (Ecolabel UE), disponibile on-line Regolamento (CE) n. 66/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 relativo al marchio di qualità ecologica dell'Unione europea (Ecolabel UE) (*europa.eu*).