

CAPPELLI RIOLO
CALDERARO CRISOSTOMO
DEL DIN & PARTNERS



Studio Legale

Milano Roma Londra
crcdlex.com

**OSSERVATORIO
CRCCD
SU FINANZA
SOSTENIBILE
E GREEN ECONOMY**

Dicembre 2023
Numero 3

1.	<i>L'European Green Bonds Regulation (EuGBR)</i>	2
1.1.	Introduzione.....	2
1.2.	Contenuti.....	3
2.	<i>Il Climate Transition Finance Handbook 2023 dell'ICMA</i>	4
2.1.	Introduzione.....	4
2.2.	Contenuti.....	5
3.	<i>Le nuove norme tecniche di attuazione per l'informativa sui rischi ESG</i>	8
3.1.	Premessa.....	8
3.2.	Il Regolamento di esecuzione (UE) 2022/2453.....	9
4.	<i>La proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD)</i>	10
4.1.	Introduzione.....	10
4.2.	Ambito e contenuti della Proposta di CSDDD.....	11
4.3.	Iter e stato della Proposta di CSDDD.....	12
5.	<i>Il Sustainable Finance Roadmap 2022-2024 dell'ESMA</i>	13
5.1.	Introduzione.....	13
5.2.	Contenuti.....	13
6.	<i>Il Rapporto annuale sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici sul 2022 della Banca d'Italia</i>	15
6.1.	Introduzione.....	15
6.2.	Contenuti.....	16

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

1. *L'European Green Bonds Regulation (EuGBR)*

1.1. *Introduzione.*

Il 30 novembre 2023, è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il [Regolamento \(UE\) 2023/2631](#) sulle obbligazioni verdi europee e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità (l'"**EuGBR**").

L'EuGBR, approvato definitivamente dal Consiglio dell'Unione europea lo scorso 23 ottobre, fa seguito al "[provisional agreement](#)" raggiunto il 28 febbraio 2023 tra il Consiglio e il Parlamento europeo a valle di un iter legislativo articolato avviato dalla [proposta di regolamento](#) presentata dalla Commissione europea il 6 luglio 2021.

L'EuGBR reca un quadro normativo comune sull'uso della denominazione comune di "obbligazione verde europea" ("**European green bond**" o "**EuGB**") e sull'informativa relativa a obbligazioni che perseguono obiettivi ecosostenibili ai sensi del [Regolamento \(UE\) 2020/852](#), relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili (il "[Taxonomy Regulation](#)").

L'EuGBR mira così a sfruttare al meglio le indubbie potenzialità del mercato unico e dell'unione dei mercati dei capitali per contribuire al conseguimento dell'[Accordo di Parigi](#) sui cambiamenti climatici del 2016, nonché del [Green Deal europeo](#) dell'11 dicembre 2019. E del resto proprio il [Piano di investimenti del Green Deal europeo](#) del 14 gennaio 2020 ad aver manifestato la volontà della Commissione europea di "[p]orre la finanza sostenibile al centro del sistema finanziario", anche "istitu[endo] una norma UE per le obbligazioni verdi [...] e riflette[ndo] su come [essa] possa, insieme ad altri quadri appropriati, aumentare i finanziamenti pubblici e privati a favore degli investimenti sostenibili"; ciò in un quadro nel quale "[l]'interesse degli investitori per le opportunità di investimento sostenibili e con un impatto misurabile è in aumento", ma essi "devono disporre di strumenti adeguati che permettano loro di individuare con precisione gli investimenti sostenibili".

In proposito, già la relazione illustrativa dell'originaria proposta di EuGBR evidenziava come proprio l'incertezza tra operatori e investitori sull'identificazione di attività economiche ecosostenibili non solo esponesse gli emittenti a rischi reputazionali da potenziali accuse di c.d. *greenwashing* - soprattutto nelle attività di transizione¹ - ma altresì incidesse sulla redditività di progetti aventi un notevole impatto climatico e ambientale, così comprimendo l'offerta di tali opportunità di investimento e ostacolando il conseguimento degli obiettivi ambientali dell'Unione europea.

L'EuGBR troverà applicazione a decorrere dal 22 dicembre 2024, ossia 12 mesi dopo la sua entrata in vigore che avverrà - conformemente all'ordinaria *vacatio legis* - il 20 dicembre prossimo, fermi restando i diversi termini previsti per l'applicazione di talune specifiche previsioni dell'EuGBR.

¹ Ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 2, del *Taxonomy Regulation*, si considera "attività di transizione", contribuente in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici, un'attività economica che, pur non esistendo alternative a basse emissioni di carbonio tecnologicamente ed economicamente praticabili, sostiene la transizione verso un'economia climaticamente neutra in linea con un percorso inteso a limitare l'aumento della temperatura a 1,5 °C rispetto ai livelli preindustriali (anche eliminando gradualmente le emissioni di gas a effetto serra, in particolare quelle da combustibili fossili solidi), e che inoltre: (i) presenta livelli di emissioni di gas a effetto serra corrispondenti alla migliore prestazione del settore o dell'industria; (ii) non ostacola lo sviluppo e la diffusione di alternative a basse emissioni di carbonio; e (iii) non comporta una dipendenza da attivi a elevata intensità di carbonio, tenuto conto della vita economica di tali attivi.

1.2. Contenuti

Per quanto riguarda la regolamentazione degli *European green bond*, i principali contenuti dell'EuGBR possono - senza pretesa di esaustività - essere così sintetizzati:

- (i) ambito soggettivo: l'EuGBR è rivolto a tutti gli emittenti che emettono obbligazioni (sia del settore pubblico che del settore privato), nonché alle imprese finanziarie e non finanziarie, agli emittenti di obbligazioni garantite e ai veicoli di cartolarizzazione;
- (ii) aree d'intervento: l'EuGBR, basandosi sulle migliori pratiche di mercato, opera su quattro distinte aree d'intervento:
 - (a) le condizioni per l'utilizzo della denominazione comune di "obbligazione verde europea" per le obbligazioni che perseguono obiettivi ecosostenibili ai sensi del *Taxonomy Regulation*. Tra queste, assume centralità la previsione relativa all'uso dei proventi, secondo cui i proventi raccolti dagli emittenti possono essere destinati unicamente a finanziare - sotto forma di immobilizzazioni, spese e/o attività finanziarie - attività economiche allineate alla tassonomia², con la possibilità di dedurre dai proventi stessi i costi di emissione. In caso di attività economiche che soddisfano la tassonomia, ad eccezione dei criteri di vaglio tecnico, al fine di agevolare l'immediata operatività dell'EuGBR è stabilita una soglia di flessibilità del 15 per cento, il cui impiego e necessità saranno riesaminati col procedere della transizione sostenibile e con la prevedibile sempre maggiore disponibilità e appetibilità sui mercati degli investimenti green;
 - (b) obblighi di trasparenza informativa e di corrispondente revisione esterna. L'EuGBR prevede anzitutto che un EuGB possa formare oggetto di offerta al pubblico solo previa (i) pubblicazione sul sito web dell'emittente della scheda informativa (redatta secondo un modello allegato al regolamento) e (ii) revisione della scheda informativa stessa ad opera di un verificatore esterno anteriormente all'emissione. Sono altresì previsti obblighi informativi *post* emissione, in particolare l'obbligo per l'emittente di redigere annualmente (*i.e.* ogni 12 mesi fino alla data di allocazione integrale dei proventi) una relazione sull'assegnazione dei proventi delle obbligazioni verdi europee (sempre redatta secondo un modello allegato al regolamento) fino all'assegnazione integrale dei proventi; tale relazione deve essere sottoposta a revisione da parte del verificatore esterno. A ciò si aggiunge l'obbligo per l'emittente di redigere e sottoporre a revisione esterna, a seguito dell'assegnazione integrale dei suddetti proventi e almeno una volta durante la vita del titolo, una relazione d'impatto (il cui modello è anch'esso allegato al regolamento)³. Più in generale, sono previste poi specifiche indicazioni da inserire nel prospetto redatto ai sensi del Regolamento (UE) 2017/1129 (ove applicabile), nonché la pubblicazione di tutti i documenti redatti dall'emittente in una sezione dedicata del suo sito web;
 - (c) condizioni specifiche per avvalersi della denominazione EuGB per quanto riguarda le obbligazioni di cartolarizzazione. L'EuGBR estende espressamente l'applicazione di

² Per i requisiti affinché un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile ai sensi degli articoli 3 e 9 del *Taxonomy Regulation*, e dunque "allineata alla tassonomia", si fa rinvio alla sezione 1.1 del [numero 2 dell'Osservatorio](#).

³ In base all'EuGBR, anche gli emittenti sovrani possono ottenere revisioni *ante* e *post* emissione da parte di un revisore statale o di altro ente pubblico all'uopo incaricato.

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

talune disposizioni ai cedenti nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione, diverse dalle cartolarizzazioni sintetiche e da talune tipologie di esposizioni cartolarizzate;

- (d) modelli di informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità. L'EuGBR include, altresì, modelli che gli emittenti possono utilizzare per fornire, su base volontaria, informazioni *ante* e *post* emissione;
- (e) norme specifiche sui verificatori esterni, volte a garantire che l'EuGBR sia rispettato e che i progetti finanziati siano in linea con i requisiti dettati dal *Taxonomy Regulation*. L'EuGBR sottopone i verificatori esterni in materia di obbligazioni verdi europee all'obbligo di registrazione presso l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), stabilendo le condizioni e la procedura per tale registrazione nonché i poteri di vigilanza e controllo sui revisori dell'Autorità europea⁴. L'EuGBR detta inoltre specifici obblighi relativi all'organizzazione, ai processi e agli atti concernenti la *governance* dei verificatori esterni, nonché la disciplina delle attività di revisione *ante* e *post* emissione di cui al punto precedente;
- (f) norme sulla vigilanza da parte dell'ESMA e delle autorità nazionali competenti, designate da ciascuno Stato membro conformemente al citato Regolamento (UE) 2017/1129, con la previsione in capo a queste ultime di poteri di vigilanza sugli emittenti quanto al rispetto degli obblighi stabiliti dall'EuGBR.

In aggiunta, l'EuGBR delega la Commissione europea ad adottare atti delegati, per un periodo indeterminato a decorrere dal 20 dicembre 2023, con riferimento, tra l'altro, ai modelli per l'informativa volontaria periodica post emissione per gli emittenti di obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili (*environmentally sustainable bond*) e obbligazioni legate alla sostenibilità (*sustainability-linked bond*), nonché requisiti minimi per gli eventuali modelli comuni impiegati in alternativa dagli emittenti.

2. *Il Climate Transition Finance Handbook 2023 dell'ICMA*

2.1. *Introduzione*

Il 22 giugno 2023, l'International Capital Market Association (ICMA) ha pubblicato il [*Climate Transition Finance Handbook 2023*](#) (l'**"Handbook"**), recante il primo aggiornamento al [*Climate Transition Finance Handbook 2020*](#) pubblicato dall'ICMA il 9 dicembre 2020.

Scopo principale dell'*Handbook* è fornire ai partecipanti ai mercati dei capitali delle linee guida chiare, e allineate alle aspettative degli operatori, sulle prassi, azioni e informative che gli emittenti dovrebbero attuare nella raccolta di fondi sul mercato obbligazionario, per scopi legati alla transizione climatica, mediante:

⁴ L'EuGBR precisa, tuttavia, che tale obbligo e i correlativi poteri dell'ESMA non sono applicabili ai revisori statali e altri enti pubblici incaricati da emittenti sovrani di valutare la conformità alle previsioni normative sugli EuGB qui esaminate.

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

- (i) i c.d. use of proceeds instrument, ossia le obbligazioni emesse conformemente ai [Green Bond Principles](#) o alle [Sustainability Bond Guidelines](#) pubblicati dall'ICMA (le "Obbligazioni GSS");

oppure

- (ii) i c.d. *general corporate purpose instrument*, ossia le obbligazioni emesse conformemente ai [Sustainability-Linked Bond Principles](#), pubblicati sempre dall'ICMA (le "Obbligazioni Sustainability-Linked"),

specialmente qualora l'emittente attribuisca a tali obbligazioni l'etichetta di "*climate transition bond*" o di "*transition bond*".

In tale ottica, l'*Handbook* presta particolare attenzione alle informazioni che gli emittenti dovrebbero rendere disponibili per avvalorare il nesso tra l'emissione di Obbligazioni GSS o di Obbligazioni *Sustainability-Linked* e il finanziamento della transizione climatica, soprattutto nei settori ad alto consumo di combustibili fossili (i c.d. settori *hard-to-abate*). Le linee guida in proposito contenute nell'*Handbook* sono basate:

- (i) sui lavori del [Climate Transition Finance Working Group](#), composto dai rappresentanti di oltre 130 entità attive sul mercato dei capitali e guidato dall'[Executive Committee of the Principles](#);
- (ii) su analisi e schemi quadro di informativa sviluppati da gruppi di lavoro per singole *industry*, da altri organismi di regolamentazione o dalla comunità scientifica.

L'*Handbook* raccomanda che le informative da esso previste siano rinnovate in occasione di ciascuna emissione di Obbligazioni GSS o di Obbligazioni *Sustainability-Linked*, mediante inclusione o richiamo da parte dell'emittente in documenti pubblicamente accessibili quali il bilancio annuale, la dichiarazione di carattere non finanziario, la dichiarazione sulla sostenibilità, la strategia di transizione climatica o una presentazione agli investitori.

L'*Handbook* prevede inoltre che le suddette informative siano sottoposte dall'emittente a revisione, controllo e verifica indipendenti, da documentare o nel contesto della rendicontazione non finanziaria dell'emittente o mediante una c.d. *second party opinion* inserita nella documentazione di emissione. Le previsioni dell'*Handbook* in proposito vanno peraltro integrate con le apposite [Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Reviews](#) pubblicate dall'ICMA il 28 giugno 2022.

2.2. *Contenuti*

Le linee guida contenute nell'*Handbook* sono articolate attorno a quattro elementi chiave che devono essere richiamati in occasione di ogni emissione:

- (i) elemento 1 - la strategia dell'emittente sulla transizione climatica e gli strumenti di *governance* adottati dall'emittente;
- (ii) elemento 2 - la rilevanza sotto il profilo ambientale del modello di *business* dell'emittente;
- (iii) elemento 3 - la scientificità della strategia dell'emittente sulla transizione climatica e l'indicazione dei relativi obiettivi e percorsi previsti;
- (iv) elemento 4 - la trasparenza nell'attuazione della strategia sulla transizione climatica.

Si evidenziano di seguito, senza pretesa di esaustività, le più salienti indicazioni dell'ICMA su ciascuno dei predetti elementi chiave, sotto i tre profili di (i) scopo perseguito dall'Handbook (razionale), (ii) contenuto dell'informativa (*disclosure*) e (iii) contenuto e modalità per la revisione, il controllo e la verifica indipendenti:

- (i) elemento 1 - la strategia dell'emittente sulla transizione climatica e gli strumenti di governance adottati dall'emittente:
 - (a) *rationale*: l'Handbook, correlando il concetto di transizione climatica anzitutto agli impegni, alle pratiche e alle strategie di riduzione delle emissioni di gas serra, eleva gli obiettivi del citato Accordo di Parigi a criterio guida fondamentale per l'informativa sull'elemento 1, che deve testimoniare la volontà dell'emittente di trasformare il proprio modello di *business* in funzione di tali obiettivi secondo un approccio scientifico (*science-based*);
 - (b) *disclosure*: l'Handbook raccomanda agli emittenti di comunicare: (i) i propri obiettivi a lungo termine, che devono essere scientificamente fondati e allineati agli obiettivi dal citato Accordo di Parigi; (ii) i propri obiettivi intermedi e di breve termine, che oltre a dover essere rilevanti e credibili devono essere raccordati ai predetti obiettivi a lungo termine; (iii) il proprio programma di transizione climatica e la propria strategia di transizione climatica; (iv) una descrizione delle misure di *governance* e di controllo previste per l'implementazione di tale strategia; ed (v) evidenze in merito all'implementazione di una più ampia strategia di sostenibilità imperniata sui *Sustainable Development Goals* delle Nazioni Unite;
 - (c) revisione, controllo e verifica indipendenti: l'Handbook raccomanda un vaglio tecnico sui seguenti aspetti: (i) la coerenza tra i *target* dell'emittente (sia a lungo che a medio/breve termine) e gli scenari climatici regionali, settoriali o internazionali; (ii) la credibilità della strategia dell'emittente per il raggiungimento di tali target; e (iii) la misura e le modalità di *governance* e controllo indipendenti sull'implementazione di tale strategia;
- (ii) elemento 2 - la rilevanza sotto il profilo ambientale del modello di business dell'emittente:
 - (a) *rationale*: l'Handbook evidenzia che il finanziamento della transizione climatica dovrebbe essere finalizzato anzitutto a ridurre le emissioni di gas serra generate dalle attività *core* degli emittenti, nonché a sostituire o diversificare queste ultime con nuove attività a basse emissioni di carbonio, seguendo un approccio scientifico e considerando l'impatto maggiore sotto il profilo ambientale e sociale dell'emittente;
 - (b) *disclosure*: per quanto riguarda il contenuto dell'informativa sull'elemento 2, l'Handbook si richiama alle esistenti linee guida di mercato, quali quelle emanate da organismi di elaborazione di principi contabili o dalle autorità di regolamentazione

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

- finanziaria, evidenziando la necessità di dare evidenza della significatività della strategia di transazione climatica;
- (c) revisione, controllo e verifica indipendenti: l'*Handbook*, pur osservando che il vaglio di un terzo indipendente sui profili in esame non sempre potrebbe risultare appropriato, invita gli emittenti a rivolgersi ai propri revisori esterni per più utili orientamenti al riguardo;
- (iii) elemento 3 - la scientificità della strategia dell'emittente sulla transizione climatica e l'indicazione dei relativi obiettivi e percorsi previsti:
- (a) rationale: l'*Handbook* sottolinea che la strategia di transizione climatica dell'emittente dovrebbe essere quantitativamente misurabile (ossia basata su obiettivi scientifici), basata sulle più aggiornate metodologie disponibili e raffrontabile con gli scenari climatici scientificamente riconosciuti (o, laddove questi non risultino disponibili, con quelli impiegati da altri operatori del settore, con le metodologie interne dell'emittente o con le sue *performance* storiche);
- (b) disclosure: l'*Handbook*, dopo aver richiamato i modelli di informativa già esistenti e di potenziale utilità per la disclosure sull'elemento 3⁵, raccomanda agli emittenti di comunicare: (i) gli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra nel breve, medio e lungo termine, allineati al più volte citato Accordo di Parigi ed espressi in termini sia relativi che assoluti; (ii) l'anno di riferimento e le emissioni storiche; (iii) gli scenari climatici utilizzati (o gli elementi alternativi sopra indicati) con il relativo fondamento metodologico; (iv) gli obiettivi in termini di emissione di gas serra; (v) gli obiettivi formulati in termini di intensità e in termini assoluti; e (vi) ove applicabile, l'uso e l'impatto di tecnologie di cattura del carbonio o di *carbon credit*;
- (c) revisione, controllo e verifica indipendenti: l'*Handbook* rileva come diverse società di consulenza già offrano servizi di revisione indipendente della strategia di decarbonizzazione adottata da un determinato emittente, anche col rilascio di *opinions* in merito al suo allineamento con le elaborazioni della comunità scientifica. In aggiunta, l'*Handbook* suggerisce una revisione indipendente dei dati storici di base dell'emittente;
- (iv) elemento 4 - la trasparenza nell'attuazione della strategia sulla transizione climatica:
- (a) rationale: l'*Handbook* osserva che l'allocazione interna delle proprie risorse patrimoniali da parte degli emittenti, così come la *governance* relativa a tale allocazione, sono cruciali per il perseguimento degli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra e quindi componenti essenziali di una trasparente informativa in proposito da parte degli emittenti (soprattutto quelli operanti nei settori *hard-to-abate*). Si raccomanda altresì di dare evidenza dei costi operativi ("**Opex**") e degli investimenti ("**Capex**") indirizzati alla strategia di transizione climatica, nonché delle spese di ricerca e sviluppo; al contempo, l'*Handbook* evidenzia che nel fornire tale informativa gli emittenti

⁵ L'*Handbook* richiama, ad esempio, i frameworks elaborati dalla (i) [Task Force on Climate-Related Financial Disclosures](#) costituita in seno al Financial Stability Board, dal (ii) [Sustainability Accounting Standards Board](#) e dal (iii) [Climate Disclosure Project](#).

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

dovrebbero illustrare altresì gli impatti positivi e negativi della propria strategia di transizione sull'ambiente e sugli *stakeholder*, nonché le relative spese rilevanti;

- (b) disclosure: l'*Handbook* prevede che la comunicazione di Capex e Opex e delle altre metriche finanziarie riferite alla strategia di transizione climatica possa essere effettuata in forma di tabella recante un dettaglio e quantificazione per voci specifiche, nonché il legame di queste ultime con la strategia di transizione climatica annunciata. Al riguardo, l'*Handbook* raccomanda agli emittenti di comunicare: (i) dettagli sul piano di implementazione delle Capex, che deve risultare coerente con la strategia complessiva dell'emittente e con gli esiti della ricerca scientifica sul cambiamento climatico; (ii) i piani di dismissione delle attività e ai prodotti non compatibili con la transizione climatica; (iii) la percentuale delle c.d. *green Capex* - ossia le Capex connesse ai progetti previsti nel *green bond framework*⁶ - sulle Capex complessive e previsioni sull'evoluzione di tale percentuale; (iv) valutazioni quantitative e/o qualitative sulle proprie emissioni di gas serra; (v) le proprie assunzioni circa il costo del carbonio; e (vii) eventuali impatti avversi sull'ambiente e sugli *stakeholder*, con le relative strategie di mitigazione;
- (c) revisione, controllo e verifica indipendenti: l'*Handbook*, preso atto che specifici *comfort* o verifiche ex post sul legame tra la strategia di transizione climatica dell'emittente e le sue metriche finanziarie possono rivelarsi particolarmente impegnativi da conseguire, sollecita comunque gli emittenti a fornire agli investitori quantomeno un ragguaglio *ex post* sulle Capex ed Opex effettivamente sostenute, sulle ragioni di eventuali scostamenti con quelle originariamente previste, e sulle correlative implicazioni per la propria strategia di transizione climatica.

3. Le nuove norme tecniche di attuazione per l'informativa sui rischi ESG

3.1. Premessa

Il [Regolamento \(UE\) 575/2013](#), relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (il "CRR"), disciplina alla sua parte otto, titoli II e III, taluni criteri tecnici in materia di trasparenza e di informativa che devono essere rispettati da parte degli enti⁷ per un'adeguata informativa su molteplici aspetti tra cui - senza pretesa di esaustività - gli obiettivi e le politiche di gestione del rischio, i fondi propri e le passività ammissibili, le esposizioni al rischio di controparte, le esposizioni al rischio di credito e al rischio di diluizione, le esposizioni in posizioni verso la cartolarizzazione e l'utilizzo di tecniche di attenuazione del rischio di credito.

Al fine di fornire agli enti un esauriente insieme integrato di formati, modelli e tabelle per un'informativa uniforme e di elevata qualità, il [Regolamento di esecuzione \(UE\) 2021/637](#) della Commissione europea ("**Regolamento Informativa al Pubblico**") ha stabilito le norme tecniche di

⁶ Il *green bond framework* è un documento, redatto sulla base dei già citati [Green Bond Principles](#) dell'ICMA, contenente il dettaglio delle categorie e dei criteri per la selezione degli investimenti ecosostenibili da parte dell'emittente, nonché le modalità di gestione dei proventi raccolti mediante l'emissione di Obbligazioni GSS.

⁷ Ai fini della CRR, s'intende per "ente" un ente creditizio autorizzato a norma dell'articolo 8 della Direttiva 2013/36/UE sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento (la "CRD"), oppure un'impresa di cui all'articolo 8 bis, paragrafo 3, della stessa Direttiva 2013/36/UE.

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

attuazione per quanto riguarda la pubblicazione da parte degli enti delle suddette informazioni di cui alla parte otto, titoli II e III, del CRR (cd. informativa di terzo pilastro, o *pillar 3*).

Nel frattempo, il [Regolamento \(UE\) 2019/876](#) del Parlamento europeo e del Consiglio ha apportato delle modifiche al CRR, tra cui l'introduzione di un nuovo articolo 449 *bis*. Tale disposizione impone ai grandi enti⁸ che abbiano emesso titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di un qualsiasi Stato membro l'obbligo, a decorrere dal 28 giugno 2022, di pubblicare - su base annua il primo anno e successivamente ogni semestre - determinate informazioni relative ai rischi ambientali, sociali e di *governance*, ivi inclusi i rischi fisici (*physical risk*) e i rischi di transizione (*transition risk*) quali definiti nel [report](#) dell'Autorità bancaria europea (EBA) del 23 giugno 2021 pubblicato conformemente all'articolo 98, paragrafo 8, della Direttiva 2013/36/UE.

3.2. Il Regolamento di esecuzione (UE) 2022/2453

In esecuzione del sopra citato Regolamento (UE) 2019/876, il 19 dicembre 2022 è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il [Regolamento di esecuzione \(UE\) 2022/2453](#) della Commissione (il "**Regolamento di Esecuzione sull'Informativa ESG**"), che ha modificato il Regolamento Informativa al Pubblico per quanto riguarda l'informativa sui rischi ambientali, sociali e di *governance* prevista dal citato articolo 449 *bis* del CRR.

Il Regolamento di Esecuzione sull'Informativa ESG, entrato in vigore l'8 gennaio 2023, enuncia:

- (i) da un lato, modelli uniformi di informativa obbligatori per gli enti destinatari, con cui vengono recepite nelle norme tecniche di cui al Regolamento Informativa al Pubblico le novità apportate dall'articolo 449 *bis* del CRR;
- (ii) dall'altro lato, importanti chiarimenti sul processo di raccolta ed elaborazione delle informazioni che gli enti medesimi dovrebbero a loro volta ricevere dalle proprie controparti, anche qualora queste ultime non siano tenute a pubblicare tali informazioni (come meglio illustrato *infra*).

Per quanto riguarda i modelli uniformi di informativa, merita segnalare che essi concernono:

- (i) informazioni qualitative sui rischi ambientali, sociali e di *governance*;
- (ii) informazioni quantitative sui rischi fisici (*physical risk*) connessi ai cambiamenti climatici;
- (iii) informazioni quantitative sui rischi di transizione (*transition risk*) connessi ai cambiamenti climatici;
- (iv) informazioni quantitative sulle azioni di attenuazione associate ad attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi del *Taxonomy Regulation* e svolte nei confronti di (i) controparti soggette all'obbligo di pubblicare informazioni di carattere non finanziario in virtù degli articoli 19 *bis* e 29 *bis* della Direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci di esercizio, ai bilanci

⁸ Il CRR definisce "grande ente" l'ente che soddisfa una delle seguenti condizioni: (i) è un ente di rilevanza sistemica a livello globale (G-SII); (ii) è stato individuato come un altro ente a rilevanza sistemica (O-SII) a norma dell'articolo 131, paragrafi 1 e 3, della CRD; (iii) nello Stato membro in cui è stabilito, figura tra i tre maggiori enti per valore totale delle attività; (iv) il valore totale delle sue attività su base individuale o, ove applicabile, sulla base della sua situazione di consolidamento in conformità del presente regolamento e della CRD è pari o superiore a 30 miliardi di euro.

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese ("**Direttiva Bilancio**")⁹ o di (ii) amministrazioni pubbliche o famiglie, come definite all'allegato V, parte 1, punto 42, del Regolamento di esecuzione (UE) 2021/451;

- (v) informazioni quantitative sulle altre azioni di attenuazione e sulle esposizioni ai rischi connessi ai cambiamenti climatici che, pur non essendo considerate attività economiche ecosostenibili ai sensi del *Taxonomy Regulation*, sostengono le controparti in processi di transizione climatica o di adattamento ai cambiamenti climatici.

Si evidenzia inoltre che il Regolamento di Esecuzione sull'Informativa ESG - seguendo il c.d. criterio della doppia rilevanza o *double materiality*, segnalato nel precedente numero dell'Osservatorio con riguardo alla *Corporate Sustainability Reporting Directive*¹⁰ - specifica che le informazioni pubblicate dagli enti dovrebbero riguardare: (a) il modo in cui i fattori di sostenibilità incidono sull'ente, sulla sua *performance* e sul suo sviluppo (c.d. prospettiva *outside-in*); e (b) l'impatto che l'attività d'impresa dell'ente ha sull'ambiente e sugli *stakeholders* (c.d. *prospettiva inside-out*).

Con specifico riferimento alle imprese che non sono soggette agli articoli 19 *bis* e 29 *bis* della Direttiva Bilancio, e che quindi non sono tenute a pubblicare - tra le altre cose - informazioni sui fattori ambientali, sociali e di *governance*, il Regolamento di Esecuzione sull'Informativa ESG prevede che tali imprese possano fornire tali informazioni agli enti (tenuti a pubblicare la percentuale delle loro esposizioni allineata alla tassonomia) esclusivamente su base volontaria. Al contempo, tuttavia, il Regolamento di Esecuzione sull'Informazione ESG stabilisce che pure in caso di mancata volontaria *disclosure* da tali imprese all'ente quest' ultimo deve calcolare la percentuale di esposizioni allineate alla tassonomia, impiegando stime o variabili proxy. Solo qualora risulti eccessivamente oneroso, per gli enti o per le controparti, raccogliere le predette informazioni nonché ricorrere a stime o variabili proxy, gli enti possono limitarsi a illustrare le ragioni dell'impossibilità di calcolo nella descrizione che accompagna il modello uniforme di informativa utilizzato.

4. *La proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD)*

4.1. *Introduzione*

Il 23 febbraio 2022, la Commissione europea ha presentato una [proposta di direttiva](#) sulla c.d. *corporate sustainability due diligence*, relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937 riguardante la protezione delle persone che segnalano violazioni del diritto dell'Unione (la "**Proposta di CSDDD**").

Con l'espressione *corporate sustainability due diligence* si designa l'adozione, da parte di imprese, di procedure e meccanismi di diligenza (*due diligence*) nelle proprie catene di approvvigionamento (o *supply chain*), tese a promuoverne la sostenibilità ambientale e sociale. Finalità della Proposta di CSDDD è appunto quella di imporre alle imprese che operano nel mercato dell'Unione di contribuire allo sviluppo sostenibile e alla transizione economica e sociale verso la sostenibilità attraverso l'individuazione, la prevenzione, l'attenuazione, l'arresto e la minimizzazione degli

⁹ Per una disamina delle imprese soggette agli articoli 19 *bis* e 29 *bis* della Direttiva Bilancio, si fa rinvio alla [sezione 2.1 del numero 2 dell'Osservatorio](#).

¹⁰ Si veda in proposito la [sezione 3.1 del numero 2 dell'Osservatorio](#).

impatti negativi, potenziali o effettivi, sui diritti umani e sull'ambiente connessi alle attività delle società stesse, alle loro filiazioni e alle catene del valore cui partecipano.

In tale ottica, la gestione dell'impatto ambientale e sociale da parte delle imprese non si arresta al settore produttivo e agli assets controllati in via diretta, bensì si estende all'intera catena del valore, ivi incluse le attività di *procurement*, produzione e distribuzione.

La Proposta di CSDDD rappresenta l'evoluzione pressoché naturale di sempre più numerose istanze sociali e istituzionali a livello europeo¹¹ rivolte alla creazione di norme inerenti alla *corporate sustainability*, prima fra tutte una [risoluzione](#) del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 "*recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese*"¹².

La Proposta di CSDDD si pone inoltre nel solco di una serie di interventi in materia non solo a livello internazionale¹³, ma anche nelle legislazioni di singoli Stati membri, come esemplificato da apposite leggi promulgate [in Francia, nei Paesi Bassi, in Germania](#) e (prima a livello continentale, risalendo al 2015) [nel Regno Unito](#).

4.2. *Ambito e contenuti della Proposta di CSDDD*

Senza pretesa di esaustività, le principali caratteristiche della Proposta di CSDDD si possono così sintetizzare:

- (i) **ambito soggettivo:** la Proposta di CSDDD è rivolta, quantomeno in via diretta, solo alle cosiddette "*large EU limited liability companies*", ossia:
 - (a) società costituite in conformità alla legge di uno Stato membro che nell'esercizio precedente abbiano avuto in media più di 500 dipendenti e un fatturato netto a livello mondiale di oltre 150 milioni di euro;
 - (b) società costituite in conformità alla legge di uno Stato membro che, pur non raggiungendo le predette soglie di dipendenti e fatturato netto mondiale, raggiungono soglie inferiori (250 dipendenti e 40 milioni di euro) individuate dalla Commissione per le imprese appartenenti ad alcuni specifici settori considerati ad alto rischio di impatto negativo sui diritti umani, purché almeno il 50 per cento del loro fatturato netto mondiale sia stato generato in uno o più di tali settori;
 - (c) società costituite in conformità alla legge di uno Stato terzo che nell'esercizio precedente abbiano generato nel territorio dell'Unione (a) un fatturato netto di oltre 150

¹¹ Si veda la [Comunicazione congiunta della Commissione europea al Parlamento Europeo e al Consiglio](#) del 23 marzo 2020, contenente il Piano d'azione dell'UE per i diritti umani e la democrazia 2020-2024, in cui viene definito come prioritario rafforzare l'impegno dell'Unione a promuovere attivamente l'attuazione a livello globale dei [Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani](#).

¹² Si vedano, tra gli altri, anche le [Conclusioni su diritti umani e lavoro dignitoso nelle catene di approvvigionamento globali](#) adottate dal Consiglio dell'Unione europea il 1° dicembre 2020, nonché i risultati delle consultazioni effettuate dalla Commissione europea in vista dell'adozione della Proposta di CSDDD (sintetizzati in [questa pagina](#) del sito della Commissione), tra i quali si segnala la richiesta di un intervento comunitario in tal senso da parte della European Trade Union Confederation (ETUC).

¹³ Si considerino in particolare i già citati Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani (più volte menzionati nella relazione di accompagnamento e nei considerando della Proposta di CSDDD) nonché le [Linee guida dell'OCSE destinate alle imprese multinazionali](#). Merita ricordare che entrambe tali fonti sono richiamate dal Taxonomy Regulation come criteri-guida per la definizione di "garanzie minime di salvaguardia" ai fini della tassonomia (cfr. articolo 18 del *Taxonomy Regulation*).

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

milioni di euro o (b) un fatturato netto inferiore a 150 milioni di euro ma superiore a 40 milioni di euro, purché in tal caso almeno il 50 per cento del loro fatturato netto mondiale sia stato generato in uno o più dei suddetti settori ad alto rischio;

- (ii) obblighi imposti alle imprese: la Proposta di CSDDD prevede l'obbligo per i soggetti destinatari di prevenire, evitare, far cessare o attenuare gli effetti negativi delle proprie attività sui diritti umani (ad esempio sotto forma di sfruttamento del lavoro minorile) e sull'ambiente (ad esempio sotto forma di perdita della biodiversità), demandando ai singoli Stati membri di attribuire alle rispettive autorità nazionali adeguati poteri di controllo e sanzione. In particolare, la Proposta di CSDDD sancisce l'obbligo di:
- (a) integrare la *due diligence* prescritta in tutte le politiche aziendali, predisponendo un'apposita politica di *due diligence* e un piano aziendale atto ad assicurare che *business model* e strategie d'impresa siano compatibili con gli obiettivi del più volte citato Accordo di Parigi;
 - (b) prevenire e attenuare gli impatti negativi potenziali dell'operatività aziendale, nonché arrestarne gli impatti negativi effettivi, in ambito ambientale e dei diritti umani, predisponendo ed implementando un "*piano operativo di prevenzione*" contenente scadenze ragionevoli e precise per gli interventi e indicatori qualitativi e quantitativi per misurare i progressi fatti;
 - (c) richiedere ai propri partner commerciali specifiche garanzie contrattuali per il rispetto del proprio codice di condotta e del proprio piano operativo di prevenzione;
 - (d) definire, integrare e mantenere attive procedure per trattare reclami presentati da persone colpite da impatti ambientali o sociali negativi, o che abbiano "*fondati motivi di ritenere di poterne essere colpite*", e da rappresentanze sindacali e da organizzazioni della società
 - (e) monitorare, con cadenza almeno annuale, l'efficacia delle proprie politiche e misure di *due diligence*;
 - (f) pubblicare sul proprio sito Internet, entro il 30 aprile di ciascun anno, una comunicazione al pubblico sull'implementazione degli obblighi di *due diligence* nell'anno precedente.

4.3. *Iter e stato della Proposta di CSDDD*

A seguito dell'approvazione da parte della Commissione europea, il Parlamento europeo ha avviato i propri lavori sulla Proposta di CSDDD in vista di un'eventuale adozione mediante la procedura legislativa ordinaria.

Nel frattempo, il 30 novembre 2022, il Consiglio dell'Unione europea ha approvato un [testo recante significativi emendamenti](#), anche soppressivi, alla proposta approvata dalla Commissione.

I lavori parlamentari sono sfociati nell'approvazione ad opera del Parlamento europeo, lo scorso 31 maggio 2023, di un ancora diverso testo di proposta, contenente a sua volta modifiche alla versione licenziata dal Consiglio.

Il testo approvato dal [Parlamento europeo](#) amplia significativamente l'ambito soggettivo di applicazione della direttiva proposta rispetto alla formulazione elaborata dalla Commissione e dal Consiglio. In tale versione, la proposta di CSDDD copre infatti:

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

- (i) società costituite in conformità alla legge di uno Stato membro che nell'esercizio precedente abbiano avuto più di 250 dipendenti e un fatturato netto mondiale di oltre 40 milioni di euro (indipendentemente dal loro settore d'appartenenza), oppure società madri con più di 500 dipendenti e un fatturato netto mondiale di oltre 150 milioni di euro;
- (ii) società costituite in conformità alla legge di uno Stato terzo che nell'esercizio precedente abbiano generato nel territorio dell'Unione un fatturato netto di oltre 40 milioni di euro, e inoltre - se società madri - abbiano avuto più di 500 dipendenti e un fatturato netto mondiale di oltre 150 milioni di euro.

Queste e altre difformità tra le versioni approvate dalle tre istituzioni dell'Unione fanno pronosticare intensi negoziati tra queste ultime e gli Stati membri, nonostante l'intesa preliminare raggiunta in sede di Consiglio.

Al netto di tali incertezze, la direttiva potrebbe entrare in vigore nel corso del 2024 e trovare applicazione a decorrere dal 2028, secondo scadenze differenziate - tre, quattro o cinque anni - a seconda delle dimensioni delle imprese destinatarie (dalle quali, giova precisare, rimangono allo stato escluse le microimprese).

5. *Il Sustainable Finance Roadmap 2022-2024 dell'ESMA*

5.1. *Introduzione*

Il 6 febbraio 2020, l'ESMA ha pubblicato la propria [strategia in materia di finanza sostenibile](#) (la "**Strategia ESMA**"), volta all'integrazione dei fattori di sostenibilità in quattro principali aree tematiche: (i) lo sviluppo di una regolamentazione unitaria (*single rulebook*); (ii) la creazione di un approccio comune che includa i fattori di sostenibilità nell'ambito dell'attività di vigilanza svolta dalle autorità nazionali competenti (le "NCA"); (iii) la vigilanza e il monitoraggio degli sviluppi del mercato e l'identificazione dei rischi associati alla finanza sostenibile; e (iv) il miglioramento della trasparenza del ruolo dei fattori di sostenibilità nel processo di assegnazione dei rating.

In tale quadro, il 10 febbraio 2022 l'ESMA ha pubblicato il [Sustainable Finance Roadmap 2022-2024](#) (il "**Roadmap**"), strumento volto a contribuire allo sviluppo di una regolamentazione unitaria (*single rulebook*) in materia di sostenibilità e assicurare un'applicazione coerente della stessa.

In particolare, attraverso il *Roadmap*, l'ESMA intende stabilire il processo volto all'implementazione della Strategia ESMA, stabilendo le aree di priorità e le correlate azioni che l'Autorità europea intende intraprendere in materia di finanza sostenibile con riferimento al triennio 2022-2024.

5.2. *Contenuti*

Il *Roadmap* prende in esame i seguenti settori: (i) la gestione di investimenti; (ii) i servizi di investimento; (iii) l'informativa e la *governance* degli emittenti; (iv) i *benchmark*; (v) i *rating* creditizi e i *rating* ESG; (vi) il *trading* e il *post-trading*; e (vii) l'innovazione finanziaria.

Il *Roadmap* include una descrizione dei principali temi affrontati - ossia l'identificazione delle aree di priorità e dei settori che subiscono un maggior impatto dalle tematiche della sostenibilità - con relativa assegnazione delle priorità e delle ragioni sottese a tale identificazione (Capitolo 2), a cui si aggiunge un elenco puntuale delle azioni che l'ESMA intende adottare e le relative tempistiche (Allegato).

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

Le tre principali priorità individuate dall'ESMA con riferimento al triennio 2022-2024 sono le seguenti:

- (i) combattere il *greenwashing* e promuovere la trasparenza: il *greenwashing* - definito generalmente nel Roadmap come quella pratica in cui un emittente rende pubbliche informazioni relative al profilo di sostenibilità suo o delle caratteristiche e obiettivi dei propri prodotti finanziari che, tuttavia, non riflettono adeguatamente i rischi e gli impatti di sostenibilità sottostanti associati a quell'emittente o ai relativi strumenti - comporta potenziali pregiudizi per gli investitori che sono intenzionati a compiere investimenti sostenibili. Al riguardo, l'ESMA si pone quale priorità l'identificazione delle caratteristiche fondamentali del *greenwashing* con soluzioni comuni a più settori interessati. Le principali azioni individuate dall'ESMA per raggiungere tale obiettivo sono:
 - (a) organizzare discussioni tra NCA aventi ad oggetto casi incentrati su questioni di *greenwashing*, al fine di fissare un livello di comprensione comune e condividere i concetti chiave del *greenwashing*;
 - (b) fornire linee guida al mercato e alle NCA in merito all'applicazione della regolamentazione unitaria (*single rulebook*) in materia di finanza sostenibile;
 - (c) sviluppare una comprensione comune del ruolo di vigilanza delle NCA nel settore della finanza sostenibile e, in particolare, del *greenwashing*;
 - (d) contribuire alla predisposizione di una regolamentazione unitaria (*single rulebook*) sulla finanza sostenibile, promuovendone la conformità alle iniziative internazionali in materia;
 - (e) raccogliere e analizzare le casistiche relative al funzionamento dei mercati ESG e dei prodotti ESG, nonché quelle relative al *greenwashing*, al fine di comprendere le prassi di mercato attuali e prospettiche;
- (ii) sviluppare le capacità delle NCA e dell'ESMA: il *Roadmap* evidenzia che la finanza sostenibile, come altri settori del mondo finanziario, richiede l'acquisizione di conoscenze al fine di assicurare che le implicazioni in termini di vigilanza di tale nuova area tematica siano pienamente comprese dalle NCA e dall'ESMA. In particolare, secondo l'ESMA, le NCA dovrebbero essere maggiormente in grado di maneggiare la normativa rilevante e di comprendere i punti di convergenza tra i temi di sostenibilità e quelli legati al mondo della finanza. Al riguardo, le azioni identificate dall'ESMA per implementare tali competenze tra le NCA, con condivisione di esperienze e standard tra le stesse, sono:
 - (a) facilitare lo scambio di informazioni e conoscenze sulle iniziative ESG tra le NCA, mediante lo sviluppo e l'implementazione di un *sustainable finance training plan* rivolto al personale delle NCA e dell'ESMA;
 - (b) organizzare su base periodica discussioni su casi di vigilanza e di applicazione delle norme, nonché istituire gruppi di lavoro consultivi su argomenti di finanza sostenibile;
 - (c) sviluppare standard comuni su tematiche ESG;
- (iii) monitorare, accertare e analizzare i mercati e i rischi ESG: nell'ambito del monitoraggio tradizionale avente ad oggetto le variabili di mercato e i prodotti finanziari, l'ESMA ritiene importante svolgere una supervisione diretta con riferimento ai mercati finanziari che integrano i

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

fattori di sostenibilità al fine di identificare i rischi che possono avere un impatto negativo per gli investitori (quale, ad esempio, il mercato del carbonio). A tal fine, l'ESMA intende:

- (a) supportare la creazione di una regolamentazione unitaria (*single rulebook*), contribuendo alla predisposizione di un set completo di norme e poteri;
- (b) proseguire l'analisi sui cambiamenti climatici e strutturare un dialogo in tale settore con le altre autorità di vigilanza europee, la BCE e l'Agenzia europea dell'ambiente (European Environment Agency), anche attraverso stress test sul sistema finanziario a livello europeo;
- (c) valutare le questioni relative alla disponibilità e alla qualità dei dati che incidono sugli obblighi di reportistica dei partecipanti al mercato e i fruitori di tali dati;
- (d) aumentare la comprensione delle interazioni tra l'innovazione digitale e la sostenibilità;
- (e) impegnarsi nell'ambito dei *forum* internazionali per beneficiare delle relative sinergie e promuovere approcci coerenti a livello globale.

Trattandosi di un documento avente natura programmatica, il *Roadmap* è periodicamente sottoposto a verifica da parte della stessa ESMA e delle NCA, al fine di assicurare la rilevanza dei temi trattati e delle priorità in esso stabilite. Nell'ambito dell'Osservatorio sarà monitorato lo stadio di avanzamento delle azioni pianificate dall'Autorità europea, esplicitandone le correlazioni con i singoli futuri interventi dell'ESMA in materia di finanza sostenibile.

6. *Il Rapporto annuale sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici sul 2022 della Banca d'Italia*

6.1. *Introduzione*

Il 30 marzo 2023, la Banca d'Italia ha pubblicato il secondo [Rapporto annuale sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici](#), relativo all'anno 2022 (il "**Rapporto sul 2022**"), ponendosi in continuità con il [precedente numero](#) pubblicato il 10 maggio 2022 e riferito all'anno 2021.

Il Rapporto sul 2022 è uno degli strumenti attraverso i quali la Banca d'Italia ottempera agli impegni¹⁴ assunti il 5 luglio 2021 mediante la pubblicazione della propria [Carta degli investimenti sostenibili](#) (la "Carta degli Investimenti"), che definisce i principi e i criteri assunti a riferimento

¹⁴ In particolare, gli impegni che la Banca d'Italia ha assunto mediante la Carta degli Investimenti per dare concretezza al proprio operato verso un modello di crescita economica sostenibile sono: (i) la promozione della sostenibilità in materia ambientale, sociale e di governance attraverso iniziative volte a incoraggiare la diffusione di informazioni di sostenibilità da parte degli emittenti, degli intermediari e degli altri operatori del sistema finanziario; (ii) l'integrazione dei principi ESG nella gestione dei propri investimenti e nella gestione dei rischi finanziari, mediante attività di promozione della diffusione di buone pratiche d'investimento sostenibile e di gestione dei rischi nel sistema finanziario; e (iii) la pubblicazione di informazioni e di analisi sulla finanza sostenibile, attraverso la comunicazione periodica dei risultati conseguiti in termini di sostenibilità e delle metodologie applicate per i criteri ambientali, nonché la promozione e diffusione della cultura della finanza sostenibile nel sistema finanziario e tra i cittadini.

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

dalla Banca d'Italia, nella propria veste di investitore finanziario, per la gestione sostenibile dei propri investimenti¹⁵.

Inoltre, il Rapporto sul 2022 risponde all'**ulteriore impegno** assunto dalla Banca d'Italia e dalle altre banche centrali dell'Eurosistema per l'applicazione di principi di investimento sostenibili e responsabili nei portafogli di politica non monetaria gestiti dalle banche centrali sotto la loro responsabilità, in base al quale è prevista la diffusione periodica di informazioni relative ai rischi climatici riferibili a tali portafogli.

6.2. Contenuti

Il Rapporto sul 2022 descrive la struttura di governo, la strategia e i processi con cui la Banca d'Italia gestisce la propria attività di investimento relativa a tre portafogli: (i) il portafoglio finanziario, ossia le attività finanziarie non di politica monetaria diverse dalle riserve valutarie; (ii) il portafoglio delle riserve valutarie; e (iii) il Fondo pensione complementare per i dipendenti della Banca d'Italia assunti a partire dal 28 aprile 1993¹⁶.

La struttura del Rapporto sul 2022 è ispirata alla **guida per la divulgazione di informazioni sui rischi climatici** elaborata dal *Network for Greening the Financial System*, ed è dunque articolata in meccanismi di governo, strategia, gestione dei rischi, e infine indicatori e obiettivi:

- (i) **meccanismi di governo**: gli organi della Banca d'Italia coinvolti nel processo di governo degli investimenti sono:
 - (a) il Direttorio, che approva l'allocazione strategica degli investimenti;
 - (b) il Comitato strategie e rischi finanziari, che si esprime sull'allocazione strategica formulata e proposta dalla funzione interna di gestione del rischio;
 - (c) il Comitato per gli investimenti, a cui spetta la verifica periodica della convergenza tra i portafogli finanziari e l'allocazione strategica;
 - (d) il Comitato cambiamenti climatici e sostenibilità, avente funzioni di indirizzo strategico e di coordinamento, che svolge attraverso la promozione dell'analisi sui rischi e sulle opportunità relativi ai profili di sostenibilità che contribuiscono all'affinamento delle metodologie per gli investimenti sostenibili della stessa Banca d'Italia¹⁷;
- (ii) **strategia**: la strategia di investimento perseguita dalla Banca d'Italia combina tra loro: (i) obiettivi finanziari, attraverso cui viene perseguito il contenimento dei rischi finanziari e la prudente ricerca del rendimento, per preservare il capitale investito; e (ii) obiettivi di sostenibilità, aventi la duplice funzione di considerare i rischi di sostenibilità nel perseguimento degli obiettivi finanziari e di contribuire alla tutela dell'ambiente e alla sostenibilità. La strategia perseguita per migliorare il profilo di rischio e il rendimento degli investimenti, di cui al precedente punto (i), utilizza criteri di esclusione basati sul rispetto di norme e convenzioni internazionali in

¹⁵ Più precisamente, ci si riferisce alle attività finanziarie sulle quali la Banca d'Italia ha piena autonomia decisionale, ossia gli investimenti del proprio portafoglio finanziario e delle riserve valutarie, mentre restano esclusi dal novero di investimenti in discorso i portafogli di politica monetaria (la cui gestione è responsabilità dell'Eurosistema).

¹⁶ Si consideri che, alla fine del 2022, il valore complessivo dei portafogli citati era pari a 169 miliardi di euro.

¹⁷ Il Comitato cambiamenti climatici e sostenibilità è inoltre assistito dal Nucleo cambiamenti climatici e sostenibilità, incaricato di coordinare i lavori sulle tematiche ESG presso i vari dipartimenti della Banca d'Italia.

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

materia di lavoro, armi e tabacco. Inoltre, all'interno di ciascun settore, vengono adottate misure volte a favorire le imprese aventi le migliori prassi in termini di sostenibilità o maggiormente impegnate nel cambiamento dei loro modelli produttivi per contenere il rischio di transizione climatica. Al fine di dare attuazione all'obiettivo volto alla tutela dell'ambiente e alla sostenibilità, di cui al precedente punto (ii), in linea con il proprio [Piano Strategico 2023-2025](#), la Banca d'Italia intende intraprendere una progressiva decarbonizzazione¹⁸. Ciò premesso, le iniziative intraprese dalla Banca - in linea con i principi e le azioni individuate nella Carta degli Investimenti - sono sintetizzabili come segue:

- (a) incoraggiamento della diffusione di informazioni ESG: a tal fine, la Banca d'Italia promuove la diffusione di informazioni sulla sostenibilità esaustive e corrette nella sua triplice veste di investitore, autorità di vigilanza e soggetto interessato alla tutela dell'ambiente¹⁹;
 - (b) integrazione della neutralità climatica e dei criteri ESG negli investimenti e nella gestione dei rischi: la Banca d'Italia ha sviluppato nel 2022 un indicatore sugli impegni di decarbonizzazione delle imprese inserite nei suoi portafogli azionari e obbligazionari; ha inoltre avviato una linea di investimento azionario incentrata sulla transizione energetica, per cogliere le opportunità di rendimento associate al passaggio a un'economia a zero emissioni e contribuire allo sviluppo di prodotti, servizi e tecnologie funzionali alla transizione;
 - (c) pubblicazione di analisi, guide e risultati: nel corso del 2022 la Banca d'Italia ha partecipato a diverse iniziative di dialogo con rappresentanti del mercato finanziario e istituzionale; ha altresì pubblicato numerose analisi su temi ESG²⁰ e, in ambito internazionale, ha contribuito alla pubblicazione di rapporti e guide sulla finanza sostenibile dell'OCSE e del citato *Network for Greening the Financial System*;
- (iii) gestione dei rischi: per quanto concerne il profilo della gestione dei rischi dei portafogli considerati nel Rapporto sul 2022, l'integrazione tra fattori climatici e di sostenibilità avviene anzitutto nella fase di allocazione strategica, mediante l'utilizzo di un modello quantitativo che viene arricchito da considerazioni di natura di sostenibilità e che ha l'obiettivo di migliorare o almeno preservare il punteggio ESG e l'intensità carbonica degli investimenti in emittenti privati su un arco temporale di 10 anni. Successivamente, l'integrazione dei criteri di sostenibilità avviene con modalità differenziate per ciascuna classe finanziaria. Il controllo dei rischi finanziari è svolto mediante un sistema di limiti che sono verificati su base giornaliera, finalizzati a evitare un'eccessiva esposizione nei confronti di singole controparti, aree geografiche o strumenti finanziari, ai quali seguono rendicontazioni periodiche. Con particolare riferimento ai fattori climatici, considerata la loro centralità per l'obiettivo di neutralità climatica degli investimenti, la funzione interna di gestione del rischio della Banca d'Italia conduce

¹⁸ Con riferimento all'investimento in titoli di Stato, la Banca d'Italia considera il rispetto degli impegni assunti nell'ambito del più volte citato Accordo di Parigi da parte dei Paesi emittenti. Per quanto riguarda invece l'investimento in azioni e obbligazioni societarie, la Banca valuta gli impegni di decarbonizzazione resi pubblici dalle società e le più recenti riduzioni delle emissioni di gas serra da essa documentate.

¹⁹ A titolo esemplificativo, nel 2022 è stato avviato un dialogo con le società presenti nel portafoglio di investimento che maggiormente contribuiscono all'emissione di gas serra per approfondire le loro strategie ambientali.

²⁰ A titolo esemplificativo, si vedano i working paper del 2022 intitolati: *Toward a green economy: the role of central bank's asset purchases*, *Mutual fund trading and ESG stock resilience during the Covid-19 stock market crash* e *Unburdening regulation: the impact of regulatory simplification on photovoltaic adoption in Italy*.

La presente comunicazione ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere intesa come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.

approfondimenti metodologici volti a individuare eventuali limiti o incoerenze e a proporre possibili soluzioni, quali il punteggio sugli impegni di decarbonizzazione sviluppato internamente;

- (iv) indicatori e obiettivi: l'impostazione seguita dalla Banca d'Italia per l'analisi dei rischi segue quella concordata con la BCE e con le altre banche centrali dell'Eurosistema. Al riguardo, sono utilizzati tre indicatori principali basati sulle emissioni storiche di gas serra: (i) l'intensità carbonica media ponderata (*weighted average carbon intensity*); (ii) le emissioni carboniche totali o emissioni finanziate, ossia quelle riferibili ad un determinato portafoglio; (iii) l'impronta carbonica, che misura le emissioni di gas serra totali del portafoglio normalizzate per il valore di mercato dello stesso portafoglio²¹. Ciò premesso, l'analisi effettuata sugli indicatori climatici e di sostenibilità include: (i) indicatori climatici storici, attraverso i quali è analizzato l'andamento dei portafogli oggetto del Rapporto sul 2022 fino alla fine dell'anno; (ii) indicatori climatici prospettivi, che prendono in considerazione, tra l'altro, gli impegni assunti dagli emittenti e l'aumento implicito della temperatura; e (iii) indicatori ESG, che prendono in considerazione i temi richiamati dalla Carta degli Investimenti, ossia l'uso responsabile delle risorse naturali, gli effetti sugli ecosistemi, la sicurezza e la salute sul lavoro, la parità e l'inclusione, le pratiche di governo societario e il rispetto dei principi etici.

L'Osservatorio è stato predisposto a cura di Michele Crisostomo e Federico Morelli
in collaborazione con il Gruppo Dedicato sulla Finanza Sostenibile composto da
Alessandra Davoli (*coordinatrice*) | Nicolò Orlich (*referente*)
Martina Baldi | Caterina Guitti | Nicolò Piccaluga | Giulia Sforza | Lucrezia Vincenzi

Per qualsiasi domanda od osservazione attinente ai temi della Finanza Sostenibile, si prega di contattare i professionisti sopra indicati oppure di mandare una e-mail all'indirizzo

CRCCDFinanzaSostenibile@crccdlex.com

I precedenti numeri dell'Osservatorio sono disponibili ai seguenti link:

[Numero 1 \(marzo 2021\)](#)

[Numero 2 \(novembre 2023\)](#)

²¹ Una descrizione completa degli indicatori utilizzati ai fini dell'analisi è riportata nell'Appendice al Rapporto sul 2022.