

CAPPELLI RIOLO
CALDERARO CRISOSTOMO
DEL DIN & PARTNERS



Studio Legale

Milano Roma Londra
crcdlex.com

OSSERVATORIO CRCCD SU FINANZA SOSTENIBILE E GREEN ECONOMY

Dicembre 2024
Numero 7

<i>FOCUS - Labelling ESG</i>	2
1. <i>Premessa</i>	2
2. <i>Regno Unito</i>	2
3. <i>Unione europea</i>	6
4. <i>Italia</i>	6
<i>FOCUS - Rating ESG</i>	7
1. <i>Premessa</i>	7
2. <i>Il Regolamento (UE) 2024/3005</i>	7
3. <i>Lo studio della Banca d'Italia sulla relazione tra i rating ESG delle banche e il loro costo di finanziamento</i>	8
4. <i>Lo studio della Banca d'Italia sui problemi metodologici e la copertura dei rating ambientali delle società non finanziarie</i>	9
<i>AGGIORNAMENTI</i>	9
1. <i>Il Dialogo di sostenibilità tra PMI e banche e il Voluntary sustainability reporting standard for non-listed small- and medium-sized enterprises</i>	9
2. <i>Il Climate Policy Monitor</i>	11
3. <i>La comunicazione interpretativa della Commissione europea sul Regolamento Delegato per l'Informativa sulla Sostenibilità per le imprese finanziarie</i>	12
4. <i>La comunicazione interpretativa della Commissione europea sulla rendicontazione di sostenibilità</i>	13
5. <i>La nuova ESRS Implementation Q&A Platform dell'EFRAG</i>	14
6. <i>Il progress report del Financial Stability Board sui progressi compiuti per ottenere una informativa sulla sostenibilità coerente e comparabile a livello globale</i>	15
7. <i>Il regolamento della Consob in materia di autorizzazione e vigilanza dei soggetti legittimati a presentare offerte nel mercato delle aste delle quote di emissione dei gas a effetto serra</i>	16
8. <i>Lo studio della Banca d'Italia sull'impatto dei rischi ESG sulla probabilità di default delle società non finanziarie europee tra il 2014 e il 2022</i>	17
9. <i>Lo studio della Banca d'Italia sul rapporto tra "supervisione climatica" e credito bancario</i>	17

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.

FOCUS

Labelling ESG

1. Premessa

La crescente attenzione verso prodotti di investimento sostenibili sta spingendo varie autorità di regolamentazione e vigilanza sui mercati finanziari, sia europee sia extra-europee, ad adottare sistemi di etichettatura e categorizzazione dei prodotti di investimento (c.d. *labelling*). Ciò al fine di assicurare maggiore trasparenza, coerenza e comparabilità in merito alla sostenibilità degli investimenti, per contrastare *greenwashing* e *misselling* e favorire la circolazione di capitali “responsabili”.

In questo *focus* è proposta una sintetica panoramica degli sviluppi in materia di *labelling* ESG. A questo fine, viene esaminata con particolare attenzione l’esperienza del Regno Unito. A livello europeo, infatti, il Regno Unito si è posto all’avanguardia sul tema del *labelling* ESG, adottando nel corso del 2024 un analitico sistema di etichettatura e categorizzazione dei prodotti di investimento. Posta tale premessa, ci si sofferma poi brevemente su alcuni sviluppi in atto a livello di Unione europea e in Italia.

2. Regno Unito

L’attuale [quadro normativo britannico in materia di finanza sostenibile](#) si basa principalmente sui cosiddetti Sustainable Disclosure Requirements (gli “UK SDR”). Gli UK SDR sono un insieme di regole e linee guida contenute nell’*Environmental, Social and Governance Sourcebook* (il “*Sourcebook*”) adottato dalla [Financial Conduct Authority](#) (la “FCA”), autorità incaricata della supervisione e della regolamentazione dei mercati finanziari britannici.

Gli UK SDR coprono sostanzialmente i seguenti aspetti-chiave dell’informativa sulla sostenibilità in relazione alle imprese e ai prodotti di investimento: (i) requisiti dell’informativa a livello di entità; (ii) requisiti dell’informativa a livello di prodotto; (iii) regole generali contro il *greenwashing*; (iv) *labelling* dei prodotti di investimento; (v) regole di denominazione e di marketing; e (vi) regole specificamente applicabili ai distributori, in particolare quelli che distribuiscono prodotti di investimento a investitori al dettaglio.

A una prima e non approfondita lettura, gli UK SDR potrebbero venire percepiti come l’equivalente d’oltremarina del [Regolamento \(UE\) 2019/2088](#) (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* o “SFDR”)¹. A uno sguardo più attento, tuttavia, gli UK SDR appaiono, almeno in materia di *labelling* ESG, come un *corpus* di norme più esigente dello SFDR, tale da richiedere necessariamente una considerazione separata da parte delle entità che operano sia nel Regno Unito sia nell’Unione europea. Le disposizioni degli UK SDR in materia di *labelling* ESG sembrano infatti discostarsi in modo significativo sia dal sistema di soglie attualmente previsto dallo SFDR, sia dalla più recente

¹ Per una disamina dello SFDR si fa rinvio ai numeri [1](#), [2](#) e [5](#) dell’Osservatorio.

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.

proposta di un regime di categorizzazione a livello europeo avanzata dal *Platform on Sustainable Finance* (che, come anticipato, saranno meglio trattate nel prosieguo).

L'originalità della regolamentazione britannica in tema di *labelling* ESG si può forse meglio comprendere come un riflesso dell'accentuata attenzione del governo britannico ai potenziali fattori di crescita del settore dei servizi finanziari del Regno Unito², tra i quali la sostenibilità e l'allocatione del capitale agli investimenti responsabili sono stati identificati come particolarmente cruciali dalla cancelliera Rachel Reeves nel suo discorso alla Mansion House pronunciato nel novembre 2024³.

Il regime di *labelling* dei prodotti di investimento di cui agli UK SDR prevede la possibilità di utilizzo di quattro distinti *label*, in uso dal 31 luglio 2024:

- (i) il *label* di "attenzione alla sostenibilità" (*sustainability focus*);
- (ii) il *label* di "miglioratori della sostenibilità" (*sustainability improvers*);
- (iii) il *label* di "impatto sulla sostenibilità" (*sustainability impact*);
- (iv) il *label* di "sostenibilità a obiettivi misti" (*sustainability mixed goals*).

Tali *label* sono disciplinati nelle sezioni 4.1 (*Sustainability labels*) e 4.2 (*Criteria for applying sustainability labels*) del *Sourcebook*.

Ognuno dei quattro *label* richiede che il prodotto di investimento in questione (ad esempio, un fondo di investimento) soddisfi determinati criteri generali di qualificazione, comuni ai quattro *label*, nonché criteri specifici di qualificazione, distinti per ciascun *label*.

I criteri generali di qualificazione ruotano principalmente attorno alla definizione dell'obiettivo di sostenibilità perseguito dal prodotto di investimento, che deve essere chiaro, specifico e misurabile. L'identificazione di tale obiettivo è necessaria per qualsiasi prodotto di investimento e costituisce un requisito minimo per l'utilizzo di uno dei quattro *label* specifici. L'obiettivo di sostenibilità deve essere dichiarato espressamente nell'informativa rivolta agli investitori al dettaglio e in quella precontrattuale. I criteri generali di qualificazione sono:

- (i) **soglia minima di investimento**: almeno il 70 per cento del valore lordo del patrimonio investito nel prodotto di investimento deve essere investito in linea con l'obiettivo di sostenibilità dichiarato, con limitate eccezioni per i fondi il cui patrimonio non è ancora completamente investito o che si trovano in una fase di "*ramp-up*". Per essere conteggiati ai fini del raggiungimento di tale soglia del 70 per cento, gli *asset* rilevanti devono essere selezionati facendo riferimento a uno "*standard solido e basato su evidenze*" ("*robust, evidence-based standard*"), ossia in grado di superare un controllo da parte di terzi e

² Come indicato nell'ultimo [rapporto](#) sui progressi del *Climate Change Committee 2024*, presentato al Parlamento britannico il 18 luglio 2024.

³ Il 14 novembre 2024, in un [discorso](#) tenuto alla Mansion House, la cancelliera Rachel Reeves ha esposto la visione del Governo britannico per la crescita e il miglioramento della competitività del settore dei servizi finanziari del Regno Unito.

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.

riconducibile a standard accettati a livello internazionale (come, ad esempio, quelli elaborati dal [Sustainability Accounting Standards Board](#));

- (ii) indicatori chiave di performance (*key performance indicators* o KPI): qualsiasi misura dei progressi compiuti verso l'obiettivo di sostenibilità dichiarato deve essere misurata con riferimento a KPI del tipo normalmente adottato dalle imprese. La FCA non prescrive l'uso di KPI specifici, ma lascia alle singole entità la possibilità di utilizzarli in linea con le migliori pratiche del settore;
- (iii) governance e risorse: le entità devono adottare pratiche di *governance* adeguate e risorse appropriate per conseguire l'obiettivo di sostenibilità dichiarato. Il *Sourcebook* chiarisce che, per soddisfare questo requisito, la *governance* e le risorse dell'entità devono essere congrue agli *asset* in cui essa investe e accompagnate da un'adeguata conoscenza e comprensione di tali *asset*, la cui selezione va effettuata secondo elevati standard di diligenza;
- (iv) stewardship: l'entità deve identificare, e applicare, la strategia necessaria per supervisionare e influenzare in modo appropriato il valore di un investimento attraverso la comunicazione continua con gli organi direttivi delle imprese partecipate, a sostegno del raggiungimento dell'obiettivo di sostenibilità dichiarato.

I criteri specifici di qualificazione, distinti per ciascun *label*, si applicano a seconda dell'obiettivo di sostenibilità dichiarato del prodotto di investimento in questione:

- (i) label di "attenzione alla sostenibilità" (*sustainability focus*): l'obiettivo di sostenibilità del prodotto è coerente con lo scopo di investire in *asset* sostenibili dal punto di vista ambientale e/o sociale, nel rispetto della soglia minima del 70 per cento. La selezione degli *asset* deve essere effettuata utilizzando "*standard solido e basato su evidenze*" ("*robust, evidence-based standard*"), supportati da KPI misurabili sulla sostenibilità degli *asset* selezionati, e deve mostrare un approccio di *stewardship* dell'investitore per garantire che gli *asset* continuino a fornire valore sostenibile a lungo termine nel tempo. Inoltre, i restanti *asset* oggetto di investimento non devono essere in conflitto con l'obiettivo di sostenibilità del prodotto (in termini analoghi a quello del principio "*do no significant harm*" o DNSH, incorporato in molteplici atti normativi dell'Unione europea in materia di finanza sostenibile tra cui lo SFDR⁴);
- (ii) label di "miglioratori della sostenibilità" (*sustainability improvers*): l'obiettivo di sostenibilità del prodotto è coerente con lo scopo di investire in *asset* che hanno un più generale potenziale di miglioramento della sostenibilità ambientale e/o sociale, nel rispetto della soglia minima del 70 per cento. I miglioramenti devono essere monitorati e misurati dall'entità nel corso del tempo, utilizzando specifici KPI, e la gestione degli investimenti deve garantire che gli *asset* sostengano e accelerino i miglioramenti nel tempo;
- (iii) label di "impatto sulla sostenibilità" (*sustainability impact*): l'obiettivo di sostenibilità del prodotto è coerente con l'obiettivo di raggiungere un impatto predefinito, positivo e misurabile in relazione a un risultato ambientale e/o sociale, con almeno il 70 per cento del valore lordo del patrimonio investito in conformità a tale obiettivo. L'impatto deve poter essere misurato e dimostrato facendo affidamento su un metodo robusto sviluppato

⁴ Per una disamina del DNSH si fa rinvio alla sezione 14 del [numero 4](#) dell'Osservatorio.

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.

dall'impresa che adotta il *label*. Quest'ultima è inoltre tenuta a sviluppare quella che il *Sourcebook* definisce una "teoria del cambiamento" (*theory of change*) per descrivere come e perché si prevede che venga raggiunto l'impatto positivo sulla sostenibilità. La selezione degli *asset* in linea con tale obiettivo deve avvenire facendo riferimento a uno "standard solido e basato su evidenze" ("*robust, evidence-based standard*"), mentre l'effettivo impatto positivo degli *asset* e il relativo contributo degli investitori devono essere misurati con riferimento a KPI. L'entità interessata deve adottare un approccio di gestione degli investitori che sostenga le attività nella realizzazione dell'impatto positivo selezionato;

- (iv) *label* di "sostenibilità a obiettivi misti" (*sustainability mixed goals*): l'obiettivo di sostenibilità del prodotto è investire in conformità a due o più degli obiettivi di sostenibilità richiesti per le altre tre etichette, applicando la consueta soglia minima del 70 per cento e indicando la percentuale di patrimonio investita in ciascuno di essi. Per ogni altro obiettivo devono essere soddisfatti anche i requisiti specifici del relativo *label*. Lo standard di sostenibilità da applicare per utilizzare questo *label* è una combinazione degli altri tre standard e, allo stesso modo, richiede una combinazione di KPI per consentire la comparabilità delle misurazioni rispetto agli obiettivi misti dichiarati e una combinazione di pratiche di gestione che supportino gli *asset* nel rimanere sostenibili, accelerare i miglioramenti e/o fornire standard di sostenibilità positivi (in conformità alla combinazione di *label* scelta).

La disciplina del *labelling* ESG sopra descritta è completata, nel *Sourcebook*, con disposizioni sulla denominazione (*naming*) e sul marketing dei prodotti di investimento, contenute nella sezione 4.3 (*Naming and marketing*) del *Sourcebook*. Principio fondamentale in proposito è quello per cui, nella denominazione e nel marketing di un prodotto di investimento, gli operatori possono impiegare "termini connessi alla sostenibilità" ("*sustainability-related terms*") se e solo se (i) il prodotto è contraddistinto da uno dei quattro *label* di cui sopra o (ii) vengono rispettati requisiti alquanto stringenti, tra cui si segnalano a titolo esemplificativo:

- (i) il divieto di utilizzare i termini "*sustainable*", "*sustainability*" o "*impact*", o variazioni degli stessi, per riferirsi alle caratteristiche di sostenibilità del prodotto;
- (ii) l'obbligo di predisporre e comunicare con adeguato risalto una dichiarazione sul fatto che il prodotto di investimento non è contraddistinto da un *label* e sulle ragioni per cui esso non è contraddistinto da un *label*;
- (iii) il divieto di includere, nelle denominazioni di *feeder fund*, termini non coerenti non quelli impiegati nella denominazione del relativo *master fund*.

Peraltro, con una [dichiarazione](#) del 9 settembre 2024, la FCA ha stabilito di concedere agli operatori "*flessibilità temporanea limitata*" ("*limited temporary flexibility*") fino al 2 aprile 2025, a determinate condizioni, per quanto riguarda la conformazione alla sezione 4.3 del *Sourcebook* delle denominazioni degli *authorised fund*.

Il 6 dicembre 2024, la FCA ha inoltre rilasciato una [dichiarazione](#) contenente alcune riflessioni sull'impatto dei più recenti pacchetti di misure per la finanza sostenibile, ivi inclusi il sistema di *labelling* ESG sopra descritto. Nella dichiarazione, la FCA ha sottolineato il numero crescente di fondi di investimento che hanno adottato o stanno considerando di adottare uno dei *label* disciplinati nel *Sourcebook*, evidenziando al contempo l'impegno profuso dall'autorità dei mercati finanziari britannica nel supportare gli operatori del settore in tale adozione, anche predisponendo appositi [esempi di informativa precontrattuale](#).

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.

3. Unione europea

Sul lato continentale della Manica, un significativo contributo sul tema del *labelling* e della categorizzazione dei prodotti finanziari sostenibili è stato recentemente fornito dal [Platform on Sustainable Finance](#), organo consultivo della Commissione europea istituito in base all'articolo 20 del [Regolamento \(UE\) 2020/852](#) (il "[Taxonomy Regulation](#)").

Il 17 dicembre 2024, il [Platform on Sustainable Finance](#) ha infatti pubblicato un [report](#) che illustra una proposta di schema di categorizzazione nell'ambito dello SFDR (il "[Report](#)"). Il [Report](#) propone l'assegnazione dei prodotti finanziari a quattro diverse categorie, denominate "sostenibile" ("[sustainable](#)"), "transizione" ("[transition](#)"), "raccolta ESG" ("[ESG collection](#)") o "non classificato" ("[unclassified](#)"), sulla base della strategia di sostenibilità del prodotto e in linea con il suo obiettivo generale di sostenibilità. Il sistema di categorizzazione proposto nel [Report](#) mira a consentire agli investitori (in particolare a quelli di tipo *retail*) di abbinare facilmente e chiaramente i propri valori di sostenibilità alla strategia di sostenibilità di un determinato prodotto finanziario. A questo proposito, il [Report](#) considera anche le implicazioni che un'applicazione dello schema proposto avrebbe sui prodotti finanziari esistenti, e inoltre offre alcune indicazioni sulla possibile fissazione di soglie di qualificazione specifiche per le varie categorie.

È interessante notare che l'allegato E della Nota fornisce un confronto tra regimi di *labelling* e regimi di categorizzazione: nonostante entrambi condividano lo scopo di orientare gli investitori verso scelte più sostenibili sul piano ambientale o sociale, e di sostenere l'opera a tal fine fornita dai consulenti, il regime proposto nella Nota viene presentato come potenzialmente (i) in grado di catturare una parte più ampia del mercato rispetto ai *label*, (ii) più adatto a favorire l'armonizzazione degli approcci a livello europeo e (iii) generalmente meno rigido in termini di criteri di qualificazione applicabili ai prodotti di investimento.

4. Italia

Pur considerata l'indiscutibile funzione propulsiva del legislatore e regolatore comunitario nella materia in discorso, si segnala la recente presa di posizione delle autorità di vigilanza italiane con riferimento ai requisiti di *naming* dei prodotti di investimento.

Nello specifico, la Consob e la Banca d'Italia, con due comunicazioni rispettivamente del [29](#) e del [30](#) ottobre 2024 (le "[Comunicazioni](#)"), hanno dichiarato il proprio allineamento alle linee guida dell'ESMA sull'utilizzo di termini ESG o connessi alla sostenibilità nella nomenclatura dei fondi d'investimento⁵, confermandone l'applicabilità ai gestori di tutti gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) di nuova costituzione a partire dal 21 novembre 2024, e al contempo prevedendo un ulteriore periodo transitorio di sei mesi (fino al 21 maggio 2025) per l'adeguamento della nomenclatura degli OICR già esistenti.

⁵ Delle quali si è dato conto nell'Osservatorio nella sezione 7 del [numero 5](#) e nella sezione 3 del [numero 6](#).

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.

FOCUS

Rating ESG

1. Premessa

Come da tempo si avverte, il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'Unione europea richiede un progressivo incanalamento dei flussi di capitali verso investimenti sostenibili, nel quale è evidentemente essenziale il ruolo svolto dai mercati finanziari.

In questo scenario, i c.d. *rating* ambientali, sociali e di *governance* (ESG) hanno un impatto sempre più importante sul funzionamento dei mercati di capitali e sulla fiducia degli investitori nei prodotti di investimento sostenibili, perché la funzione a loro connaturata è quella di un giudizio terzo sul profilo di sostenibilità di un'impresa o di uno strumento finanziario, che ne valuta l'impatto sulla società e sull'ambiente e l'esposizione ai rischi associati alle questioni di sostenibilità.

Tuttavia, come ha anche evidenziato uno studio commissionato nel 2021 dalla Commissione europea, l'impiego di *rating* ESG presenta attualmente significativi chiaroscuri e criticità, attinenti in primo luogo a profili di trasparenza, sia per quanto riguarda le metodologie e terminologie impiegate, sia per quanto riguarda i rapporti e i potenziali conflitti di interessi tra fornitori di *rating* e altri operatori di mercato.

La crescente attenzione alla materia dei *rating* ESG, anche in relazione alle problematiche appena evocate, si riflette nei recenti interventi oggetto di questo *focus*, ossia il Regolamento (UE) 2024/3005 sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di *rating* ESG, e due studi recentemente pubblicati dalla Banca d'Italia.

2. Il Regolamento (UE) 2024/3005

Il 1° gennaio 2025 è entrato in vigore il [Regolamento \(UE\) 2024/3005](#) del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2024, sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di *rating* ambientale, sociale e di *governance* (ESG) (il "**Regolamento Rating**").

Finalità dichiarata del Regolamento Rating è rafforzare integrità, trasparenza, comparabilità, responsabilità, affidabilità, buona *governance* e indipendenza delle attività di *rating* ESG, assicurando al contempo un livello elevato di protezione di consumatori e investitori da fenomeni di disinformazione quali il *greenwashing* e il c.d. *social washing*. A questi fini, il Regolamento Rating disciplina l'emissione, la distribuzione e, se del caso, la pubblicazione dei *rating* ESG, senza arrivare a regolamentarne più ampie modalità d'uso.

Il Regolamento Rating si applica:

- (i) ai *rating* ESG emessi da fornitori di *rating* ESG operanti nell'Unione europea, vale a dire i fornitori stabiliti nell'Unione europea che (a) pubblicano *rating* sul proprio sito Internet o con altri mezzi o (b) emettono e distribuiscono *rating* tramite abbonamenti o altri rapporti contrattuali a imprese finanziarie regolamentate nell'Unione, a imprese che rientrano nel campo di

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.

applicazione della [Direttiva 2013/34/UE](#) o della [Direttiva 2004/109/CE](#), a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, o ad autorità pubbliche degli Stati membri;

- (ii) ai *rating* ESG emessi da fornitori di *rating* ESG stabiliti al di fuori dell'Unione europea e distribuiti tramite abbonamenti o altri rapporti contrattuali ai soggetti indicati al punto (i)(b) che precede.

Il Regolamento Rating invece non si applica:

- (i) ai *rating* ESG privati, ossia non destinati a essere comunicati al pubblico o distribuiti;
- (ii) ai *rating* ESG emessi da imprese finanziarie regolamentate nell'Unione europea e utilizzati esclusivamente per finalità interne o per la fornitura di prodotti o servizi finanziari interni o infragruppo;
- (iii) ai *rating* ESG emessi da imprese finanziarie regolamentate nell'Unione europea che (a) sono incorporati in un prodotto o servizio, se tale prodotto o servizio è già disciplinato dal diritto dell'Unione e (b) sono comunicati a terzi.

Il Regolamento Rating prevede che i fornitori di *rating* ESG stabiliti nell'Unione europea debbano (i) essere autorizzati dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), (ii) essere soggetti alla vigilanza dell'ESMA e (iii) rispettare determinati obblighi di trasparenza, in particolare per quanto riguarda la metodologia e le fonti di informazione impiegate.

I fornitori di *rating* ESG stabiliti al di fuori dell'Unione europea, per operare nell'Unione, dovranno ottenere (i) un avallo dei propri *rating* ESG da parte di un fornitore di *rating* ESG autorizzato nell'Unione europea, (ii) adeguati riconoscimenti basati su criteri quantitativi o (iii) il proprio inserimento in un registro UE dei fornitori di *rating* ESG, mantenuto dall'ESMA, sulla base di una decisione di equivalenza.

Il Regolamento Rating inoltre introduce e articola un principio di separazione delle attività commerciali tra fornitori di *rating* ESG e altre imprese, al fine di prevenire i conflitti di interessi.

Il Regolamento Rating troverà applicazione a decorrere dal 2 luglio 2026.

3. Lo studio della Banca d'Italia sulla relazione tra i rating ESG delle banche e il loro costo di finanziamento

Il 18 ottobre 2024, la Banca d'Italia ha pubblicato uno [studio](#) intitolato *How important are ESG factors for banks' cost of debt? An empirical investigation*, che esamina la relazione tra i *rating* di sostenibilità delle banche e il loro costo di finanziamento, fornendo evidenze empiriche sugli effetti che le variazioni nei *rating* ESG hanno avuto sulle decisioni di investimento degli investitori in obbligazioni emesse da banche dell'eurozona tra il 2015 e il 2022.

Lo studio della Banca d'Italia mostra che le banche con più elevati *rating* ESG sono state in grado di finanziarsi a un costo inferiore. Considerando singolarmente i fattori di sostenibilità ambientali (E), sociali (S) e di *governance* (G), risulta che sono i fattori di *governance* (G) ad aver avuto il più significativo impatto nella riduzione del costo del finanziamento. Inoltre, con l'utilizzo di un modello *panel event study*, l'analisi mostra che le variazioni dei *rating* ESG hanno avuto un impatto significativo sul rendimento delle obbligazioni emesse dalle banche: lo *spread* a scadenza ha

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.

mostrato infatti una tendenza ad aumentare dopo una riduzione del punteggio ESG e a diminuire dopo un suo aumento. Peraltro, lo studio indica che tali effetti di diminuzioni e aumenti dei *rating* ESG non sono simmetrici: nel medio termine, l'impatto di questi ultimi risulta infatti più significativo e persistente.

4. Lo studio della Banca d'Italia sui problemi metodologici e la copertura dei rating ambientali delle società non finanziarie

Il 18 ottobre 2024, la Banca d'Italia ha pubblicato uno [studio](#) intitolato *Environmental data and scores: lost in translation*, che indaga i problemi metodologici e la scarsa copertura dei *rating* ambientali delle società non finanziarie, ampiamente utilizzati da intermediari finanziari e istituzioni.

Lo studio della Banca d'Italia propone, in primo luogo, un'analisi di regressione che mette in luce ampi scostamenti dei punteggi di sette fornitori professionali di *rating* ambientali rispetto ai dati granulari pubblicati dalle imprese, nonostante alcuni indicatori ambientali giochino un ruolo rilevante nella determinazione dei *rating* da parte di più fornitori. La componente residuale dell'analisi di regressione svolta nello studio varia tra i diversi fornitori, presumibilmente in conseguenza del fatto che alcuni prestano maggiore attenzione all'impatto ambientale in quanto tale mentre altri pongono maggior enfasi sui connessi rischi finanziari.

In secondo luogo, il contributo della Banca d'Italia propone un sistema di classificazione basato su dati granulari, applicabile anche a società non valutate dai fornitori di *rating* e utilizzabile per realizzare strategie di investimento secondo approcci, ad esempio, *best-in-class* o *exclusion*. I portafogli generati secondo il sistema di classificazione proposto nello studio mostrano caratteristiche ambientali e finanziarie in linea con quelle dei portafogli costruiti in base ai punteggi attribuiti dai fornitori di *rating* ambientali.

Il lavoro in esame sottolinea, infine, come per favorire lo sviluppo della finanza sostenibile sia importante migliorare la divulgazione dei dati granulari da parte delle imprese nonché la trasparenza sulle metodologie adottate dai fornitori di *rating* per le proprie valutazioni ambientali.

AGGIORNAMENTI

1. Il Dialogo di sostenibilità tra PMI e banche e il Voluntary sustainability reporting standard for non-listed small- and medium-sized enterprises

Il 6 dicembre 2024, il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) ha pubblicato il [documento](#) intitolato *Il dialogo di sostenibilità tra PMI e banche* (il "**Documento**") elaborato dal gruppo di lavoro "Supporto alle PMI nella *Disclosure* di Sostenibilità" costituito in seno al Tavolo per la Finanza Sostenibile (il "**Tavolo**") e coordinato dalla Consob.

Il Documento si pone l'obiettivo di supportare le microimprese, le piccole imprese e le medie imprese nella raccolta e produzione di informazioni attinenti agli impatti ESG, promuovendo una standardizzazione delle richieste informative e risposte in ambito ESG scambiate tra tali imprese e il settore bancario, per mitigare i relativi oneri e favorire un progressivo avvicinamento delle PMI alla rendicontazione volontaria di sostenibilità.

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.

La pubblicazione del Documento fa seguito alla [consultazione pubblica](#), svoltasi tra il 24 giugno e il 2 agosto 2024, oggetto del *focus* contenuto nel [numero 5](#) dell'Osservatorio e intitolato "*Le PMI entrano nell'obiettivo della rendicontazione ESG*". A tale consultazione hanno partecipato 61 soggetti, tra i quali figurano operatori del settore finanziario, associazioni di categoria e operatori del settore della consulenza, dai quali è emerso un generale apprezzamento per l'iniziativa promossa dal Tavolo a supporto delle piccole e medie imprese, riconosciuti come attori sempre più importanti nel quadro dell'informativa sulla sostenibilità.

Alcuni partecipanti alla consultazione hanno chiesto di chiarire la relazione tra il Documento e il *Voluntary sustainability reporting standard for non-listed small- and medium-sized enterprises* (il "VSME") elaborato dall'EFRAG, che al tempo della consultazione era ancora allo stadio di *exposure draft*⁶. Al riguardo, il Tavolo ha chiarito che il Documento, a differenza dell'*exposure draft* del VSME, non intende costituire uno standard di rendicontazione rivolto al mercato, ma piuttosto uno strumento per facilitare l'interlocazione tra imprese e settore bancario, prevenendo o limitando la proliferazione di richieste complesse e diversificate da parte delle banche. Ciò, peraltro, nulla toglie all'elevato grado di corrispondenza riscontrato dal Tavolo tra gli indicatori di cui al Documento e quelli di cui all'*exposure draft* del VSME.

Le maggiori differenze tra il Documento finale e il testo sottoposto a consultazione derivano dalla revisione, semplificazione e, ove possibile, aggregazione di taluni indicatori di sostenibilità, in risposta a contributi di consultazione che hanno rilevato taluni eccessivi tecnicismi e sottolineato l'opportunità di escludere dal Documento informazioni già autonomamente reperibili dalle banche (quali, ad esempio, informazioni reperibili presso le Camere di commercio o l'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente). Le modifiche sono concentrate nella prima parte del Documento intitolata "*Le informazioni di sostenibilità dalle PMI alle banche*", divisa in cinque sezioni (informazioni generali, mitigazione e adattamento al cambiamento climatico, ambiente, società e forza lavoro, *governance* e condotta aziendale), mentre sono rimasti sostanzialmente invariati la seconda parte intitolata "*Guida metodologica*" (omologa alle *guidance* del VSME) e i tre allegati (glossario, lista di attività economiche ammissibili alla tassonomia europea, e un documento di comparazione tra la prima parte del Documento e la Strategia Nazionale per lo Sviluppo Sostenibile).

Merita poi segnalare quanto osservato nel Documento con riferimento ai criteri dimensionali per la definizione delle microimprese, aspetto sul quale la consultazione pubblica chiedeva specificamente di pronunciarsi. Il Documento, nel mantenere la distinzione tra informazioni con "Priorità 1" (che dovrebbero essere fornite da tutte le imprese) e informazioni con "Priorità 2" (in principio non esigibili dalle microimprese), ha precisato che la definizione rilevante di microimpresa non è rigidamente predeterminabile *a priori*, bensì andrebbe individuata nella fase anteriore alla comunicazione dell'informativa in base alle specificità del caso concreto e in coerenza con le previsioni della normativa comunitaria. Nel testo contenente gli esiti della consultazione pubblica, si specifica ulteriormente che tale impostazione flessibile riflette la natura volontaria dell'informativa prefigurata nel Documento, e così l'opportunità di lasciare a imprese e banche più precise valutazioni sulla priorità da attribuire alle informazioni.

⁶ Anche dei contenuti di tale *exposure draft*, e della relativa consultazione pubblica promossa dall'EFRAG, si è dato conto nel *focus* del [numero 5](#) dell'Osservatorio.

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.

Alla pubblicazione del Documento è seguita, il 17 dicembre 2024, quella del [VSME](#) nel suo testo definitivo, contestualmente trasmesso alla Commissione europea che ne aveva richiesto l'elaborazione all'EFRAG nel settembre 2023.

Rispetto all'*exposure draft*, e a fronte delle ben 311 risposte pervenute in seno alla relativa consultazione pubblica, l'EFRAG ha apportato modifiche anche molto significative al VSME, tra cui si segnalano le seguenti:

- (i) l'eliminazione del modulo "narrativo", denominato "*Policies, Actions and Targets (PAT) Module*", sulle politiche, azioni e obiettivi in materia ESG formalizzati e implementati dalle PMI, allo scopo di ridurre la complessità e il carico di *reporting* per le imprese;
- (ii) l'eliminazione dell'analisi di doppia rilevanza o *double materiality* da parte delle PMI destinatarie del VSME, percepita come troppo complessa per le piccole e medie imprese;
- (iii) l'integrazione, nel VSME, di numerosi *data points* aggiuntivi richiesti in sede di consultazione dalle imprese bancarie, per soddisfare le esigenze di *disclosure* in sede di accesso al credito (profilo oggetto del Documento del Tavolo);
- (iv) l'introduzione del requisito di geolocalizzazione dei siti produttivi in proprietà o in gestione, in risposta alle richieste pervenute in sede di consultazione dagli *stakeholders* finanziari;
- (v) marcate semplificazioni della *disclosure* in materia di emissioni di gas a effetto serra, utilizzo delle risorse e *governance*, con la rimozione di elementi di *disclosure* ritenuti meno rilevanti per le finalità del VSME (come ad esempio quelli relativi alla conciliazione vita-lavoro).

Nel testo contenente gli esiti della consultazione pubblica sull'*exposure draft* del VSME, l'EFRAG ha inoltre sottolineato di aver pianificato, sulla base delle richieste pervenute, la futura diffusione di strumenti digitali, in forma di *template* e linee guida pratiche, per supportare le PMI nel processo di adozione del VSME.

2. Il Climate Policy Monitor

Il 13 novembre 2024, nel corso dei lavori della 29° Conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (COP29) tenutasi a Baku (Azerbaijan), è stata presentata la prima edizione del [Climate Policy Monitor](#), uno strumento di ricerca coordinato dal [Net Zero Regulation and Policy Hub](#) dell'Università di Oxford e sviluppato grazie a collaborazioni *pro bono* con 48 primari studi legali di tutto il mondo.

Il *Climate Policy Monitor* ha ad oggetto l'analisi di *policy* e normative nazionali orientate a obiettivi climatici in numerose giurisdizioni del mondo (30 nella prima edizione⁷), per valutarne il grado di ambizione, profondità e vincolatività. In questa prima edizione, l'analisi, basata su ben 265 *data*

⁷ Si tratta, nello specifico, di Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cile, Cina, Corea del Sud, Filippine, Francia, Germania, Giappone, India, Indonesia, Italia, Kenya, Messico, Nigeria, Paesi Bassi, Polonia, Regno Unito, Ruanda, Singapore, Stati Uniti, Sudafrica, Svezia, Tanzania, Thailandia, Turchia e Unione europea.

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.

points elaborati dal *Net Zero Regulation and Policy Hub*, ha riguardato *policy* e normative nazionali in tre iniziali ambiti, ai quali si prevede saranno aggiunti altri nelle successive edizioni:

- (i) *climate-related disclosure*, attinente agli schemi di informativa obbligatoria o volontaria su impatto e gestione dei rischi climatici imposti o proposti alle imprese;
- (ii) *transition planning*, attinente alle regole che richiedono o recano guida alle imprese nel definire le misure che adotteranno per allinearsi a obiettivi climatici;
- (iii) *public procurement*, attinente alle regole che mirano ad allineare gli appalti pubblici di lavori, opere e servizi a obiettivi climatici.

Per quanto riguarda l'analisi di *policy* e normative nazionali dell'Italia, l'analisi è stata condotta dal nostro studio legale, tramite un gruppo multidisciplinare guidato dal *name partner* Michele Crisostomo e dalla *partner* Alessia Marconi.

Tra i risultati salienti dell'analisi complessiva delle 30 giurisdizioni selezionate, si possono segnalare, senza pretesa di esaustività, i seguenti:

- (i) per quanto riguarda il *climate-related disclosure*, è emerso che, delle 30 giurisdizioni considerate, ben 17 impongono alle imprese di rendicontare le emissioni di gas a effetto serra c.d. di *scope 3*, ossia generate a monte o a valle delle catene del valore e di approvvigionamento di cui tale impresa è parte;
- (ii) per quanto riguarda il *transition planning*, è emerso che, nonostante la normazione in tale ambito sia uno strumento sempre più utilizzato per contrastare il fenomeno del *greenwashing*, solo il 20 per cento delle fonti normative sul *transition planning* censite nel *Climate Policy Monitor* impongono alle imprese di implementare i piani da esse elaborati;
- (iii) per quanto riguarda il *public procurement*, si è registrato un significativo aumento delle norme che richiedono un allineamento della spesa per appalti pubblici a obiettivi climatici, alle quali fa però da contrappeso una generale mancanza di standard e *guidance* chiare per la loro effettiva implementazione.

3. La comunicazione interpretativa della Commissione europea sul Regolamento Delegato per l'Informativa sulla Sostenibilità per le imprese finanziarie

L'8 novembre 2024, è stata pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea la [comunicazione C/2024/6691](#) della Commissione europea sull'interpretazione e attuazione di alcune disposizioni del [Regolamento delegato \(UE\) 2021/2178](#) (il "**Regolamento Delegato per l'Informativa sulla Sostenibilità**"), che disciplina contenuto e presentazione delle informazioni che le imprese finanziarie e non finanziarie soggette all'articolo 19 *bis* o all'articolo 29 *bis* della [Direttiva 2013/34/UE](#) (la "**Direttiva Bilancio**") devono comunicare in merito alle attività economiche eco-sostenibili e che specifica la metodologia per conformarsi a tale obbligo di informativa⁸.

⁸ Il Regolamento Delegato per l'Informativa sulla Sostenibilità è stato ampiamente trattato nella sezione 3 del [numero 2](#) dell'Osservatorio.

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.

Come noto, Regolamento Delegato per l'Informativa sulla Sostenibilità, integrato dal [Regolamento delegato \(UE\) 2022/1214](#) e dal [Regolamento delegato \(UE\) 2023/2486](#)⁹, ha tra i suoi elementi cardine gli indicatori fondamentali di prestazione (*key performance indicators* o KPI) che le suddette imprese devono divulgare nelle proprie dichiarazioni di carattere non finanziario, quale informativa essenziale sul modo e sulla misura in cui le loro attività sono associate ad attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi del [Taxonomy Regulation](#) (ovverosia “allineate alla tassonomia”).

Mentre le imprese non finanziarie devono comunicare i loro KPI dal 1° gennaio 2023, le imprese finanziarie – gestori di attività finanziarie, enti creditizi, imprese di investimento e imprese di assicurazione e di riassicurazione – devono comunicare i loro KPI¹⁰ dal 1° gennaio 2024¹¹.

La comunicazione interpretativa in discorso ha ad oggetto proprio la comunicazione di KPI da parte delle imprese finanziarie, ed espone gli orientamenti interpretativi della Commissione europea in materia in forma di risposte a 71 “domande frequenti” (o FAQ) rivolte alla Commissione da imprese soggette agli obblighi di comunicazione, dal *Platform on Sustainable Finance* e dalle autorità di vigilanza europee e nazionali. La comunicazione, alquanto dettagliata, è divisa in due sezioni: la prima, intitolata “*Domande generali*” (FAQ nn. 1-38), è rivolta alla generalità delle imprese finanziarie destinatarie del Regolamento Delegato per l'Informativa sulla Sostenibilità, mentre la seconda sezione reca le risposte della Commissione a “[d]omande relative a imprese finanziarie specifiche” (FAQ nn. 39-71).

Tra gli orientamenti espressi della Commissione europea nella comunicazione in discorso, si segnala quello formulato in risposta alla domanda frequente n. 1¹²: la Commissione, premesso che le imprese che non rispondono alla definizione di impresa finanziaria ma forniscono servizi finanziari dovrebbero essere considerate imprese non finanziarie, incoraggia tali imprese a comunicare volontariamente anche i KPI per le imprese finanziarie, se esse svolgono attività funzionalmente corrispondenti a quelle di un'impresa finanziaria. Proprio a tale fine la Commissione ha predisposto, nell'appendice I alla comunicazione in esame, spiegazioni sulle modalità di comunicazione volontaria dei KPI da parte di soggetti che forniscono determinati tipi di servizi finanziari pur non essendo imprese finanziarie ai sensi del Regolamento Delegato per l'Informativa sulla Sostenibilità (segnatamente, controparti centrali, depositari centrali di titoli, società di *leasing*, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica ed enti pensionistici aziendali o professionali).

4. La comunicazione interpretativa della Commissione europea sulla rendicontazione di sostenibilità

Il 13 novembre 2024, è stata pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea la [comunicazione C/2024/6792](#) della Commissione europea sull'interpretazione di talune disposizioni

⁹ Dei quali si è dato conto nella sezione 2 del [numero 2](#) dell'Osservatorio.

¹⁰ Per una disamina dei KPI applicabili alle imprese finanziarie si fa rinvio alla citata sezione 3 del [numero 2](#) dell'Osservatorio.

¹¹ Fanno eccezione solo i KPI degli enti creditizi relativi al portafoglio di negoziazione e alle commissioni e compensi per servizi diversi dal prestito, che dovranno essere comunicati dal 1° gennaio 2026.

¹² “Quali KPI dovrebbero essere comunicati da imprese quali controparti centrali (CCP), depositari centrali di titoli (CSD), società di leasing e istituti di pagamento? Le esposizioni verso questi soggetti dovrebbero essere trattate come esposizioni verso imprese finanziarie o non finanziarie?”.

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.

giuridiche della Direttiva (UE) 2022/2464 (la *Corporate Sustainability Reporting Directive* o “CSRD”)¹³, la [Direttiva Bilancio](#), della [Direttiva 2006/43/CE](#) e del [Regolamento \(UE\) n. 537/2014](#) sulla revisione contabile, della [Direttiva 2004/109/CE](#) (c.d. direttiva sulla trasparenza), del [Regolamento delegato \(UE\) 2023/2772](#) (il “**Primo Regolamento Delegato sugli ESRS**”)¹⁴ e dello [SFDR](#).

La comunicazione reca risposte a “domande frequenti” (o FAQ) sull’interpretazione e applicazione del suddetto quadro normativo europeo in tema di rendicontazione di sostenibilità, e si articola in otto sezioni riguardant: (i) glossario e normativa applicabile; (ii) FAQ generali sugli obblighi di rendicontazione di sostenibilità introdotti dalla CSRD; (iii) FAQ sulla dichiarazione individuale e consolidata sulla sostenibilità, a norma degli articoli 19 *bis* e 29 *bis* della Direttiva Bilancio; (iv) FAQ sulla rendicontazione di sostenibilità relativa alle imprese di Paesi terzi, a norma dell’articolo 40 *bis* della Direttiva Bilancio; (v) FAQ sull’attestazione della conformità della rendicontazione di sostenibilità; (vi) FAQ sulle informazioni sulle risorse immateriali essenziali, a norma dell’articolo 19 della Direttiva Bilancio; (vii) ulteriori FAQ sugli obblighi cui sono soggette le imprese di Paesi terzi; (viii) FAQ sullo SFDR.

5. La nuova ESRS Implementation Q&A Platform dell’EFRAG

Il 6 dicembre 2024, l’[EFRAG](#) ha pubblicato l’ultima versione del proprio [ESRS Implementation Q&A Platform](#) di ausilio agli operatori nell’implementazione degli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS) intersettoriali di cui al Primo Regolamento Delegato sugli ESRS.

Analogamente alla versione pubblicata nel maggio 2024¹⁵, il documento consolida le risposte dell’EFRAG a quesiti tecnici formulati da *stakeholders* in merito all’implementazione dei suddetti ESRS intersettoriali, ordinandole per principio ESRS di riferimento.

Le risposte contenute nell’ultima versione dell’[ESRS Implementation Q&A Platform](#) sono 162 (rispetto alle 68 contenute nella versione del maggio 2024) e riguardano quasi tutti gli ESRS intersettoriali sia trasversali (ESRS 1 *Requisiti generali* ed ESRS 2 *Informazioni generali*) che tematici (ESRS E1 *Cambiamenti climatici*, ESRS E2 *Inquinamento*, ESRS E3 *Acque e risorse marine*, ESRS E4 *Biodiversità ed ecosistemi*, ESRS E5 *Uso delle risorse ed economia circolare*, ESRS S1 *Forza lavoro propria*, ESRS S2 *Lavoratori nella catena del valore*, ESRS S4 *Consumatori e utilizzatori finali* ed ESRS G1 *Condotta delle imprese*), con la sola eccezione del principio ESRS S3 *Comunità interessate*.

Come nelle precedenti versioni dell’[ESRS Implementation Q&A Platform](#), ciascuna risposta dell’EFRAG è corredata da *key terms* che sintetizzano l’oggetto del quesito e il documento è completato da un *key word index* che ne facilita la consultazione per parole chiave. Nella versione in esame si aggiunge un’ulteriore appendice III contenente ulteriori domande alle quali, nonostante diversità nella loro formulazione, l’EFRAG ritiene di aver già fornito esauriente risposta, con indicazione specifica delle precedenti risposte a cui gli *stakeholders* interessati dovrebbero fare riferimento.

¹³ La CSRD e il suo recepimento in Italia (ad opera del d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125) sono stati ampiamente trattati nell’Osservatorio, precisamente nella sezione 4 del [numero 2](#), nella sezione 1 degli aggiornamenti del [numero 4](#), nella sezione 4 del [numero 5](#) e nella sezione 1 del [numero 6](#).

¹⁴ Gli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS) e il Primo Regolamento Delegato sugli ESRS sono stati ampiamente trattati nell’Osservatorio, precisamente nella sezione 4 del [numero 2](#), nella sezione 11 del [numero 4](#) e nelle sezioni 6 e 8 del [numero 5](#).

¹⁵ Della quale si è dato conto nella sezione 6 del [numero 5](#) dell’Osservatorio.

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.

6. Il progress report del Financial Stability Board sui progressi compiuti per ottenere una informativa sulla sostenibilità coerente e comparabile a livello globale

Il 12 novembre 2024, il *Financial Stability Board* (FSB) ha pubblicato un *progress report* (il “**Report 2024**”) sui progressi compiuti nell’ultimo anno dai Paesi, enti di definizione di standard e organizzazioni internazionali membri dello stesso FSB nel percorso verso informative sulla sostenibilità coerenti e confrontabili a livello globale.

A distanza di tre anni dalla pubblicazione del proprio *report* sulla promozione delle informative sulla sostenibilità, avvenuta nel luglio del 2021 (il “**Report 2021**”), il FSB registra nel *Report 2024* significativi progressi nella definizione di standard di divulgazione finanziaria relativi al clima coerenti a livello internazionale e utili per il processo decisionale, nell’adozione e applicazione di tali standard nel mondo, nonché nella definizione di standard internazionali di *assurance* ed etica finalizzati a migliorare l’affidabilità delle informative relative al clima e, più in generale, alla sostenibilità.

Per il FSB, un traguardo importante ha rappresentato dalla pubblicazione, nel 2023, degli standard di divulgazione di sostenibilità elaborati dall’*International Sustainability Standards Board* (ISSB). Nel proprio *Report 2024*, il FSB accoglie con favore la pubblicazione di tali standard ed evidenzia come questi, oltre a poter rappresentare un sistema di riferimento a livello internazionale per le informative sulla sostenibilità, una volta implementati potranno consentire alle società di tutto il mondo di effettuare informative su una base comune. A questo riguardo, la sezione 2 del *Report 2024* descrive gli sforzi compiuti dall’ISSB, da altri enti di definizione di standard e da organizzazioni internazionali nel supportare Paesi e imprese nell’utilizzo dei nuovi standard ISSB.

Nel *Report 2021*, il FSB aveva esaminato le pratiche correnti e pianificate di *disclosure* relative al clima in tutti i Paesi membri, dettando linee guida di alto livello che avrebbero richiesto maggiori impulsi in fase di implementazione, a partire dalle raccomandazioni della *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) costituita in seno allo stesso FSB. Successivi *report* del FSB pubblicati nel 2022 e nel 2023 avevano descritto i progressi da allora compiuti dai Paesi membri in materia di pratiche di *disclosure* relative al clima, anche in termini di attuazione delle raccomandazioni contenute nel *Report 2021*, nonché i passi intrapresi dai Paesi membri nel prepararsi ad adottare e applicare, o comunque nel trarre ispirazione da, gli standard elaborati dall’ISSB. A questo riguardo, la sezione 3 del *Report 2024* descrive i progressi compiuti dai Paesi membri del FSB nel corso del 2024, mentre l’allegato al *Report 2024* fornisce maggiori dettagli sulle giurisdizioni che hanno messo o stanno mettendo in atto strutture o processi per integrare gli standard ISSB nella normativa nazionale.

Nel *Report 2024*, infine, il FSB evidenzia come le società stiano intensificando i loro sforzi per fornire *disclosure* più utili per i processi decisionali. Nel 2023, il FSB ha richiesto all’*IFRS Foundation* di monitorare i progressi compiuti dalle società nella divulgazione delle informazioni relative al clima, e contestualmente sciolto la TCFD che prima deteneva tale responsabilità. A questo riguardo, la sezione 4 del *Report 2024*, richiamandosi al contestuale *progress report* per il 2024 dell’ISSB, rileva che il numero di società quotate che divulgano informazioni allineate ai criteri dettati dalla TCFD continua a crescere, ma che sono al contempo necessari passi in avanti: in particolare, il FSB evidenzia nel *Report 2024* che sono ancora poche le società che divulgano informative finanziarie relative al clima fornendo adeguate informazioni su *governance*, strategia, gestione del rischio, metriche e obiettivi d’impresa.

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.

7. Il regolamento della Consob in materia di autorizzazione e vigilanza dei soggetti legittimati a presentare offerte nel mercato delle aste delle quote di emissione dei gas a effetto serra

Il 3 ottobre 2024, la Consob, all'esito di una [consultazione pubblica](#) aperta il 22 marzo 2024, ha adottato, con [delibera](#) n. 23270, il proprio regolamento (il "**Regolamento Consob**") in materia di autorizzazione e vigilanza dei soggetti legittimati a presentare offerte nel mercato delle aste delle quote di emissione, ai sensi dell'articolo 20-ter, comma 1, del d.lgs. n. 58/1998 (TUF).

Il sistema europeo di scambio di quote di emissione, denominato *EU Emissions Trading System* (il "**Sistema ETS**") e introdotto dalla [Direttiva 2003/87/CE](#) come strumento per il contrasto ai cambiamenti climatici e la riduzione economicamente efficiente delle emissioni di gas a effetto serra, si fonda sul principio del c.d. *cap and trade*, che prevede la definizione di un tetto alla quantità totale di gas a effetto serra che gli operatori possono emettere, al quale corrisponde un equivalente numero di quote di emissione. Salvo casi limitati di assegnazione a titolo gratuito, il metodo standard di allocazione delle quote di emissione sul mercato primario prevede il ricorso a un sistema di asta pubblica, secondo procedure e meccanismi di funzionamento originariamente disciplinati dal [Regolamento \(UE\) n. 1031/2010](#) (il "**Regolamento 2010**"), successivamente abrogato e integralmente sostituito dal [Regolamento delegato \(UE\) 2023/2830](#) (il "**Regolamento 2023**").

Nell'individuare i soggetti legittimati a partecipare al mercato delle aste delle quote di emissione (in conto proprio e/o per conto di terzi), il legislatore comunitario ha riconosciuto tale legittimazione anche agli operatori esentati dalla disciplina della [Direttiva 2014/65/UE](#) ("**MiFID II**") in virtù della c.d. *ancillary activities exemption*¹⁶, per quanto riguarda la presentazione di offerte in conto proprio o per conto dei clienti della propria attività principale. Tale legittimazione, tuttavia, è subordinata al rilascio di un'apposita autorizzazione da parte dell'autorità competente dello Stato membro in cui l'operatore interessato è stabilito, conformemente alla normativa nazionale.

A quest'ultimo proposito, nel 2019 il legislatore italiano ha aggiunto al TUF il citato articolo 20-ter, assegnando alla Consob la competenza a rilasciare le suddette autorizzazioni e attribuendo alla Consob il potere di dettare disposizioni di livello regolamentare sia sulle procedure di autorizzazione e revoca, sia sulle regole di condotta vincolanti per gli operatori beneficiari delle autorizzazioni rilasciate.

Il Regolamento Consob rappresenta l'esercizio di tale ampia delega attribuita dal legislatore alla Consob, che ha fatto seguito a un monitoraggio pluriennale delle esperienze registrate in parallelo negli altri Stati membri dell'Unione europea. Esso disciplina nel dettaglio, ed entro i limiti consentiti dalla normativa europea, le modalità di presentazione delle istanze di autorizzazione da parte degli operatori interessati, stabilendo i termini delle istruttorie, i contenuti minimi delle istanze di autorizzazione, i documenti da produrre a loro corredo, nonché le regole di condotta

¹⁶ Si fa riferimento all'esenzione di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera j), della MiFID II, recepita nell'articolo 4-terdecies, comma 1, lettera l), del TUF, concernente "i soggetti: i) compresi i market maker, che negoziano per conto proprio strumenti derivati su merci o quote di emissione o derivati dalle stesse, esclusi quelli che negoziano per conto proprio eseguendo ordini di clienti; o ii) che prestano servizi di investimento diversi dalla negoziazione per conto proprio, in strumenti derivati su merci o quote di emissione o strumenti derivati dalle stesse ai clienti o ai fornitori della loro attività principale, purché: 1) per ciascuno di tali casi, considerati sia singolarmente che in forma aggregata, si tratti di un'attività accessoria alla loro attività principale considerata nell'ambito del gruppo, purché tale attività principale non consista nella prestazione di servizi di investimento, di attività bancarie o in attività di market making in relazione agli strumenti derivati su merci; 2) tali soggetti non applichino una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza".

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.

che gli operatori in regime di *ancillary activities exemption* devono osservare per accedere alle aste delle quote di emissione per conto dei clienti della propria attività principale.

8. Lo studio della Banca d'Italia sull'impatto dei rischi ESG sulla probabilità di default delle società non finanziarie europee tra il 2014 e il 2022

Il 14 novembre 2024, la Banca d'Italia ha pubblicato uno [studio](#) intitolato *ESG risks and corporate viability: insights from default probability term structure analysis*, che esamina l'impatto dei rischi ambientali, sociali e di *governance* sulla probabilità di *default* delle società non finanziarie europee tra il 2014 e il 2022, sulla base di vari orizzonti temporali, nonché l'influenza dei predetti "rischi ESG" sul premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere le attività finanziarie emesse da tali società.

Lo studio prende le mosse dalla sempre maggiore attenzione prestata nel corso degli anni al ruolo dei fattori ESG nel determinare redditività e solvibilità a lungo termine di un'impresa. Al riguardo, dopo aver evidenziato la sempre maggior importanza di metriche ESG nei modelli di rischio di credito, lo studio approfondisce i due meccanismi chiave che spingono le imprese ad abbracciare gli obiettivi ESG e influenzano così i prezzi degli *asset* finanziari. Il primo meccanismo, attinente al c.d. canale del rischio, consiste nella capacità dei fattori ESG di disvelare rischi aziendali (es. possibili boicottaggi da parte dei consumatori) non pienamente considerati dalle tradizionali valutazioni di credito. Il secondo meccanismo, attinente al c.d. canale delle preferenze, consiste nella propensione degli investitori con preferenze ESG a includere nei propri portafogli *asset* relativi a imprese con elevate *performance* ESG, pagando per gli stessi prezzi più alti.

Lo studio si concentra quindi sull'interrelazione tra i fattori ESG e il rischio di *default* aziendale per le società non finanziarie europee. Lo studio rileva come le imprese che risultano caratterizzate da migliori profili di sostenibilità (sulla base di determinati *proxy* tra cui *rating* ESG), presentano un minor rischio intrinseco in termini di probabilità di *default*, con effetti più pronunciati all'aumentare dell'orizzonte temporale e incidenti fino a un sesto della probabilità media di insolvenza.

Lo studio rileva poi che le considerazioni sui fattori ESG influenzano in termini positivi per le imprese non solo la probabilità di *default*, ma anche il premio per il rischio di credito richiesto dagli investitori.

Infine, lo studio evidenzia come la rilevanza dei fattori ESG sulla probabilità di *default* e sui premi per il rischio richiesti dagli investitori tenda a fluttuare nel tempo e a intensificarsi dopo eventi importanti legati ai rischi di sostenibilità, citando come eventi particolarmente significativi in tal senso l'Accordo di Parigi del 2016 e la crisi economica legata alla pandemia di COVID-19.

9. Lo studio della Banca d'Italia sul rapporto tra "supervisione climatica" e credito bancario

Il 9 ottobre 2024, la Banca d'Italia ha pubblicato un [working paper](#) intitolato *Climate supervisory shocks and bank lending: empirical evidence from microdata*, che analizza l'impatto delle politiche di supervisione bancaria legate ai rischi climatici ("supervisione climatica") sull'erogazione di credito da parte delle banche italiane, in termini di riallocazione del credito e di condizioni di finanziamento differenziate tra imprese con diversi livelli di emissioni di gas a effetto serra.

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.

Lo studio si concentra su due eventi qualificabili come *shock* di “supervisione climatica”, vale a dire la pubblicazione della [Guida sui rischi climatici e ambientali](#) della Banca centrale europea (BCE) nel novembre 2020 e l’annuncio del [primo stress test climatico](#) nel novembre 2021.

Attraverso un’analisi basata su dati granulari che combinano informazioni sui prestiti bancari e sulle emissioni di CO₂ delle imprese, lo studio rileva che, dopo la pubblicazione della *Guida sui rischi climatici e ambientali*, non vi sono stati cambiamenti significativi nei tassi d’interesse applicati alle imprese con maggiori emissioni da parte delle banche significative vigilate direttamente dalla BCE, mentre si è registrata una generale riduzione del credito a tali imprese a favore di quelle con minori livelli di emissioni, in modo più marcato per le banche significative che avevano già annunciato impegni e obiettivi ambientali.

D’altro canto, lo studio rileva che tale riduzione del credito non si è inizialmente verificata nei casi di imprese che, pur con alti livelli di emissioni, avevano annunciato obiettivi di decarbonizzazione, anzi favorite nell’accesso al credito da *spread* più favorevoli rispetto alle imprese inquinanti che non avevano fatto altrettanto. Tale iniziale differenziazione tra imprese ad alte emissioni di CO₂ si è però annullata o assottigliata a seguito dell’annuncio del primo *stress test* climatico della BCE, probabilmente perché quest’ultimo non prendeva in considerazione dati prospettici sulle emissioni future delle imprese. In effetti, proprio la scarsa considerazione di informazioni prospettiche da parte delle banche viene indicata nello studio come un fattore di criticità nell’allineamento alla transizione ecologica tra imprese e credito bancario.

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 | Bianca Casini | Caterina Guitti | Nicolò Piccaluga | Giulia Sforza

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 \(novembre 2023\)](#)

[Numero 3 \(dicembre 2023\)](#)

[Numero 4 \(marzo 2024\)](#)

[Numero 5 \(giugno 2024\)](#)

[Numero 6 \(settembre 2024\)](#)

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.