



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

## I rischi finanziari posti dai cambiamenti climatici: carenze informative e piani di transizione

Intervento di Paolo Angelini  
Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Associazione nazionale per lo studio dei problemi del credito  
Milano, 15 novembre 2022

### 1. Introduzione

Le conseguenze dei cambiamenti climatici interessano il sistema finanziario sotto diversi aspetti. Il materializzarsi dei relativi rischi – fisico e di transizione – può determinare danni agli immobili e alle aziende, o l'obsolescenza di intere catene produttive. I potenziali effetti negativi sulla stabilità dei singoli intermediari e del sistema finanziario sono la ragione principale per cui le banche centrali e le autorità di vigilanza hanno inserito da tempo la sostenibilità ambientale nei propri programmi di lavoro<sup>1</sup>. Inoltre, assicurando una gestione adeguata di questi rischi il sistema finanziario può fornire un contributo fondamentale per convogliare le risorse necessarie alla transizione verso un'economia sostenibile.

Tra le banche del Meccanismo di vigilanza unico è in aumento la consapevolezza dell'importanza dei rischi climatici e ambientali; tutte quelle significative hanno iniziato a valutare come integrare questi rischi nelle proprie attività. Il grado di avanzamento dei lavori è eterogeneo. Nessuna banca è completamente in linea con le aspettative della BCE in materia, ma si registrano progressi su vari fronti<sup>2</sup>. Le banche hanno finora orientato i loro sforzi soprattutto verso la raccolta di dati e lo sviluppo di esercizi per valutare il rischio di transizione. Le prassi di gestione del rischio fisico risultano invece generalmente meno avanzate. Solo un numero molto limitato di intermediari ha iniziato a prendere in considerazione altri fattori di rischio ambientale, quali la perdita di biodiversità e l'inquinamento. Le evidenze per il sistema bancario italiano sono complessivamente in linea con quelle che si ricavano a livello europeo<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Il concetto di sostenibilità in finanza comprende convenzionalmente le tre dimensioni ambientale, sociale e del governo aziendale (*environmental, social and governance*, da cui l'acronimo ESG). Sebbene i tre aspetti siano strettamente collegati, questo intervento si concentra prevalentemente su quello ambientale.

<sup>2</sup> BCE (2022), "[Supervisory assessment of institutions' climate-related and environmental risks disclosures](#)", marzo.

<sup>3</sup> Angelico, Faiella e Michelangeli (2022), "[Il rischio climatico per le banche italiane: un aggiornamento sulla base di un'indagine campionaria](#)", Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, n. 29.

In questo intervento richiamerò il quadro regolamentare in materia di rendicontazione dei rischi climatici, evidenziando alcune criticità relative alla disponibilità di informazioni adeguate per valutare l'esposizione degli intermediari. Argomenterò che un eccessivo affidamento sui dati di sostenibilità settoriali – pur necessari in questa fase – può ostacolare scelte corrette da parte dei finanziatori (banche e investitori) e tradursi in problemi per l'accesso al credito per le imprese, a detrimento della transizione energetica. Si pone quindi l'esigenza di uno sforzo congiunto da parte degli intermediari e delle imprese per la raccolta di dati a livello di singola impresa. Tale sforzo appare particolarmente necessario e urgente nel nostro paese, data l'elevata quota di piccole imprese che non saranno soggette a obblighi di reportistica di sostenibilità. Mi soffermerò poi sul tema dei piani di transizione. In sintesi, un piano di transizione è una descrizione dettagliata di azioni, su un orizzonte pluriennale, che un'impresa intende attuare per adeguarsi a un dato obiettivo ambientale (ad esempio, quello dell'accordo di Parigi). La Vigilanza europea incoraggia le banche ad adottare piani di transizione. Sosterrò che è opportuno evitare di fare eccessivo affidamento sull'impulso che gli intermediari finanziari (banche e investitori istituzionali) possono impartire al processo di transizione, e che occorre fare leva anche – forse soprattutto – sui piani di transizione delle imprese non finanziarie. Infine, occorre chiarire la relazione tra gli obiettivi tradizionali dell'investitore, tipicamente espressi in termini di rischio e rendimento, e gli obiettivi ambientali definiti nei piani di transizione. Il potenziale conflitto tra questi obiettivi rischia di costituire un serio ostacolo al contributo che il sistema finanziario può fornire al contrasto del cambiamento climatico.

## 2. Le iniziative regolamentari per migliorare la rendicontazione sui rischi climatici

La regolamentazione sui rischi ambientali, sociali e di governo (ESG) delle imprese, finanziarie e non finanziarie, è ancora *in fieri*. A livello europeo i lavori in materia di rendicontazione ambientale sono a uno stadio avanzato, specie nel confronto con le altre principali giurisdizioni. In quanto segue mi concentro su alcune misure di rilievo, senza pretesa di completezza.

Nell'aprile 2021 la Commissione europea ha pubblicato una proposta di direttiva sull'informativa in materia di sostenibilità delle imprese (*Corporate Sustainability Reporting Directive*; CSRD) destinata a entrare in vigore il 1° gennaio 2024. Da quella data le imprese (finanziarie e non finanziarie) che rientreranno nell'ambito della direttiva (essenzialmente le grandi imprese e, dal 2026, le PMI quotate) dovranno predisporre una dichiarazione non finanziaria (DNF) secondo gli standard di sostenibilità in corso di predisposizione da parte dello *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG)<sup>4</sup>.

La CSRD amplia notevolmente la platea di imprese soggette alla regolamentazione e introduce obblighi di comunicazione molto più dettagliati rispetto alla *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD) attualmente in vigore. Le banche saranno interessate da questi cambiamenti sia come fruitrici di migliori informazioni sulle imprese affidate sia in quanto anch'esse – qualora soggette alla nuova direttiva – dovranno fornire al mercato più informazioni sui propri rischi.

---

<sup>4</sup> L'approccio sarà quello della cosiddetta "doppia materialità": le informazioni in ambito ESG dovranno essere riportate in modo da comprendere sia l'impatto delle problematiche ambientali sull'azienda sia l'impatto dell'azienda sulle persone e sull'ambiente.

Un secondo importante elemento del quadro legislativo europeo è la proposta di direttiva relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*; CSDDD). Questa direttiva introdurrebbe l'obbligo per le grandi imprese (finanziarie e non finanziarie) di individuare, prevenire, attenuare e dare conto delle esternalità negative da esse generate in materia di diritti umani e impatti ambientali. In particolare, gli intermediari dovrebbero astenersi dagli investimenti nelle controparti che presentano impatti avversi sull'ambiente e sui diritti umani, ovvero definire misure di mitigazione e riduzione degli impatti potenzialmente assai onerose. La direttiva avrebbe implicazioni per l'intera "catena del valore" delle grandi imprese, vale a dire anche per le imprese fornitrici e clienti non facenti parte del gruppo, indipendentemente dalla loro dimensione<sup>5</sup>. Infine, la CSDDD dovrebbe introdurre l'obbligo per le grandi imprese di predisporre un piano di transizione coerente con l'Accordo di Parigi. Per le banche tale obbligo è previsto anche nella proposta di revisione del quadro prudenziale CRR3/CRD6, il cui negoziato è in fase avanzata.

Un altro aspetto importante – benché in una fase di sviluppo embrionale – riguarda la regolamentazione in materia di verifica dell'attendibilità dei dati di sostenibilità. La [Roadmap for Addressing Climate-Related Financial Risks](#) elaborata dal *Financial Stability Board* suggerisce la definizione di un quadro di audit della rendicontazione non finanziaria. In Europa, la CSRD renderà obbligatoria a partire dal 2024 la certificazione delle dichiarazioni non finanziarie, sebbene in un primo momento secondo criteri meno rigorosi e solo successivamente (dal 2028) con la possibilità di introdurre un approccio più stringente. Attualmente solo in alcuni paesi europei, tra cui l'Italia, le imprese soggette a NFRD pubblicano dati di sostenibilità validati dal revisore contabile.

Con riferimento ai requisiti di rendicontazione specifici per le banche nell'ambito del terzo pilastro, il secondo regolamento europeo sui requisiti di capitale delle banche (*Capital Requirements Regulation*; CRR2) prevede che le grandi istituzioni finanziarie<sup>6</sup> che hanno emesso titoli quotati in un mercato regolamentato di uno qualsiasi degli Stati membri pubblichino ogni sei mesi informazioni relative ai rischi ESG. Il documento tecnico per l'attuazione di questa normativa elaborato dall'EBA chiede alle banche di pubblicare informazioni qualitative e quantitative più dettagliate di quelle attualmente riportate nella DNF<sup>7</sup>.

Quanto alla tempistica, l'EBA ha seguito un approccio graduale, prevedendo un regime transitorio e richiedendo per i primi anni solo alcune informazioni. Le banche interessate dovranno pubblicare per la prima volta questi dati, riferiti alla fine del 2022, nei primi mesi del prossimo anno. In base all'attuale testo della proposta di CRR3, questo obbligo è destinato a estendersi a tutte le banche dal 2025, seppure con una frequenza annuale e secondo criteri di proporzionalità ancora in corso di definizione da parte dell'EBA.

---

<sup>5</sup> Per le banche è previsto che nella "catena del valore" siano considerate soltanto le imprese affidate e non anche le imprese che hanno relazioni con queste ultime; sono inoltre escluse le PMI.

<sup>6</sup> Sono definite "grandi istituzioni finanziarie" quelle che rispettano una qualsiasi delle seguenti condizioni: (a) sono state identificate come istituzioni a rilevanza sistemica globale o nazionale; (b) sono tra le prime tre banche a livello nazionale sulla base del totale delle attività; (c) il totale delle loro attività, a livello individuale o consolidato, è uguale o superiore a 30 miliardi di euro.

<sup>7</sup> EBA (2022), "[Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR](#)", gennaio.

Con riferimento al rischio di transizione, per gli esercizi finanziari 2022 e 2023 le banche dovranno pubblicare tra l'altro l'ammontare delle esposizioni verso i dieci settori ad alte emissioni definiti dalla normativa europea<sup>8</sup> e verso le prime venti società maggiormente inquinanti a livello mondiale, nonché il grado di efficienza energetica degli immobili ottenuti come garanzia. Per quanto riguarda il rischio fisico esse dovranno fornire dati sull'ammontare delle esposizioni verso controparti localizzate in aree geografiche particolarmente esposte, identificate utilizzando basi dati specialistiche delle quali l'EBA fornisce alcuni esempi. Le banche dovranno anche fornire una stima degli impatti dei rischi climatici sui requisiti regolamentari, nonché una descrizione delle metodologie di gestione del rischio adottate.

Dal 2024 le banche dovranno inoltre calcolare indicatori sull'allineamento dell'attività delle controparti affidate alla Tassonomia europea, quali il *Green Asset Ratio* (GAR)<sup>9</sup>, il *Banking Book Taxonomy Alignment Ratio* (BTAR) e le emissioni di gas a effetto serra<sup>10</sup>. Ciò richiederà informazioni granulari sul grado di allineamento agli obiettivi climatici della clientela affidata.

L'adozione di questo complesso corpus normativo e, più in generale, la spinta impressa dal legislatore europeo agli impegni in materia di sostenibilità determinano molteplici ricadute per il sistema finanziario europeo. In quanto segue ne esamino due, senza alcuna pretesa di esaustività.

### 3. Problemi dei dati di sostenibilità

A fronte della regolamentazione sui rischi ESG delle imprese descritta nel precedente paragrafo si registra, nella fase attuale, un problema di carenza di dati di sostenibilità che spiega buona parte del ritardo degli intermediari nell'allinearsi alle aspettative della Vigilanza e rappresenta uno dei principali ostacoli al reindirizzamento dei flussi finanziari a supporto della transizione ambientale.

---

<sup>8</sup> I settori sono i seguenti: a) agricoltura, silvicoltura e pesca; b) attività estrattiva; c) attività manifatturiera; d) fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata; e) fornitura di acqua; reti fognarie; attività di trattamento dei rifiuti e risanamento; f) costruzioni; g) commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli; h) trasporto e magazzinaggio; i) servizi di alloggio e di ristorazione; l) attività immobiliari. I settori a)-h) e l) sono individuati dal Regolamento delegato UE/2020/1818 della Commissione. Il settore i) è stato aggiunto dall'EBA in seguito a discussioni con esperti.

<sup>9</sup> Il GAR, previsto sia nel terzo pilastro che nella DNF, misura la quota delle attività di una banca che sono sostenibili da un punto di vista ambientale secondo la Tassonomia europea. Il GAR è calcolato come rapporto tra gli attivi creditizi che finanziano attività economiche allineate alla tassonomia o sono investiti in tali attività e il totale attivo. Al numeratore, nell'ambito dei prestiti alle imprese, sono considerati i soli finanziamenti e titoli di debito verso soggetti inclusi nel perimetro della NFRD e in prospettiva CSRD (sono quindi escluse le PMI). Appare opinabile che non sia previsto un indicatore che escluda le PMI anche dal denominatore. Il BTAR, previsto solo nel terzo pilastro, si differenzia dal GAR poiché al numeratore include anche le esposizioni allineate alla Tassonomia verso società che non sono soggette all'obbligo di DNF (ossia le PMI).

<sup>10</sup> Le emissioni *scope 1* sono quelle generate direttamente dall'attività produttiva dell'azienda attraverso l'uso diretto di combustibili fossili (gas, prodotti petroliferi, carbone). Le *scope 2* sono le emissioni legate a quegli usi energetici (come elettricità o teleriscaldamento) in cui le fonti di emissione sono collocate al di fuori del perimetro aziendale (ad es. le aziende fornitrici di elettricità). Le *scope 3* includono le emissioni che si verificano nell'intera catena del valore dell'azienda, sia a valle sia a monte del suo processo produttivo.

In Italia, con l'approvazione della CSRD verranno assoggettate all'obbligo di redazione della DNF le grandi imprese e le PMI quotate, per un totale di 4-5.000 aziende, contro poche centinaia nell'attuale regime della NFRD<sup>11</sup>. Queste imprese pubblicheranno, almeno a regime, i dati necessari agli intermediari per adempiere agli obblighi di rendicontazione. Tuttavia, la gran parte delle PMI, tra cui tutte le microimprese, non sarà tenuta a pubblicare informazioni in materia di sostenibilità. Nel nostro paese alle PMI fanno capo circa i due terzi del valore aggiunto e quasi l'80 per cento degli occupati, percentuali di oltre 10 punti più elevate delle rispettive medie europee. La differenza in termini di occupati sale a 15 punti percentuali per le micro imprese<sup>12</sup>.

La regolamentazione non trascura del tutto il mondo delle PMI. Il gruppo di lavoro sulla finanza sostenibile del G20 ha raccomandato alla Fondazione degli *International Financial Reporting Standards* (IFRS) di considerare la pubblicazione di linee guida per la rendicontazione di sostenibilità per le PMI, in analogia con i principi contabili "IFRS per le PMI"<sup>13</sup>. L'EFRAG pubblicherà nel 2024 degli standard semplificati per le PMI europee quotate, utilizzabili in via volontaria anche dalle PMI non quotate.

Questi lavori richiederanno tuttavia tempi lunghi. Nel frattempo, come detto sopra, la regolamentazione di terzo pilastro fa leva prevalentemente su informazioni a livello di settore, richiedendo alle banche di pubblicare le proprie esposizioni nei confronti di imprese appartenenti ai dieci settori ad alte emissioni definiti dalla normativa europea. In Italia questi settori contribuiscono per il 61 per cento al PIL, un valore più elevato di quello dell'intera Unione europea (pari al 56 per cento). L'intero comparto della manifattura è classificato come ad alte emissioni.

Questo stato di cose, e in particolare l'enfasi su dati settoriali molto aggregati, crea il rischio che gli intermediari intenzionati ad abbattere gli indicatori di impronta carbonica dei propri attivi riducano il credito alle imprese appartenenti ai settori ad alte emissioni in maniera indiscriminata, trattandole tutte come non sostenibili. Un rischio analogo emergerebbe anche con riferimento agli strumenti di mercato (azioni e obbligazioni), qualora i dati di settore dovessero assumere un ruolo importante anche nelle scelte degli altri intermediari finanziari soggetti alla regolamentazione.

Un eccessivo affidamento su dati settoriali nel determinare le singole scelte di finanziamento e di investimento non sarebbe giustificato. In primo luogo, all'interno di un settore possono coesistere comparti con impronte ambientali estremamente eterogenee. Ad esempio, il settore "agricoltura, silvicoltura e pesca", considerato ad alte emissioni, comprende sia il comparto della silvicoltura e utilizzo di aree forestali,

---

<sup>11</sup> Cfr. Lavecchia et al. (2022), "[Dati e metodi per la valutazione dei rischi climatici e ambientali in Italia](#)", *Questioni di economia e finanza*, n. 732, novembre.

<sup>12</sup> Commissione europea (2019), "[2019 SBA Fact Sheet – Italy](#)". In quanto segue ci si concentra sui problemi delle informazioni di sostenibilità delle imprese non soggette alla CSRD, sebbene anche per le imprese soggette a quella direttiva non tutti i problemi relativi ai dati potrebbero essere risolti.

<sup>13</sup> La Banca d'Italia ha attivamente lavorato su questo tema nel corso della Presidenza italiana del G20. Cfr. Visco (2021), "[The G20 Presidency programme on Sustainable Finance](#)", intervento all'*OMFIF Sustainable Policy Institute symposium*, 30 settembre 2021.

caratterizzato da emissioni sostanzialmente nulle, sia quello dell'allevamento, notoriamente responsabile di elevate emissioni. Anche nell'ambito di produzioni identiche possono coesistere imprese con livelli di emissioni molto eterogenei, in funzione dei processi produttivi adottati (si pensi all'autoproduzione di energia rinnovabile); alcune imprese, avendo adottato le migliori tecnologie disponibili, saranno caratterizzate da emissioni al momento "incomprimibili", mentre altre avranno emissioni legate a sprechi o all'utilizzo di tecnologie obsolete. In secondo luogo, anche imprese ad alte emissioni al momento del tutto identiche potrebbero avere elaborato piani di transizione estremamente diversi: un'azienda impegnata in un piano di decarbonizzazione ambizioso e credibile dovrebbe essere valutata dai finanziatori in modo diverso da una che, a parità di altre condizioni, continui con strategie e politiche di produzione ordinarie.

Un secondo rischio determinato da questi problemi informativi è che le imprese non soggette all'obbligo di redazione della DNF decidano di adottare un approccio attendista in materia di rendicontazione ambientale. Questa scelta, sebbene comprensibile, potrebbe essere poco lungimirante. Infatti, le imprese attive in materia di sostenibilità hanno una forte convenienza a valorizzare questa loro scelta, rendendola nota al mercato e alla clientela. Una politica di scarsa trasparenza potrebbe essere letta come indice di una inadeguata performance di sostenibilità, con le conseguenze negative sopra descritte per l'accesso ai finanziamenti. Inoltre, le emissioni *scope 1* e *2* delle PMI entrano nel conteggio delle emissioni *scope 3* delle grandi imprese alle quali esse vendono prodotti intermedi. Le grandi imprese tenderanno dunque a scaricare a valle la pressione per l'adozione di modelli produttivi sostenibili cui sono soggette; a questa tendenza potrà contribuire la CSDDD, per i motivi richiamati in precedenza.

Queste considerazioni suggeriscono alcune conclusioni. In primo luogo, le informazioni ottenute da analisi basate su dati settoriali, pure assai utili per numerosi fini, devono essere lette e utilizzate con cautela – dagli intermediari nelle loro scelte di investimento e finanziamento, dalla Vigilanza nei suoi controlli. Tale conclusione è avvalorata da evidenze basate su microdati, che confermano l'esistenza di importanti eterogeneità all'interno dei settori e dei comparti<sup>14</sup>. Sarebbe quindi auspicabile che la regolamentazione europea facesse quantomeno riferimento a classificazioni settoriali

---

<sup>14</sup> Ad esempio, da una base dati sperimentale costruita da Accetturo et al. (2022), "Credit supply and green investments", mimeo, emerge che nei settori ad alte emissioni secondo la definizione UE la quota di imprese impegnate in investimenti miranti a migliorare la performance di sostenibilità sia pari a circa il 10 per cento del totale; tale quota scende al 4 per cento tra le imprese degli altri settori. Questa evidenza segnala che tra le imprese ad alte emissioni c'è maggiore consapevolezza e volontà di affrontare le problematiche ambientali. Inoltre si registra una notevole eterogeneità tra i vari settori ad alte emissioni: ad esempio, nel settore della fornitura di energia la quota suddetta è prossima al 50 per cento). Schober e Silberbach (2022), "Modelling effects of carbon taxation on corporate ratings in the German power market", mimeo, evidenziano una significativa eterogeneità anche in un settore ristretto, quale quello della generazione di energia elettrica, e all'interno di un solo paese, la Germania: un aumento della tassazione delle emissioni provoca effetti assai diversi – anche di segno opposto – sulla probabilità di default dell'impresa a seconda del tipo di tecnologia e di combustibile usato nella generazione.

più granulari<sup>15</sup>. In secondo luogo, dati a livello di singola impresa appaiono essenziali a fini sia di erogazione del credito sia di investimento. Infine, emerge come l'impegno sul fronte ambientale e della rendicontazione in materia sia nell'interesse stesso delle PMI, quantomeno di quelle più dinamiche e lungimiranti.

In Europa sono state avviate diverse iniziative private per costituire piattaforme volte alla raccolta e alla diffusione di informazioni sulla sostenibilità ambientale delle società non finanziarie<sup>16</sup>. Tali iniziative, tuttavia, faticano a decollare tra le PMI, che lamentano una mancanza di standardizzazione delle informazioni richieste e costi elevati rispetto ai benefici percepiti<sup>17</sup>.

Possono essere pertanto opportune azioni a livello nazionale. Il neo-costituito Tavolo di coordinamento in materia di sostenibilità, promosso dal Ministero dell'Economia e delle finanze e che vede coinvolti sia il Ministero dell'Ambiente e della sicurezza energetica sia le autorità di vigilanza (Banca d'Italia, Consob, Covip e Ivass), potrebbe avviare iniziative che coinvolgano un ampio novero di soggetti interessati, compresi gli intermediari, le imprese non finanziarie e le loro associazioni. Iniziative analoghe sono già state avviate in altri paesi<sup>18</sup>.

In concreto, si potrebbero considerare iniziative di due tipi. In primo luogo, le associazioni di categoria (sia degli intermediari finanziari sia delle imprese non finanziarie) potrebbero collaborare per la standardizzazione e la raccolta delle informazioni di sostenibilità delle imprese affidate. Potrebbe essere messo a punto un insieme di modelli di rilevazione armonizzati, differenziati secondo criteri di proporzionalità: estremamente semplificati per le microimprese, più articolati per le PMI, in funzione della loro dimensione e complessità. Questo lavoro non partirebbe da zero: numerose banche hanno già messo a punto schemi di questo tipo.

---

<sup>15</sup> L'EBA si appoggia al quadro regolamentare vigente o in corso di approvazione; al momento l'adozione di una disaggregazione settoriale più granulare non è prevista. L'EBA ha stabilito che a partire dalla *disclosure* di Pillar 3 riferita al 2023 le banche dovranno affiancare ai dati settoriali la quota di esposizioni che contribuiscono alla mitigazione dei cambiamenti climatici e il valore del GAR – e da giugno 2024 anche del BTAR – fornendo così una misura del grado di allineamento del loro portafoglio alla tassonomia. Tuttavia, la grande quota di imprese non soggette a DNF nel nostro paese fa sì che questo approccio difficilmente potrà modificare il quadro che emergerà dai dati settoriali.

<sup>16</sup> La Commissione europea propone di istituire lo *European Single Access Point* (ESAP), volto a garantire un accesso semplice e gratuito alle informazioni finanziarie e in materia di sostenibilità rese pubbliche dalle imprese europee quotate o di grandi dimensioni. È prevista, in un secondo momento, anche la partecipazione su base volontaria delle altre imprese. Cfr. article 9 *Amendment to Directive 2013/34/EU* della *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending certain Directives as regards the establishment and functioning of the European single access point*.

<sup>17</sup> Cfr. Moeslinger, Fazio e Eulaerts (2022), "[Data platform support to SMEs for ESG reporting and EU Taxonomy implementation](#)", Publications Office of the European Union.

<sup>18</sup> In Germania il *Green and Sustainable Finance Cluster* ha l'obiettivo di contribuire alla realizzazione della strategia per la finanza sostenibile, offrendo un luogo di discussione tra intermediari, imprese, pubblico, regolatori e accademici. In Olanda la *Sustainable Finance Platform*, presieduta dalla banca centrale, comprende le associazioni di banche, assicurazioni, fondi pensioni e gestori finanziari, l'autorità dei mercati finanziari, i ministeri delle finanze, delle infrastrutture e dell'ambiente. In Francia, l'Osservatorio per la finanza sostenibile vede il coinvolgimento del Ministro delle Finanze e si ripropone di contribuire a raggiungere la neutralità carbonica del paese entro il 2050 e di svolgere analisi sul settore finanziario.

Inoltre, iniziative complementari potrebbero coinvolgere gli enti pubblici che raccolgono dati dettagliati sui consumi di gas ed energia elettrica per tutte le famiglie e le imprese italiane, o quelli che dispongono di dati sull'efficienza energetica dei fabbricati a livello di singola unità immobiliare<sup>19</sup>. Alcune di queste basi dati coprono già l'universo, o un'ampia porzione, delle relative popolazioni, sono sistematiche e ben organizzate, ma non sono accessibili a fini di analisi o agli intermediari finanziari, principalmente a causa dei ben noti vincoli di riservatezza.

Questi problemi non appaiono irrisolvibili. Questioni di riservatezza non si pongono qualora i dati di interesse siano aggregati. Gli enti che detengono l'informazione potrebbero dunque rendersi disponibili a pubblicare – o a produrre a beneficio di altri soggetti interessati, ad esempio l'Istat – elaborazioni opportunamente aggregate<sup>20</sup>. Inoltre, i problemi di confidenzialità potrebbero essere risolti se questi enti potessero concedere l'accesso a soggetti che abbiano una delega dai "proprietari" dei dati. Con questo meccanismo gli intermediari finanziari, ma anche altri soggetti (ad esempio, i fornitori professionali di dati), potrebbero avere un unico punto di accesso a informazioni individuali precise, dettagliate e verificate alla fonte, nel rispetto delle norme sulla protezione dei dati.

La raccolta armonizzata di dati microeconomici in materia di sostenibilità avrebbe svariati vantaggi. Le imprese multiaffidate eviterebbero di far fronte a una molteplicità di richieste differenziate da parte delle banche. Le banche ridurrebbero o eviterebbero il ricorso ai dati stimati forniti dai venditori professionali. Il confronto degli indicatori risulterebbe agevolato. Il fenomeno del *greenwashing* potrebbe essere contrastato più efficacemente. I dati potrebbero risultare assai utili anche a fini di politica economica. Oggi i governi europei devono coniugare i vincoli di finanza pubblica con l'esigenza di erogare aiuti alle famiglie più bisognose e alle imprese energivore. È tuttavia assai difficile disegnare politiche mirate senza disporre di informazioni adeguate. Guardando oltre l'attuale fase critica, queste informazioni sarebbero ugualmente importanti per disegnare e valutare le politiche necessarie a conseguire gli obiettivi climatici che i governi si sono impegnati a raggiungere.

#### 4. I piani di transizione

Il tema dei piani di transizione è relativamente nuovo. Come già detto, la normativa europea che dovrebbe introdurre l'obbligo di redazione di questi piani sia per gli intermediari sia per le imprese non finanziarie (la CSDDD e il pacchetto CRR3/CRD6) è ancora in fase di disegno.

---

<sup>19</sup> Dati individuali su consumi di gas ed elettricità sono disponibili nel Sistema informativo integrato gestito da Acquirente Unico (una società del gruppo GSE). Dati sull'efficienza energetica degli immobili sono contenuti nel Sistema informativo sugli attestati di prestazione energetica (SIAPE) creato dall'Agenzia nazionale per le nuove tecnologie, l'energia e lo sviluppo economico sostenibile (ENEA). Il SIAPE raccoglie già quasi 3 milioni di attestati da numerose regioni e province autonome italiane; dovrebbe essere ulteriormente alimentato, per includere i dati di tutti i catasti regionali.

<sup>20</sup> Ostacoli alla condivisione di dati disaggregati tra soggetti pubblici sono stati rimossi dalla L. 205/2021 che ha convertito il DL 139/2021. La legge ha stabilito che le autorità indipendenti e le amministrazioni pubbliche possono accedere ai dati personali se necessario per l'adempimento di un compito svolto nel pubblico interesse o per l'esercizio di pubblici poteri a esse attribuiti.



Peraltro, numerose grandi banche e imprese non finanziarie mondiali si stanno volontariamente impegnando ad abbattere la propria impronta carbonica o ad azzerare le emissioni nette entro il 2050<sup>21</sup>. Tra gli operatori del risparmio gestito si va diffondendo un approccio concettualmente analogo, quello delle cosiddette strategie di "tilting", che aggiunge agli obiettivi tradizionali della gestione di portafoglio, tipicamente basati sui paradigmi del rischio-rendimento, dell'orizzonte temporale e della liquidità dell'investimento, nuove finalità, quali la riduzione dell'impronta carbonica o il miglioramento del punteggio ESG complessivo. A questo fine varie società specializzate elaborano indici ad hoc, che includono imprese caratterizzate da emissioni relativamente contenute o punteggi ESG relativamente elevati. La clientela interessata può dare mandato ai gestori del risparmio di investire i propri fondi in coerenza con questi obiettivi.

Seguendo un percorso in linea con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi, lo scorso luglio la BCE ha annunciato, con riferimento al piano d'azione per integrare considerazioni di rischio climatico nell'assetto di politica monetaria dell'Eurosistema, una misura di graduale decarbonizzazione dei propri portafogli di obbligazioni societarie<sup>22</sup>. In parallelo, la Vigilanza europea sta incoraggiando le banche ad adottare piani di transizione coerenti con l'accordo di Parigi e a fare pressione sulle imprese finanziate qualora esse non raggiungano i propri obiettivi in materia di transizione, fino all'*extrema ratio* dell'interruzione dei finanziamenti<sup>23</sup>.

I piani di transizione degli intermediari, insieme all'approccio del *tilting* adottato dall'industria del risparmio gestito, possono rappresentare un potente strumento per la gestione e la mitigazione dei rischi climatici. Lo stato delle conoscenze in quest'area è tuttavia ancora iniziale.

Una questione che occorrerà chiarire riguarda la coerenza tra i menzionati obiettivi tradizionali di un intermediario che investe e amministra fondi altrui – sia esso una banca o un gestore del risparmio – e gli obiettivi di sostenibilità. Vi è evidenza empirica che buone prassi ESG si associano a buone performance operative delle imprese in quanto incoraggiano l'innovazione, un orientamento al lungo periodo e l'utilizzo efficiente delle risorse. L'investimento sostenibile avrebbe quindi sinora prodotto vantaggi sia per gli investitori, nella forma di più elevati rendimenti aggiustati per il rischio, sia per gli emittenti, nella forma di minori costi dei finanziamenti esterni<sup>24</sup>.

---

<sup>21</sup> Tra le iniziative che coinvolgono le banche si può ricordare la [Net-Zero Banking Alliance](#) (NZBA), guidata dall'industria e promossa dalle Nazioni Unite, che raggruppa istituti cui fa capo il 40 circa degli attivi bancari mondiali. Le banche partecipanti hanno assunto l'impegno ad azzerare le emissioni nette finanziate dai propri attivi entro il 2050. La NZBA è parte della [Glasgow Financial Alliance for Net Zero](#) (GFANZ), che coinvolge tutte le principali tipologie di imprese della finanza.

<sup>22</sup> Cfr. BCE (2022), "[La BCE adotta ulteriori misure per integrare il cambiamento climatico nelle proprie operazioni di politica monetaria](#)", comunicato stampa del 4 luglio 2022 e sul sito della BCE: "[FAQ on incorporating climate change considerations into corporate bond purchases](#)".

<sup>23</sup> Elderson (2022), "[Banks need to be climate change proof](#)", The ECB Blog.

<sup>24</sup> Il cosiddetto *greenium*. Cfr. ad esempio Meyer e Henide (2021), "[Searching for 'Greenium'](#)", IHS Markit; Liberati e Marinelli (2021), "[Everything you always wanted to know about green bonds \(but were afraid to ask\)](#)", Questioni di economia e finanza, n. 654, Banca d'Italia.

È tuttavia possibile che questo quadro muti in un futuro più o meno prossimo. Negli ultimi anni i corsi delle obbligazioni e delle azioni di imprese sostenibili potrebbero aver beneficiato del forte incremento della domanda da parte di investitori sempre più sensibili alle tematiche ambientali, ma in linea di principio, a parità di altre condizioni, un investimento sostenibile dovrebbe essere relativamente meno rischioso e quindi meno redditizio<sup>25</sup>. Tuttavia, gli investitori potrebbero essere riluttanti ad accettare rendimenti inferiori. Inoltre, gli obiettivi di sostenibilità potrebbero entrare in contrasto anche con un obiettivo di rendimento aggiustato per il rischio<sup>26</sup>.

In sintesi, non sembra possibile escludere che gli obiettivi tradizionali dell'investimento possano entrare in conflitto con il piano di transizione e i relativi obiettivi di decarbonizzazione adottati da un intermediario o da un investitore (l'operatore finanziario, o la famiglia che gli affida i propri risparmi). In questo caso, quali obiettivi dovrebbero essere sacrificati?

Non esiste oggi una risposta esauriente a questa domanda, né dal punto di vista teorico né da quello empirico. È tuttavia possibile avanzare alcune preliminari considerazioni.

In primo luogo, ci sono ragioni per dubitare che gli investitori siano disponibili a privilegiare spontaneamente l'obiettivo di sostenibilità a spese della redditività. Anche qualora alcuni lo fossero, è improbabile che le loro scelte sarebbero sufficienti a ottenere il risultato desiderato. Come mostrato da alcune recenti analisi teoriche, gli sforzi dei finanziatori "responsabili" potrebbero essere resi vani dalle strategie di arbitraggio di altri soggetti concentrati esclusivamente sul paradigma rischio-rendimento, che quindi investirebbero in emittenti non attenti alla sostenibilità. Esiste dunque un rischio di "carbon leakage": gli investitori responsabili rinuncerebbero al rendimento a beneficio di altri investitori, con effetti contenuti in termini di progressi sul fronte climatico<sup>27</sup>.

Questa mancanza di chiarezza sul fronte del potenziale conflitto di obiettivi sembra tra le cause di alcuni sviluppi recenti. BlackRock, in seguito a una serie di polemiche riguardanti il proprio orientamento in materia di sostenibilità, ha annunciato che intende permettere anche agli investitori al dettaglio di votare su questioni societarie controverse<sup>28</sup>. Alcune grandi banche statunitensi aderenti alla *Glasgow Financial Alliance for Net Zero* (GFANZ) stanno valutando di allentare o di abbandonare i propri obiettivi

---

<sup>25</sup> Bolton e Kacperczyk (2020), "[Carbon Premium Around the World](#)", CEPR Discussion Papers, n. 14567, trovano che le imprese con maggiori emissioni di gas a effetto serra sono caratterizzate da rendimenti azionari relativamente elevati.

<sup>26</sup> Ciò potrebbe verificarsi, ad esempio, nel caso in cui gli sforzi per realizzare l'accordo di Parigi dovessero fallire, indebolendo la domanda per investimenti sostenibili.

<sup>27</sup> La compresenza delle due categorie di investitori tenderebbe a creare un "alfa" positivo per i portafogli non sostenibili e negativo per quelli sostenibili. Cfr. Pástor, Stambaugh e Taylor (2021), "[Sustainable investing in equilibrium](#)", *Journal of Financial Economics*, n. 142(2), pp. 550-571; Abiry, Ferdinandusse, Ludwig e Nerlich (2022), "[Climate change mitigation: How effective is green quantitative easing?](#)", CEPR Press Discussion Paper, n. 17324.

<sup>28</sup> Cfr. Masters (2022), "[BlackRock opens door for retail investors to vote in proxy battles](#)", *Financial Times*, 3 novembre.

di decarbonizzazione, nel timore di azioni legali da parte di soggetti che ritengono tali impegni lesivi dei propri interessi<sup>29</sup>. Il problema del conflitto di obiettivi rischia dunque di costituire un serio ostacolo al contributo che il sistema finanziario può fornire al contrasto al cambiamento climatico.

In secondo luogo, una strategia per promuovere una transizione ordinata del sistema economico verso gli obiettivi di Parigi dovrebbe essere articolata su più fronti. La spinta della Vigilanza europea sul sistema bancario va nella giusta direzione, ma occorrerebbe fare leva sull'intero sistema finanziario, compresi i comparti del risparmio gestito e delle assicurazioni.

Soprattutto, occorrerebbe agire anche dal lato dell'economia reale, promuovendo l'adozione di piani di transizione ambiziosi e credibili da parte delle imprese non finanziarie, almeno di quelle di grandi dimensioni o ad alte emissioni. Saranno infatti in primo luogo le scelte di investimento di queste imprese che determineranno le sorti della transizione. Si pensi ai produttori di energia elettrica, al momento caratterizzati da emissioni estremamente elevate. Le banche e gli altri intermediari potrebbero decidere di conseguire gli obiettivi di decarbonizzazione dei propri attivi dichiarati nei piani di transizione riducendo i finanziamenti a queste imprese. Tuttavia, senza ingenti investimenti in questi settori non sarà possibile produrre energia elettrica prevalentemente da fonti pulite ed elettrificare i trasporti e il riscaldamento. È dunque auspicabile che i finanziatori possano discriminare tra le diverse imprese in base ai loro piani di transizione, permettendo alle aziende che effettuano investimenti rivolti a questo scopo di reperire agevolmente e a basso costo le risorse finanziarie necessarie.

Come si è visto, la legislazione europea adotta un approccio articolato: la CSDDD, introducendo piani di transizione obbligatori per tutte le imprese (finanziarie e non finanziarie), mira a realizzare una graduale convergenza dell'intero sistema economico verso i principi della Tassonomia e gli obiettivi di Parigi. In questo contesto il problema del conflitto di obiettivi potrebbe attenuarsi, ma non scomparirebbe. Gli investitori interessati solo al rendimento potrebbero rivolgersi al di fuori dell'Europa (il già citato problema di *carbon leakage*). Resta inoltre da vedere se questa convergenza virtuosa si realizzerà. La crisi energetica in corso sta determinando enormi profitti per le compagnie energetiche che utilizzano combustibili fossili e l'erogazione di ingenti sussidi governativi al consumo di tali energie. Questa esperienza ci rammenta che l'attuale stato dello sviluppo tecnologico non consente un passaggio rapido a fonti energetiche a bassa intensità carbonica; che gli investimenti richiesti sono enormi; che la domanda di energia non è facilmente comprimibile senza mutamenti radicali nelle abitudini di consumo e negli stili di vita che le popolazioni, in particolare quelle dei paesi avanzati, non sembrano al momento disponibili ad accettare.

---

<sup>29</sup> Cfr. Morris, Brian e Walker (2022), "[US banks threaten to leave Mark Carney's green alliance over legal risks](#)", Financial Times, 21 settembre. Per questo motivo nell'ultimo [progress report GFANZ](#) ai firmatari dell'iniziativa non sarebbe più richiesto di rispettare i criteri della [Race To Zero Campaign](#) promossa dalle Nazioni Unite (che raccoglie anche impegni di governi e istituzioni pubbliche). Le due iniziative fino ad agosto si muovevano in maniera coordinata (con la condizione per i partecipanti di GFANZ di rispettare anche i criteri stringenti di *Race to zero*).

In un quadro così incerto è importante che il rapporto tra intermediari e imprese non finanziarie si arricchisca di contenuti, con una maggiore offerta di consulenza da parte degli intermediari e una maggiore trasparenza da parte delle imprese, promuovendo dinamiche cooperative nel perseguimento di obiettivi di sostenibilità sostanzialmente condivisi.

Iniziative in materia di piani di transizione potrebbero essere promosse dal Tavolo di coordinamento in materia di sostenibilità richiamato nel paragrafo precedente. Anche in questo caso si tratterebbe di percorrere un sentiero già avviato in altri paesi<sup>30</sup>.

## 5. Conclusioni

La transizione verso un'economia con minori emissioni di gas a effetto serra porta con sé rischi e opportunità per il settore finanziario. Gli intermediari devono prepararsi ad affrontare questa sfida integrando nei processi creditizi e di investimento i rischi derivanti dal cambiamento climatico e quelli legati ai possibili effetti della transizione. A questo fine devono migliorare la quantità e la qualità delle informazioni utilizzate internamente e di quelle comunicate al mercato. Le azioni intraprese dalle autorità europee in materia di rendicontazione di imprese e banche, che ho ricordato, contribuiscono a questo obiettivo.

Le iniziative delle autorità e dei privati in materia di sostenibilità incontrano numerosi ostacoli. Le istituzioni che elaborano gli standard internazionali (ISSB, EFRAG) stanno lavorando ai modelli di rendicontazione non finanziaria, quindi dati affidabili basati su questi standard non sono ancora disponibili. In Europa la regolamentazione in materia ambientale, pur tra le più avanzate al mondo, è ancora *in fieri*; essa riguarderà prevalentemente le imprese grandi e quelle quotate, lasciando le altre in un cono d'ombra. Il concetto stesso di emissioni complessive è incerto a causa di notevoli difficoltà di definizione e di misurazione, in particolare per quelle che riguardano l'intero processo produttivo, le cosiddette *scope 3*. A causa di queste carenze nella rendicontazione di sostenibilità delle imprese, gli intermediari fanno ampio uso di dati acquistati da fornitori specializzati. Questi ultimi, per lo stesso motivo, ricavano spesso i dati a livello individuale mediante stime basate su medie di settore che non sono in grado di riflettere appieno le specificità delle singole imprese. Inoltre, ciascun fornitore utilizza metodologie proprietarie e relativamente opache, il che produce discrepanze anche notevoli, sia negli indicatori di sostenibilità relativi a una stessa impresa sia tra un fornitore e l'altro. Infine, i dati di sostenibilità non sono in genere soggetti a revisione contabile; la legislazione che introdurrà un sistema di revisione è in fase di studio.

Queste difficoltà sul fronte dei dati, pur oggettive, si scontrano con l'emergenza ambientale e con l'esigenza di accelerare i progressi in materia di gestione dei rischi climatici da parte degli intermediari. Esse non possono dunque giustificare un

---

<sup>30</sup> Nel Regno Unito è stata recentemente creata una task force ad hoc incaricata di lavorare sui piani di transizione, che vede coinvolti rappresentanti di imprese, istituzioni finanziarie, autorità di regolamentazione e della società civile e collabora con strutture internazionali tra cui la GFANZ e l'ISSB.

atteggiamento attendista. Ciò vale in generale, ma in particolare per il nostro paese a causa dell'elevata incidenza di imprese medie e piccole che, non essendo tenute a produrre informazioni di sostenibilità, rischiano di essere etichettate a priori come non sostenibili. Gli intermediari intenzionati ad abbattere gli indicatori di impronta carbonica dei propri attivi potrebbero ridurre il credito in maniera indiscriminata alle PMI prive di dati. Un rischio analogo si pone per le imprese appartenenti ai settori ad alte emissioni individuati dalla normativa europea, sebbene l'evidenza indichi che all'interno dei settori e dei comparti vi siano imprese caratterizzate da politiche ambientali e impronta carbonica assai eterogenee.

Queste considerazioni suggeriscono che l'impegno sul fronte ambientale e della rendicontazione in materia sia nell'interesse stesso delle PMI, quantomeno di quelle più dinamiche e lungimiranti, e che è opportuno uno sforzo congiunto delle imprese e degli intermediari per la raccolta e la condivisione di dati di sostenibilità a livello di singola impresa, a fini sia di erogazione del credito sia di investimento.

Un tema connesso a quello dei dati riguarda i piani di transizione. La tematica sta acquisendo importanza per effetto della crescente consapevolezza che il successo della transizione ecologica dipende dalle scelte strategiche delle imprese, in particolare di quelle ad alte emissioni. Occorre quindi che le imprese si dotino di piani di decarbonizzazione realistici e ambiziosi, e che gli intermediari finanzino questi piani. Va tuttavia evitato un approccio al tema della transizione che faccia eccessivo affidamento sul sistema finanziario. Limitarsi a spingere sull'adozione di piani di transizione da parte delle banche con l'aspettativa che ciò sia sufficiente a guidare il sistema economico verso gli obiettivi di Parigi appare una strada rischiosa. Una strategia più robusta, che peraltro l'Europa sta adottando con la CSDDD, dovrebbe fare leva anche sui piani di transizione per le imprese non finanziarie, quantomeno per quelle di grandi dimensioni. Ciò consentirebbe anche di mettere meglio a fuoco i vincoli tecnologici che condizionano la transizione, di cui è necessario tenere conto.

In questo ambito occorrerà anche affrontare il tema del potenziale conflitto tra gli obiettivi tradizionali dell'investimento e i piani di transizione degli investitori e delle banche. Non sembra possibile escludere che in futuro l'obiettivo di massimizzare il rendimento aggiustato per il rischio possa entrare in conflitto con il piano di transizione di una banca o di un investitore. In questo caso, quali obiettivi dovrebbero essere sacrificati da questi ultimi? Se non riconosciuto apertamente e gestito, questo conflitto rischia di alimentare il *greenwashing* e di costituire un serio ostacolo al contributo che il sistema finanziario può fornire alle politiche di contrasto al cambiamento climatico.

La Banca d'Italia ha avviato un dialogo con gli intermediari finanziari italiani, bancari e non, volto a comprendere il loro grado di preparazione nei confronti del sentiero di transizione ecologica tracciato dal regolatore europeo e ad ascoltare il loro punto di vista sui prossimi obblighi di informativa ESG, nonché sulle eventuali criticità via via incontrate. Confidiamo che da questo lavoro possano scaturire iniziative miranti a rafforzare il dialogo con gli altri soggetti interessati.





