



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

## **Finanza sostenibile: le sfide che ci attendono**

Settimana dell'Investimento Sostenibile e Responsabile

I 20 anni del Forum: passato, presente e futuro della finanza sostenibile

Intervento di Franco Panfili

Vice Capo Dipartimento Mercati e Sistemi di pagamento della Banca d'Italia

Milano, 25 novembre 2021

L'incontro di chiusura della Settimana dell'Investimento Sostenibile e Responsabile organizzata dal Forum per la Finanza Sostenibile riveste quest'anno un carattere particolare perché celebra i vent'anni dalla nascita del Forum. È un compleanno che coincide anche con il ventennale dal lancio della Strategia dell'Unione Europea per lo sviluppo sostenibile, una tappa importante nella storia dell'Unione alla quale sono seguiti, in questi anni, impegni crescenti nel campo della sostenibilità e in particolare nella lotta contro i cambiamenti climatici. Secondo una recente indagine dell'Eurobarometro, per nove cittadini europei su dieci il cambiamento climatico costituisce un grave problema e per due su tre sono i governi i primi responsabili nell'agire per contrastarlo, seguiti dalle imprese, dall'industria e dalla stessa UE<sup>1</sup>. Come più volte ricordato, la definizione e l'attuazione delle politiche per contrastare e mitigare gli effetti del cambiamento climatico è compito dei governi nazionali<sup>2</sup>, gli unici che hanno il potere e la legittimazione democratica per proporre leggi e introdurre misure, come imposte sulle emissioni o incentivi alle fonti a basse emissioni che mirino ad internalizzare i costi dei cambiamenti climatici. Allo stesso tempo la difficoltà del compito e l'enormità della posta in gioco – il benessere della nostra generazione e di quelle future e forse la nostra stessa sopravvivenza come specie – giustificano il pieno impegno di tutte le istituzioni e dei cittadini a livello globale<sup>3</sup>.

L'imponenza degli investimenti necessari per favorire la transizione energetica ed ecologica (si pensi che solo per l'Unione Europea si stimano 180 miliardi di euro all'anno necessari per finanziare il Green Deal UE nel periodo 2021-2027) richiedono un forte coinvolgimento dell'industria bancaria e finanziaria, sia per accrescerne la consapevolezza circa i rischi, sia per assicurare che non vi siano ostacoli nel convogliare una quantità di risorse adeguate per finanziare le attività che migliorano la sostenibilità.

---

<sup>1</sup> [Indagine Speciale Eurobarometro](#) sul clima, luglio 2021.

<sup>2</sup> Signorini (2020) [Build Back Better - Mobilising Private Finance for a Green Recovery](#).

<sup>3</sup> Visco (2021) [An Overview of the Work of the G20 under the Italian Presidency](#).

Tra i temi che riguardano la sostenibilità, le problematiche ambientali sono quelle che negli ultimi anni hanno avuto maggior attenzione; ciò non stupisce dato che gli effetti del cambiamento climatico (in particolare di eventi metereologici estremi come alluvioni, incendi spontanei e depressioni particolarmente violente nell'area del Mediterraneo) sono ormai sempre più frequenti e di maggiore portata. Tuttavia il concetto di sostenibilità, inteso come perseguimento dell'equità intergenerazionale, non può prescindere dalle tematiche sociali e di *governance* dell'impresa, così come sono riassunte dalla sigla ESG (acronimo di *environmental, social, governance*).

La Banca d'Italia ha fornito un forte sostegno alla Presidenza italiana del G20 per ricostituire il *Sustainable Finance Study Group*, che è stato trasformato in un gruppo di lavoro permanente, proponendo agli Stati Uniti e alla Cina, le due maggiori economie (e i maggiori emettitori di gas serra), di presiederlo insieme<sup>4</sup>. La lotta al cambiamento climatico è stata inserita tra le priorità del G20; il Gruppo di lavoro per la finanza sostenibile ha definito una *Roadmap* che si estenderà ad altri aspetti tra cui la protezione delle risorse ambientali (in particolare la difesa della biodiversità<sup>5</sup>) e il rispetto dei profili sociali<sup>6</sup>.

### ***La sfida per gli strumenti della finanza sostenibile: una crescita da consolidare.***

Il persistente quadro d'incertezza creato dalla pandemia non ha distolto l'attenzione degli investitori dai temi della sostenibilità. I flussi di investimenti sostenibili sono aumentati significativamente con lo scoppio della pandemia e il ritmo di crescita è rimasto elevato anche nel corso del 2021. Le emissioni di obbligazioni per la finanza sostenibile nei primi nove mesi del 2021 sono state oltre 750 miliardi di dollari spingendo le emissioni totali a 2.300 miliardi, con una rilevanza crescente degli emittenti sovrani<sup>7</sup>. La crescita ha riguardato in particolare le emissioni di titoli sostenibili (*social* e *sustainable*), e di attività finanziarie collegate agli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'ONU (*Sustainable Development Goals*) aumentate sensibilmente negli ultimi 3 anni; nell'anno in corso il controvalore emesso per queste tre tipologie di titoli ha raggiunto l'ammontare dei green bond. Gli investimenti sostenibili sono aumentati anche nel comparto azionario; i nuovi flussi nel 2021 sono stati destinati per il 30 per cento a strumenti di matrice ESG, nel 2018 erano il 16 per cento, e attualmente un fondo su otto tra quelli azionari globali segue logiche ESG<sup>8</sup>. Quest'anno i firmatari dei Principi per gli Investimenti Responsabili promossi dalle Nazioni Unite (UNPRI) hanno superato le 3.800 adesioni; i sottoscrittori attualmente gestiscono uno stock di strumenti finanziari di oltre 120.000 miliardi di dollari, per i quali i criteri di sostenibilità potrebbero essere progressivamente estesi. Inoltre alcune indagini, tra le quali quella recentissima condotta dal Forum per la Finanza Sostenibile e Doxa

---

<sup>4</sup> Visco (2021) [An Overview of the Work of the G20 under the Italian Presidency](#).

<sup>5</sup> Dasgupta (2021) [The Economics of Biodiversity: Dasgupta Report](#).

<sup>6</sup> Visco (2021) [Fourth G20 Finance Ministers and Central Banks Governor meeting. Remarks](#).

<sup>7</sup> Climate Bond Initiative (2021) [Sustainable Debt Market, Summary 3rd quarter](#). Il Tesoro italiano ha lanciato in 2 tranches il suo primo green bond per un ammontare complessivo di 13,5 miliardi di euro. L'Unione Europea, nell'ambito del programma SURE ha finora collocato 89 miliardi di euro attraverso l'emissione di social bond; lo scorso ottobre, nel programma Next Generation EU, è stato emesso il primo green bond con una raccolta di 12 miliardi di euro.

<sup>8</sup> BoFA (2021), [ESG in fund flows & cost of capital](#).

sulla percezione dei risparmiatori italiani sottolinea come, per la maggior parte di essi, la sostenibilità sia divenuta un elemento centrale nelle decisioni d'investimento<sup>9</sup>.

Ciò nonostante, l'offerta di strumenti sostenibili è ancora limitata. Le obbligazioni sostenibili sono una piccola frazione del mercato obbligazionario globale: circa l'1% delle emissioni sovrane e il 3% delle emissioni societarie in circolazione<sup>10</sup>. Le difficoltà di individuare progetti e confezionare strumenti finanziari sostenibili da collocare sul mercato, per quantità e scadenze adeguate alla domanda degli investitori, sono tra le maggiori cause della limitata offerta di titoli. Questa criticità rappresenta una sfida decisiva per il sistema finanziario, ma ve ne sono anche altre, sulle quali è opportuno soffermarsi.

### ***La sfida per migliorare i dati: un cammino ancora lungo.***

L'individuazione di progetti e la valutazione sulla loro sostenibilità richiedono ulteriori progressi sul fronte della trasparenza e della robustezza dei dati che sono alla base dei punteggi ESG e delle strategie d'investimento. Da un'indagine recente risulta che 20 dei 50 maggiori gestori mondiali utilizzano almeno quattro fornitori di dati ESG e inoltre 30 gestori hanno sviluppato dei propri rating ESG<sup>11</sup>. I dati ESG presentano rilevanti problematiche: non vi è ancora un insieme di regole comuni e accettate su come le singole imprese debbano misurare e produrre gli indicatori di sostenibilità né come questi debbano essere certificati da un ente terzo<sup>12</sup>. Le stesse società di rating ESG presentano metodologie molto diverse per elaborare i giudizi complessivi, sia con riferimento all'eterogeneità dei fattori considerati per analizzare i tre profili ambientale, sociale e della governance d'impresa e alla rilevanza loro assegnata, sia agli indicatori scelti per valutare tali fattori. Tutto ciò si traduce in giudizi ESG spesso molto divergenti, con una correlazione inferiore rispetto a quella tra i rating creditizi (sotto al 60 per cento per gli score ESG delle imprese europee rispetto a oltre il 90 per cento tra i rating creditizi)<sup>13</sup>.

Se la bassa correlazione tra i rating ESG può causare confusione tra gli investitori su quali punteggi impiegare per strategie sostenibili, non bisogna sottacere che al contrario vi è un'elevata correlazione per quanto riguarda alcuni indicatori fondamentali come ad esempio i dati sulle emissioni carboniche delle imprese, che possono essere utilizzati da subito come *proxy* dei rischi di transizione a cui le imprese sono esposte<sup>14</sup>.

---

<sup>9</sup> Forum per la Finanza sostenibile-BVA Doxa (2021) [Finanza sostenibile in tempo di crisi: la percezione dei risparmiatori](#).

Gartner (2021) [The ESG Imperative: 7 Factors for Finance Leaders to Consider](#).

<sup>10</sup> Fonte: Bloomberg.

<sup>11</sup> Indagine di SquareWell del 2021. <https://www.im.natixis.com/us/research/esg-investing-survey-insight-report>;  
<https://www.gartner.com/smarterwithgartner/the-esg-imperative-7-factors-for-finance-leaders-to-consider>.

<sup>12</sup> Visco (2020) [Returns – identifying the opportunity in the transition to net zero](#).

<sup>13</sup> Berg et al. (2019) [Aggregate confusion](#).

<sup>14</sup> Bernardini, Di Giampaolo, Faiella, Poli, (2017) [Gli investimenti delle utilities del settore elettrico: implicazioni del carbon risk](#).

Questa circostanza porta a sostenere che ci sono buone basi per avviare senza ritardi l'integrazione di considerazioni di sostenibilità – in particolare i rischi climatici – nelle strategie di investimento.

### ***La sfida della trasparenza tra spinte della regolamentazione e nuove tecnologie.***

I limiti sui punteggi ESG possono inoltre alimentare dubbi sull'attendibilità delle etichette (*label*) di sostenibilità. Le notizie su possibili informazioni inesatte relative alle strategie ESG confermano che questi rischi sono concreti: alcune analisi indicano infatti che il 55 per cento dei fondi etichettati come "*low carbon*", "*fossil-fuel free*" e "*green energy*" hanno sovrastimato il proprio profilo di sostenibilità, e oltre il 70 per cento dei fondi ESG non sono stati all'altezza dei loro obiettivi<sup>15</sup>. C'è il rischio di minare la credibilità della stessa finanza sostenibile a causa di pratiche scorrette (*greenwashing*), limitandone lo sviluppo e scoraggiando gli investitori ad inserire la sostenibilità tra i criteri delle loro politiche di investimento.

Per limitare questo rischio è necessaria una regolamentazione più chiara e stringente e un sistema di verifica delle informazioni fornite da imprese e intermediari per contribuire a consolidare la fiducia negli strumenti della finanza sostenibile e aiutare lo sviluppo del relativo mercato.

L'Unione Europea svolge un ruolo di leadership mondiale mirando a definire il quadro normativo più avanzato in materia di trasparenza informativa, che prevede in particolare: una tassonomia delle attività sostenibili<sup>16</sup>, nuove regole di trasparenza sulle informazioni di sostenibilità degli strumenti finanziari<sup>17</sup>, dei benchmark climatici e un nuovo standard per le obbligazioni verdi<sup>18</sup>. La sfida della trasparenza informativa e della riduzione del rischio di *greenwashing* va però giocata a livello internazionale, dove è evidente la necessità di comparare i dati e di limitare possibili arbitraggi regolamentari. In questa direzione è confortante l'esperienza maturata sulla disclosure dei rischi climatici sulla base delle raccomandazioni della *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (TCFD). Queste raccomandazioni sono ormai diventate uno standard internazionale che assicura la coerenza delle definizioni in materia di rischi climatici e la comparabilità tra aree geografiche anche molto diverse. A queste linee guida si ispirerà la Banca per pubblicare nel 2022 il primo rapporto sugli investimenti sostenibili e i rischi climatici.

Inoltre, la Presidenza italiana del G20 ha promosso la definizione di un livello minimo di armonizzazione globale dei sistemi per la disclosure e il reporting di informazioni sulla

---

<sup>15</sup> InfluenceMap (2021) [Climate Funds: Are They Paris Aligned?](#)

<sup>16</sup> Lo scorso anno è entrato in vigore il Regolamento relativo ai primi due obiettivi di sostenibilità (su sei definiti dalla Commissione): mitigazione dei cambiamenti climatici e adattamento ai cambiamenti climatici.

<sup>17</sup> Sono gli obblighi richiesti dal marzo scorso alle imprese finanziarie con il Regolamento (UE) 2019/2088 sull'informativa di sostenibilità dei servizi finanziari (Sustainable finance disclosure regulation, SFDR) ed estensione degli obblighi di informativa alle imprese non finanziarie (Corporate Sustainability Reporting Directive CSRD), ancora in discussione.

<sup>18</sup> Gli indici EU Climate Transition e EU Paris-aligned sono stati introdotti a dicembre 2020, è più recente la proposta di standard europeo per l'emissione di Green Bonds.

sostenibilità che favorisca l'applicazione delle tassonomie decise su base regionale o nazionale. Infine vanno ricordate le due recenti decisioni annunciate in occasione della COP26: la costituzione dell'*International Sustainability Standard Board* da parte del IFRS (*International Financial Reporting Standards Board*) con il compito di definire degli standard minimi per la disclosure di sostenibilità delle organizzazioni e la presentazione della "*common ground taxonomy*"<sup>19</sup>, un documento che compara le tassonomie elaborate per la UE e per la Cina e ne individua analogie e differenze.

Pur nella consapevolezza delle difficoltà esistenti, soprattutto per le piccole e medie imprese, nel reperire al proprio interno i dati, si avverte la forte necessità di ampliare l'ambito di applicazione di regole obbligatorie volte alla diffusione di informazioni sulla sostenibilità delle imprese, come già avviene per i dati finanziari. Lungo questa linea si sta muovendo la discussione per la revisione della Direttiva UE sul reporting delle imprese, che prevede tra l'altro un maggiore impiego della tecnologia per la disclosure dei dati. Infatti, le nuove tecnologie digitali (come quelle di Intelligenza artificiale) possono contribuire a colmare le lacune dei dati esistenti<sup>20</sup>.

La recente iniziativa "Techsprint 2021", promossa dalla Banca d'Italia e dalla Banca dei Regolamenti Internazionali sotto la Presidenza Italiana del G20, ha stimolato mediante una competizione internazionale lo sviluppo di progetti innovativi dedicati alla finanza verde e sostenibile<sup>21</sup>. I tre progetti vincitori propongono piattaforme digitali per analizzare il finanziamento di progetti *green* e per misurare i rischi climatici.

### ***La sfida della decarbonizzazione: un'interazione virtuosa tra investitori e imprese?***

Per le imprese la sfida della decarbonizzazione passa dalla definizione di obiettivi di riduzione intermedi e di un percorso credibile per trasformare le ambizioni in risultati concreti<sup>22</sup>. La realizzazione di questi obiettivi richiede ingenti investimenti per il cambiamento dei modelli produttivi (riducendo il peso dei combustibili fossili), l'ingresso in nuovi business e l'innovazione tecnologica. Anche gli investitori possono contribuire alla sfida della decarbonizzazione con la creazione di portafogli coerenti con l'obiettivo di emissioni nette zero. La traiettoria di riduzione delle emissioni di questi portafogli naturalmente è strettamente legata agli impegni di decarbonizzazione assunti dalle imprese, pertanto gli investitori dovrebbero monitorare la robustezza degli obiettivi dichiarati e instaurare un dialogo costruttivo con le imprese per il rispetto degli stessi. Qualora gli impegni presi non venissero realizzati, entrambi sarebbero infatti esposti ai rischi di una transizione brusca e disordinata.

---

<sup>19</sup> International Platform on Sustainable Finance (2021), [Common Ground Taxonomy](#).

<sup>20</sup> International Network of Financial Centres for Sustainability (2021), [Tech-driven ESG practices](#). Rapporto al G20 Sustainable Finance Working Group.

<sup>21</sup> Perrazzelli (2021) [Launch of the G20 TechSprint on Green Finance and Sustainable Economy](#).

<sup>22</sup> Science Based Targets (2021) [Status-report-Business-Ambition-for-1-5C-campaign](#). Molte imprese dei settori più esposti al rischio di transizione sono attualmente impegnate in strategie per ridurre il ricorso alle fonti fossili definendo dei target di riduzione delle emissioni che dovrebbero condurle progressivamente alla neutralità carbonica.

La COP26, con risultati in chiaro scuro rispetto alle aspettative della vigilia, evidenzia alcuni elementi che potrebbero favorire una positiva interazione tra investitori ed imprese a supporto della riduzione delle emissioni<sup>23</sup>. Nel corso della Conferenza vi è stato l'annuncio che la «*Glasgow Financial Alliance for Net Zero*», guidata da Mark Carney e Michael Bloomberg, ha raccolto adesioni da istituti con attivi per oltre 100.000 miliardi di euro, rafforzando l'impegno della finanza per la decarbonizzazione<sup>24</sup>. Inoltre, sono stati proposti un meccanismo di scambio dei diritti di emissione centralizzato (aperto a pubblico e privati) e uno su base bilaterale (solo per gli Stati)<sup>25</sup>, per contribuire a migliorare l'efficienza dei mercati delle emissioni già esistenti, per i quali si è osservato più volte un prezzo del carbonio non in linea con i costi delle esternalità negative<sup>26</sup>. Tra questi mercati, quello degli EU ETS è negli ultimi tempi riuscito a fornire un segnale di prezzo efficace e fondamentale per accelerare la transizione energetica e un abbandono delle fonti fossili. Una partecipazione più estesa degli investitori a questo mercato costituisce un prerequisito per il suo buon funzionamento, così come concepito nelle linee d'azione dell'Unione Europea volte a combattere il cambiamento climatico. Allo stesso tempo, va posta molta attenzione per evitare che eventuali pressioni speculative di operatori finanziari possano minare l'attendibilità delle quotazioni<sup>27</sup>.

### ***La sfida per le banche centrali e il percorso della Banca d'Italia.***

Per le banche centrali e i regolatori la sfida riguarda lo sviluppo di modelli di analisi e previsione che integrino fenomeni – come i rischi climatici – nuovi per il loro tradizionale quadro concettuale. Per questo motivo nell'ambito del *Network for Greening the Financial System*, una rete mondiale che raccoglie oltre 100 banche centrali e supervisor e alla quale la Banca partecipa attivamente dal 2019, si sta lavorando ad affinare scenari che combinino variabili macroeconomiche e climatiche, utilizzabili per lo svolgimento delle proprie funzioni istituzionali<sup>28</sup>.

In questa prospettiva si inseriscono i recenti sviluppi dell'Eurosistema con riguardo al quadro operativo di politica monetaria e all'investimento dei fondi propri. Nel febbraio scorso è stata concordata nell'Eurosistema una posizione comune per la sostenibilità climatica nell'investimento dei portafogli non di politica monetaria denominati in euro e

---

<sup>23</sup> Il Patto di Glasgow firmato da quasi 200 paesi chiede a tutti i firmatari di incrementare gli impegni di riduzione delle emissioni, con l'obiettivo 1,5 gradi, a partire dal prossimo anno (su questo sarà decisiva la prossima COP in Egitto). I dati dell'ultimo Rapporto IPCC Climate Change 2021 indicano in 40 giga tonnellate le emissioni annuali attuali di CO<sub>2</sub>, 2390 giga tonnellate la stima di quelle prodotte dal 1850 e già presenti nell'atmosfera e solo 300 gigatonnellate di budget rimanente per arrivare con l'80% di probabilità all'aumento di 1,5 gradi di temperatura alla fine del nostro secolo. Gli impegni di riduzione annuale delle emissioni per raggiungere l'obiettivo dovranno quindi essere estremamente ambiziosi e supportati da azioni molto concrete.

<sup>24</sup> GFANZ (2021) [Press release 3.11.2021](#).

<sup>25</sup> COP26 (2021) Decisioni in base agli artt. 6.2 e 6.4 in materia di sistemi di scambio dei diritti di emissioni carboniche.

<sup>26</sup> Visco (2021) [The conference messages in light of the G20 Presidency programme](#). BIS Green Swan 2021 Global Virtual Conference.

<sup>27</sup> BCE (2021) [Bollettino Economico](#) n.6.

<sup>28</sup> NGFS (2021) [Scenarios in Action: a progress report on global supervisory and central bank climate scenario exercises](#).

verso la disclosure di dati climatici sugli stessi portafogli. Lo scorso luglio è stata anche comunicata l'intenzione di integrare considerazioni inerenti il rischio climatico nella strategia di politica monetaria con un dettagliato piano d'azione che copre il periodo 2021-2024.

La Banca d'Italia, nel panorama delle banche centrali, ha avuto e continua ad avere un ruolo di frontiera nell'applicazione di criteri di sostenibilità ai propri investimenti finanziari. L'integrazione di criteri ESG nei processi d'investimento, avviata nel 2019 per i portafogli azionari dell'area euro gestiti internamente (pari a oltre 15 miliardi), è stata estesa nel 2020 anche ai fondi azionari statunitensi e giapponesi (pari a 2,5 miliardi circa) e ai portafogli di obbligazioni societarie in euro e in dollari USA (per 1,2 miliardi), cui si aggiungono gli acquisti di green bond di emittenti sovranazionali e sovrani per circa 730 milioni.

Nel luglio 2021 è stata pubblicata la "Carta degli investimenti sostenibili" della Banca, che definisce la visione e i principi di riferimento per la gestione sostenibile dei propri investimenti finanziari in euro e delle riserve in valuta<sup>29</sup>. Si tratta complessivamente di investimenti per un importo significativo per il quale l'applicazione di metodi di integrazione dei profili di sostenibilità può costituire un esempio anche per altri investitori. Per questo motivo, la Banca ha incluso tra le sue tre linee di azione la "promozione" dei criteri di sostenibilità per incoraggiare il miglioramento delle informazioni diffuse dalle imprese, da intermediari e investitori. Le altre due linee di azione sono l'integrazione dei criteri ESG nella gestione degli investimenti e la pubblicazione di informazioni e analisi sulla finanza sostenibile, comunicando i risultati raggiunti e contribuendo alla crescita della cultura della finanza sostenibile nel sistema finanziario e tra i cittadini. A questo riguardo, come già anticipato, la Banca pubblicherà nel prossimo anno il primo Rapporto sugli investimenti sostenibili e i rischi climatici, per dare conto dei risultati conseguiti e delle metodologie di misurazione applicate. Inoltre, nel 2023 saranno comunicati i risultati dell'analisi degli investimenti sostenibili della Banca, condotta secondo una metodologia di analisi di scenario riferita ai rischi climatici.

Per concludere, l'urgenza di intervenire per combattere il riscaldamento globale è dettata dagli elevati costi di un'azione ritardata e da principi di equità intergenerazionale. Le maggiori responsabilità gravano sui governi, che vengono chiamati in modo sempre più pressante a scegliere se orientare le loro politiche verso obiettivi nazionali di breve periodo o collaborare ad iniziative multilaterali per il bene collettivo nel lungo termine. Anche la comunità finanziaria e le banche centrali nel loro ruolo di investitori, regolatori e autorità monetarie, possono fornire un contributo importante. Lo sforzo richiesto è rilevante; tutti noi dovremo essere parte di questa sfida.

---

<sup>29</sup> Angelini (2021), [Presentazione della Carta degli investimenti sostenibili della Banca d'Italia](#).

