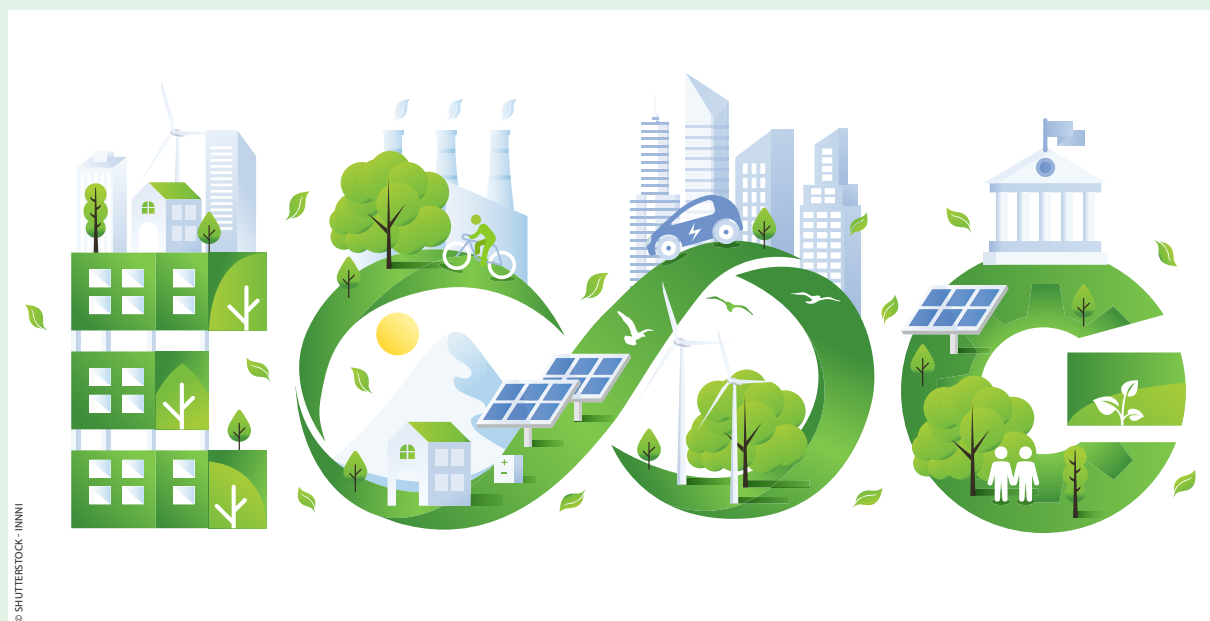


ESG: implicazioni strategiche e operative per le imprese

di Stefano Gatti, Mario Vinzia*

Diverse sono le possibili implicazioni che le imprese non finanziarie potranno subire a fronte della crescente attenzione dei regulators e degli investitori nei confronti delle tematiche ESG. Le analisi vertono, in particolare, sulle tematiche di governance, sugli impatti sui sistemi di controllo e risk management e sulle conseguenze per i rapporti con il sistema finanziario e gli investitori.

Nel corso dei prossimi anni, la necessità di riorientare la gestione aziendale in una logica sempre più stakeholders' base piuttosto che shareholders' base diventerà sempre più urgente. Non si tratta solo di una riconsiderazione del modo di fare impresa che nasce spontaneamente nelle realtà più virtuose. Quando anche si consideri il modello tradizionale di capitalismo come quello intrinsecamente superiore, la disciplina dei mercati finanziari imporrà comunque alle aziende un'attenzione maggiore ai temi ESG¹. Le implicazioni per le imprese all'interno di un processo di transizione che si caratterizza per essere fortemente regulatory-based sono molteplici. Il box 1 riporta una sintesi dei principali provvedimenti normativi che saranno richiamati nelle sezioni successive.



* *Stefano Gatti* è Antin IP Professor of Infrastructure Finance nel Dipartimento di Finanza dell'Università Bocconi.
Mario Vinzia è SDA Fellow di Corporate Finance and Real Estate presso SDA Bocconi School of Management.

GOVERNANCE, SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO E SCIGR

Il primo impatto da considerare è quello che si produce sulla *governance aziendale* che deve essere indirizzata verso la *crescita sostenibile nel medio-lungo termine*, in sintonia con quanto indicato dall'*Action plan* europeo 2018 e dal conseguente *EU Green Deal* 2019, dalla Direttiva UE 2017/828 *Shareholders' Rights Directive II* o «SHRD II» e dal susseguente D. lgs. n. 49/2019 e infine anche dai Codici di Corporate Governance vigenti nei vari Paesi europei.

Le aziende devono assumersi precise responsabilità² nei confronti degli stakeholder, sia interni sia esterni, in relazione alle proprie performance aziendali in termini di sviluppo sostenibile e, conseguentemente, assegnare internamente, misurare e comunicare il conseguimento degli obiettivi di sostenibilità.

In relazione alla misurazione e alla comunicazione di tali obiettivi, occorre osservare che l'articolo 33 della Direttiva 2013/34/UE impone agli Stati membri di garantire che i membri degli organi di amministra-

zione, di direzione e di vigilanza di un'impresa abbiano la responsabilità collettiva di assicurare che il bilancio annuale (consolidato), la relazione sulla gestione (consolidata) e la dichiarazione sul governo societario (consolidata) siano redatti e pubblicati conformemente ai requisiti di tale direttiva, così come emendata nel tempo³, da ultimo, per effetto della Direttiva (UE) 2022/2464 in materia di *Corporate Sustainability Reporting Directive* (di seguito *Directive CSRD*)⁴.

La Directive CSRD presta particolare attenzione alla governance aziendale, dato che chiede di fornire informazioni circa gli organi aziendali apicali che *in primis* si assumono la responsabilità di perseguire una crescita sostenibile verso gli stakeholder, ossia gli organi di amministrazione, gestione e supervisione di un'impresa. La Directive CSRD chiede di dar conto delle rispettive competenze e della capacità di svolgere questo ruolo o di accedere a tali competenze e capacità ove non direttamente detenute.

In sintesi, muoversi nella direzione di un modello di sviluppo sostenibile è una responsabilità a cui gli orga-

BOX 1

Principali norme e regolamenti di riferimento in materia di sostenibilità

- Direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese.
- Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE, la Direttiva 2004/109/CE, la Direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità.
- Direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2006, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati
- Direttiva 2014/95/UE recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni e D. lgs. 254/16 di relativa attuazione.
- Action plan europeo 2018 e conseguente EU Green Deal 2019.
- Direttiva UE 2017/828 («Shareholders' Rights Directive») che modifica la Direttiva 2007/36/CE riguardo l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e D. lgs. n. 49/2019 di relativa attuazione.
- Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR).
- Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 che istituisce il quadro di riferimento per agevolare gli investimenti sostenibili («Taxonomy Regulation») e relativi allegati tecnici (Regolamento delegato UE 2021/2139 della Commissione del 4 giugno 2021) che stabiliscono le condizioni in base alle quali un'attività economica si qualifica come un contributo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici (Annex 1) o all'adattamento ai cambiamenti climatici (Annex 2) e per determinare se tale attività economica non causi danni significativi ad alcuno degli altri obiettivi ambientali.
- Decreto legge 16 luglio 2020, n. 76, recante misure urgenti per la semplificazione e l'innovazione digitale («Decreto semplificazioni»), convertito con legge 11/09/2020 n.120.
- Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 giugno 2021 che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il regolamento (CE) n. 401/2009 e il regolamento (UE) 2018/1999 («Normativa europea sul clima»).
- Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la Direttiva 2004/109/CE, la Direttiva 2006/43/CE e la Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità.
- Codice di corporate governance approvato nel 2020 dal Comitato di Corporate Governance.

ni apicali aziendali non si possono sottrarre, in quanto su di essi ricade, fra l'altro, un obbligo di informativa trasparente, affidabile ed esaustiva per dar modo agli stakeholder di valutare l'opportunità e/o la convenienza a intrattenere rapporti con l'azienda stessa.

Dai vertici aziendali tale responsabilità si estende anche al management e quindi alle funzioni direttive aziendali. Per far sì che questo avvenga in maniera efficace, la *politica di remunerazione* svolge una funzione cruciale nell'indirizzare azioni e decisioni aziendali del management verso lo sviluppo sostenibile, assegnando obiettivi di medio-lungo termine riferiti anche a misure non puramente finanziarie. Se l'importanza del ruolo della politica di remunerazione è espressamente riconosciuto dalle normative e dalle regolamentazioni vigenti, non ultimo il Codice di Corporate Governance che vi dedica un'apposita sezione, la Directive CSRD chiede parimenti di indicare se l'azienda ha una politica in termini di incentivi offerti ai membri degli organi direzionali apicali (per esempio, amministratori esecutivi e dirigenti strategici) che sono collegati alle tematiche di sostenibilità, chiedendo altresì di rappresentare queste informazioni in modo chiaro ed esauriente nella, ove prevista, relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti. Da ultimo corre l'obbligo di segnalare l'importanza del *Long Term Incentive* e della quota differita del *Short Term Incentive*, in quanto funzionali a un corretto indirizzamento di scelte e azioni aziendali verso uno sviluppo sostenibile che necessariamente si traduce lungo un percorso di non breve periodo.

Sempre in tema di implicazioni riguardanti la governance aziendale, è il caso di soffermarsi sul fatto che il consiglio di amministrazione è responsabile del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (di seguito, SCIGR), della cui messa in atto sono responsabili gli amministratori esecutivi, mentre la valutazione circa l'efficacia e il funzionamento dello stesso è un'incombenza dell'intero consiglio d'amministrazione, coadiuvato dall'organo endoconsiliare – ove esistente – denominato Comitato Controllo Rischi, mentre il collegio sindacale ne assicura il monitoraggio. In merito al SCIGR la Directive CSRD chiede di fornire informazioni sul sistema di controllo interno e di gestione dei rischi di un'impresa in relazione al processo di rendicontazione di sostenibilità e quindi la valutazione annuale del SCIGR da parte del consiglio di amministrazione, necessariamente, investe anche i temi inerenti la sostenibilità.

SUSTAINABILITY REPORTING AND PLANNING

Il *set informativo in materia di sostenibilità* indicato dalla Directive CSRD⁵ è decisamente ampio e riguarda:

- la descrizione del modello di business e della strategia dell'impresa, tra cui:

- la resilienza del modello di business e della strategia dell'impresa ai rischi legati alla sostenibilità;
- le opportunità per l'impresa in materia di sostenibilità;

- i piani dell'impresa, per garantire che il proprio modello di business e la propria strategia siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile, dando evidenza dei progressi realizzati nel conseguimento degli stessi unitamente a una dichiarazione che attesti se gli obiettivi relativi ai fattori ambientali sono basati su prove scientifiche conclusive;

- come il modello di business e la strategia dell'impresa tengono conto degli interessi degli stakeholder dell'impresa e degli impatti dell'impresa sulle questioni di sostenibilità;

- come è stata attuata la strategia dell'impresa in materia di sostenibilità;

- la descrizione degli obiettivi temporali in materia di sostenibilità fissati dall'impresa;

- la descrizione del ruolo degli organi di amministrazione, di gestione e di vigilanza in materia di sostenibilità, nonché delle loro competenze e capacità di svolgere tale ruolo o dell'accesso a tali competenze e capacità;

- la descrizione delle politiche dell'impresa in materia di sostenibilità;

- le informazioni sull'esistenza di sistemi di incentivazione per i membri degli organi di amministrazione, di gestione e di vigilanza collegati alle questioni di sostenibilità;

- la descrizione di:

- il processo di *due diligence* attuato dall'impresa in relazione ai temi di sostenibilità;

- i principali impatti negativi effettivi o potenziali connessi alle operazioni dell'impresa e alla sua *value chain*, compresi i suoi prodotti e servizi, le sue relazioni commerciali e la sua *supply chain*;

- qualsiasi azione intrapresa dall'impresa e il risultato di tali azioni per prevenire, attenuare, correggere o porre fine agli impatti negativi effettivi o potenziali;

- la descrizione dei principali rischi per l'impresa connessi alle questioni di sostenibilità e il modo in cui l'impresa gestisce tali rischi;

- gli indicatori rilevanti per le informazioni di cui ai punti precedenti.

Come si può notare, le informazioni richieste sono di natura consuntiva – come tipicamente già avviene nell'ambito della Dichiarazione non finanziaria – ma anche di natura prospettica in materia di politiche, piani, obiettivi (il cosiddetto *Sustainability Plan*), azioni correttive e di mitigazione dei principali, ove esistenti, impatti negativi in relazione ai quali va fornita una *disclosure*. In chiave prospettica l'azienda dovrebbe quindi produr-

re informazioni sulla propria strategia aziendale e sulla capacità di resilienza del proprio modello di business ai rischi legati alla sostenibilità, oltre a rendere noti eventuali piani e obiettivi per garantire che il proprio modello di business e la propria strategia siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile.

È il caso di osservare che solo le entità, peraltro numericamente crescenti, ricadenti nel perimetro d'adozione della Directive CSRD saranno chiamate a fornire questa informativa, con semplificazioni e deroghe per le entità minori. Ne discende che potranno sussistere situazioni a *diversa velocità e intensità di reporting*⁶, dato che le aziende escluse dall'ambito della Directive CSRD potranno non condividere questo sforzo informativo. Questo almeno in prima battuta, dato che la necessità di accedere al mercato dei capitali (come si dirà nel prosieguo) imporrà comunque a ogni azienda uno sforzo di misurazione e reportistica di sostenibilità.

TAXONOMY E GREENWASHING

Uno dei temi di maggiore rilevanza per le imprese è come, dall'esterno, sia possibile valutare in modo oggettivo l'attendibilità del reporting di sostenibilità.

Come si vedrà nel prossimo paragrafo, il mercato dei capitali si sta progressivamente muovendo verso la profilazione dei rischi ESG ai fini dell'erogazione del credito, a prescindere dal fatto che la controparte aziendale sia tenuta o meno a produrre un reporting di sostenibilità. Ne discende che anche chi non fosse normativamente costretto a produrre un reporting di sostenibilità, potrebbe trovarsi nelle condizioni di doverlo comunque elaborare per interloquire con il mercato dei capitali.

Infatti, nel momento in cui vengono collocate obbligazioni, erogati finanziamenti, concesse garanzie e perfezionate le connesse attività di due diligence, occorre che le informazioni fornite siano oggettivamente riscontrabili e non frutto di mere asserzioni cui non fanno seguito evidenze fattuali.

Vi è quindi l'esigenza di contrastare il *greenwashing*⁷ e la *Taxonomy Regulation*⁸ mira proprio a questo obiettivo in funzione dell'interlocuzione con gli stakeholder, fra cui i mercati finanziari.

In base alla Taxonomy, un'attività economica è sostenibile (ovvero *green*) se rispetta quattro condizioni:

- contribuisce in modo sostanziale a uno o più dei sei *obiettivi ambientali*, ossia:
 - mitigazione dei cambiamenti climatici;
 - adattamento ai cambiamenti climatici;
 - uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine;
 - transizione verso l'economia circolare;
 - prevenzione e riduzione dell'inquinamento;
 - protezione e ripristino di biodiversità ed ecosistemi;

- non lede (*do no significant harm*, DNSH) nessuno degli altri obiettivi ambientali (art. 17 della «Taxonomy Regulation»);
- è in linea con i requisiti tecnici stabiliti negli *Atti delegati*⁹ per ciascun obiettivo ambientale, che definiscono le condizioni di performance affinché la singola iniziativa contribuisca in modo sostanziale ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali e rispetti il principio DNSH nei confronti degli altri;
- presenta requisiti minimi di salvaguardia costituiti da procedure adottate dalle imprese per garantire nello svolgimento dell'attività il rispetto delle linee guida OCSE per le imprese multinazionali e dei Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, inclusi i principi e i diritti stabiliti dalle otto convenzioni fondamentali individuate nella dichiarazione dell'*International Labour Organization* sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro e dalla Carta internazionale dei diritti dell'uomo.

Prima di passare a esaminare il ruolo centrale svolto dal mercato dei capitali nell'accompagnare le imprese verso questo processo di transizione verso uno sviluppo sostenibile, è importante sottolineare come le regole appena indicate mirino a facilitare la riconoscibilità di iniziative e investimenti sostenibili per poterne favorire l'accesso alle fonti di finanziamento, creditizie o di mercato.

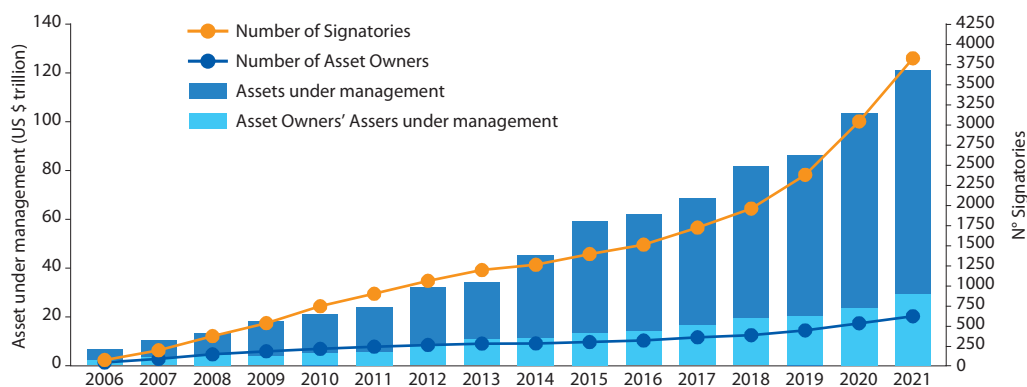
IMPLICAZIONI SUL RAPPORTO CON IL MERCATO DEI CAPITALI

Il mercato dei capitali sta subendo un'importante trasformazione per via soprattutto degli enti regolatori che intervengono con riguardo ai temi di sostenibilità nell'alveo delle indicazioni dell'Action plan europeo (2018) e dello EU Green Deal 2019, i quali «vista l'insufficienza dei fondi pubblici» mirano a «colmare il deficit di finanziamento mediante la mobilitazione di capitali privati». Come già accennato, il percorso di *transizione verso un'economia eco-sostenibile* è un processo *policy-driven*, dove agli intermediari finanziari viene chiesto di integrare i fattori ESG nella loro operatività, in particolare:

- abbandonando la *visione a breve termine nei mercati dei capitali* e sviluppando capacità di analisi di scenario circa la misurazione del rischio di credito associato alle controparti aziendali, dato che i rischi associati ai cambiamenti climatici non si manifestano nel breve periodo;
- integrando la *sostenibilità nei requisiti prudenziali* con derivante generalizzato impatto sull'accesso al credito da parte delle aziende stesse.

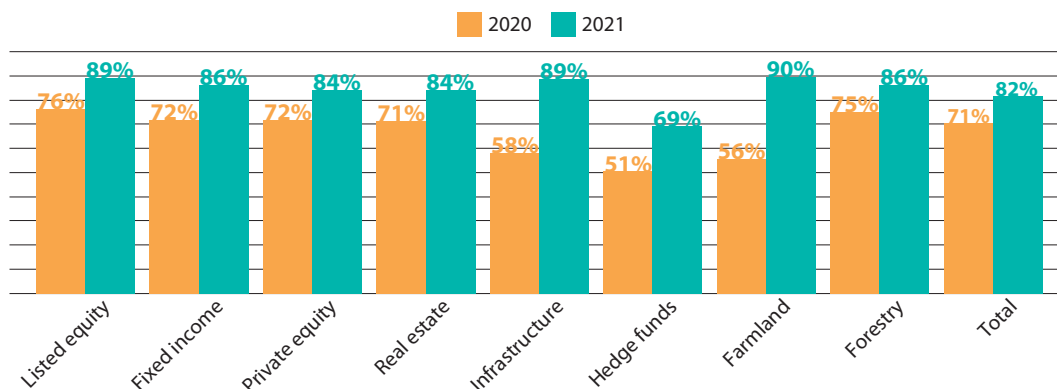
I mercati creditizi e finanziari rappresentano infatti un'infrastruttura fondamentale delle economie moderne e sono i meccanismi attraverso i quali il risparmio

FIGURA 1 | ANDAMENTO DEL NUMERO DEGLI ADERENTI A PRI E DELL'ASSET UNDER MANAGEMENT (2006-2021)



Fonte: PRI Annual Report 2021.

FIGURA 2 | PERCENTUALE DI ASSET OWNERS ADERENTI A PRI CHE INCLUDONO TEMI ESG NEI PROCESSI DI SELEZIONE E MONITORAGGIO



Fonte: PRI Annual Report 2021.

può e deve essere convogliato verso le realtà aziendali più meritevoli. Tale merito è già da tempo, e lo diverrà ancora di più, non solo misurato in termini di profittabilità e di generazione di cassa ma anche come attenzione alle tematiche ambientali, sociali e di governance.

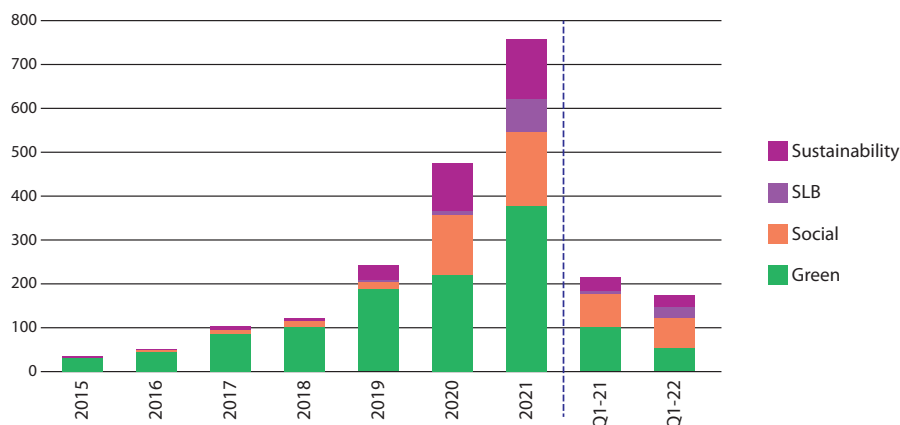
In effetti, i dati a disposizione e alcuni recenti interventi da parte dei Regolatori creditizi indicano una crescente sensibilità del mondo degli investitori verso il conseguimento di obiettivi ESG.

Partendo dai dati relativi ai mercati finanziari, l'*Annual Report 2021* pubblicato da PRI (*Principles for Responsible Investments*) indica che il numero delle istituzioni aderenti al programma è costantemente cresciuto tra il 2006 e il 2021 e che l'82 per cento di essi include esplicitamente temi ESG nei processi di selezione e monitoring dei propri asset manager (Figure 1 e 2).

Anche i mercati obbligazionari e gli investitori *fixed income* hanno progressivamente abbracciato logiche ESG nei propri processi di investimento¹⁰. Alla fine del primo trimestre 2022, l'ammontare emesso di Green & Sustainable bonds ha raggiunto il livello record di 1,89 trilioni di euro-equivalent, un aumento del 10 per cento rispetto ai valori di fine 2021. Per quanto l'andamento recente dei tassi di inflazione e dei tassi di interesse abbia creato condizioni meno favorevoli alle emissioni obbligazionarie sui mercati primari, il segmento dei Sustainability-linked bonds (SLB) ha mostrato una significativa resilienza a condizioni di mercato avverse con un importo di emissioni pari a 24 miliardi di euro-equivalent, triplicato tra il Q1 21 e il Q1 22 (Figura 3).

Sul fronte del sistema bancario, la sensibilità verso i temi ESG sembra essere ancora quantitativamente meno rilevante rispetto a quanto registrato sui mer-

FIGURA 3 | EMISSIONI DI GREEN&SUSTAINABLE BONDS (IN MILIARDI DI EURO EQUIVALENTE)



Fonte: Natixis (2022).

cati finanziari. Nei risultati dell'esercizio di stress test sul sistema bancario dell'Unione europea condotto nel 2022¹¹, la BCE ha infatti evidenziato che circa il 59 per cento delle banche non è ancora preparato a misurare rischi di cambiamento climatico nei propri scenari di stress test.

Inoltre, il 62% delle banche oggetto dell'esercizio di stress test dichiara di non essere pronta o di esserlo solo nei prossimi uno/cinque anni a introdurre stress test per la misurazione degli impatti del *physical climate risk* (*transition climate risk*).

Tuttavia, i regolatori nazionali e sovranazionali hanno in diverse occasioni emesso raccomandazioni nei confronti delle banche vigilate¹²: i *regulators*, infatti, richiedono alle istituzioni finanziarie che il loro sistema di governance, a partire dal modello di business fino ad arrivare agli assetti organizzativi, ai processi operativi e alla gestione dei rischi di credito, di mercato e operativi, venga orientato a considerare i rischi ESG.

Le implicazioni per le banche sono facilmente prevedibili e si sostanziano in un ripensamento delle modalità di misurazione del rischio di credito dei clienti in relazione anche ai fattori ESG, adeguando eventualmente anche i fattori di ponderazione ai fini degli assorbimenti patrimoniali.

Questo significa che qualsiasi realtà aziendale intenda ricorrere al debito bancario o, in generale, rivolgersi al mercato dei capitali non potrà sottrarsi alla valutazione dei propri profili ESG.

Non sorprende quindi che le banche stiano cominciando a muoversi nella raccolta di informazioni presso la propria clientela in ambito sostenibilità e a strutturare appositi strumenti finanziari. A oggi, alcuni fra i primi passi consistono in:

- predisposizione di questionari attraverso i quali raccogliere informazioni in funzione di un loro possibile

utilizzo ai fini della profilazione del rischio e conseguente assegnazione di un rating creditizio che tenga conto anche dei fattori ESG¹³. Tali questionari combinano domande di tipo qualitativo in relazione alle tre dimensioni ESG, con una richiesta di dati quantitativi, in particolare con riferimento ai temi ambientali (per esempio, emissioni GHG). Le domande dei questionari spesso si focalizzano sulla presenza di *strategie o piani a lungo termine per conseguire obiettivi ESG* e l'esistenza di *analisi dei rischi associati ai temi ESG*. Ancorché le risposte a queste domande certo non siano di facile traduzione in un rating creditizio¹³, rappresentano comunque un primo passo che da un lato sensibilizza gli operatori di mercato e dall'altro si muove in coerenza con la Directive CSRD, in quanto si pone l'enfasi in chiave prospettica su strategie, piani e target da raggiungere, nonché sull'analisi interna dei rischi e quindi sull'importanza dei processi di due diligence;

- definizione di convenzioni e linee di credito finalizzate a finanziare iniziative *green* di operatori che non hanno mezzi o capacità per collocare emissioni obbligazionarie *green* o Sustainability-Linked Bond sul mercato, ma che possono accedere, per esempio, alle apposite garanzie a supporto fornite dall'articolo 64 del «Decreto semplificazioni».

CONCLUSIONI

Alla luce di quanto descritto, è evidente che a fronte dell'azione degli enti regolatori, dell'evoluzione del mercato dei capitali e, in generale, delle pressioni degli stakeholder si genera un rilevante e pervasivo impatto sulla generalità delle aziende e non solo su una ristretta cerchia delle stesse.

In particolare, si generano effetti dirompenti esternamente (normative e regolamenti, mercato dei capitali,

orientamento degli stakeholder) e internamente (governance aziendale, sistema di gestione dei rischi, sistemi di pianificazione e controllo) all'azienda e, pertanto, sulla capacità delle stesse di creare valore in modo sostenibile nel tempo.

Da ultimo, è il caso di ricordare che essendo il processo di transizione verso un'economia sostenibile

fortemente *policy-driven* vi è il rischio che esso possa essere vissuto in chiave di mero adempimento di norme e regole. Un simile approccio non gioverebbe a questo processo di transizione che, viceversa, avrebbe più successo ove il valore della sostenibilità fosse permeato nella cultura d'impresa e conseguentemente agito nell'operatività aziendale.

¹ M. Dallochio, «Finanza Sostenibile. Perché deve cambiare», in *Economia&Management*, n.3/2022.

² E questo, eventualmente, anche assumendo la veste di società benefit, ossia entità che allo scopo di lucro statutariamente associano il perseguimento di una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori, ambiente e altri portatori di interesse. Tali realtà devono produrre un rapporto di impatto annuale che descrive le attività finalizzate alla creazione di un beneficio comune.

³ Nonché integrata dalla Dichiarazione non finanziaria ai sensi del D. lgs. 254/16 (rif. Art. 19 bis e 29 bis della Directive 2013/34/EU).

⁴ Adozione del Parlamento e del Consiglio europeo della Proposal formulata dalla Commissione europea nell'aprile 2021. Una situazione analoga può essere rappresentata dall'adozione di IAS/IFRS e Italian GAAP da aziende di uno stesso Paese.

⁵ Il nuovo reporting di sostenibilità comincerà a prendere vita già a partire dall'esercizio 2024 in sede di sua pubblicazione a inizio 2025 per le grandi imprese già soggette alla rendicontazione non finanziaria (DNF) per poi progressivamente estendersi a un più ampio numero di aziende.

⁶ Una situazione analoga può essere rappresentata dall'adozione di IAS/IFRS e Italian GAAP da aziende di uno stesso Paese.

⁷ Informativa ingannevole o fuorviante diffusa al pubblico per avvalorare un'immagine di organizzazione responsabile dal punto di vista ambientale.

⁸ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 giugno 2020, che istituisce il quadro di riferimento per agevolare gli investimenti sostenibili («Taxonomy Regulation») e relativi allegati tecnici che stabiliscono le condizioni in base alle quali un'attività economica si qualifica come un contributo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici (Annex 1) o all'adattamento ai cambiamenti climatici (Annex 2) e per determinare se tale attività economica non causi danni significativi ad alcuno degli altri obiettivi ambientali.

⁹ Per i primi due obiettivi sono stati emessi nel 2021 gli Atti delegati contenenti le istruzioni operative, mentre per gli altri obiettivi ad aprile 2023 sono state pubblicate le bozze dei regolamenti.

¹⁰ Si veda F. Pippo, A. Talamini, «La creazione di valore tramite strumenti di debito sostenibile», in *Economia&Management*, 3/2022 e «Natixis CIB», Green Bonds Review, aprile 2022. Nel report la distinzione è tra green, social e sustainability bonds e sustainability-linked bonds (SLB). Le prime tre categorie identificano emissioni obbligazionarie i cui proventi vengono destinati esclusivamente al finanziamento di progetti compatibili con obiettivi ambientali (green), sociali e di sviluppo sociale (social) o di sostenibilità (sustainability). I SLB, per contro, sono obbligazioni il cui ricavato finanzia l'azienda nella sua globalità ma il cui rendimento viene incrementato in caso di mancato raggiungimento di predefiniti livelli di key performance indicators (KPI) riferibili a obiettivi ESG.

¹¹ European Central Bank, 2022 Climate risk stress test, www.bankingsupervision.europa.eu

¹² Si vedano, tra gli altri, Bank of International Settlements, Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks, 2022 e, per quanto attiene all'Italia, Banca d'Italia, Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali, 2021.

¹³ Sul tema dei rating ESG si veda M. Calcaterra, «Rating ESG e di credito per la valutazione del rischio integrato», in *Economia&Management* 3/2022 e G. Anselmi, G. Petrella, «Il rating ESG: dinamica temporale e spaziale, divergenze di opinioni tra provider ed effetti sui rendimenti azionari», in La regolamentazione finanziaria, problemi aperti. Osservatorio Monetario 2/2022, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano.

¹⁴ E non potrebbe essere altrimenti dato che, da un lato mancano ancora standard di reporting univoci e, dall'altro l'aggiornamento della normativa in materia di assorbimenti patrimoniali è in divenire.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Banca d'Italia, Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali, 2021.

Bank of International Settlements, Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks, 2022.

Calcaterra, M., «Rating ESG e di credito per la valutazione del rischio integrato», *Economia&Management*, 3/2022.

European Central Bank, 2022 Climate risk stress test, www.bankingsupervision.europa.eu

Natixis CIB, Green Bonds Review, aprile 2022.

Sardà, R. e Pogutz S., Corporate Sustainability in the 21st Century, London, Taylor and Francis, 2019.

IN SINTESI

- La transizione ESG implica rivoluzioni importanti a vari livelli: mercato dei capitali, rapporto con gli stakeholder, governance aziendale.
- Occorre evitare che il processo si esaurisca in un insieme astratto di norme e regole, facendo della sostenibilità un valore intrinseco della cultura d'impresa di ciascuna azienda.