

LE NUOVE LEGGI CIVILI COMMENTATE

RIVISTA BIMESTRALE
ANNO XLV

a cura di
GIORGIO CIAN
ALBERTO MAFFEI ALBERTI

5/2022

> edicolaprofessionale.com/NLC

Direzione:

G. Balena, M. Campobasso, M. Cian, G. De Cristofaro,
M. De Cristofaro, F. Delfini, G. Guerrieri, M. Meli,
S. Menchini, E. Minervini, S. Pagliantini, D. Sarti

Redattore capo:

A. Finessi

Il contratto di logistica (art. 1, comma 819°, l. n. 234/21)

Consenso al trattamento dei dati personali e *dark patterns*

Le estrazioni di testo e di dati

**Promozione dell'energia rinnovabile e regolazione
del mercato elettrico (d.lgs. n. 199/21 e n. 210/21)**

**Mutui (ai consumatori) e *leasing* (ai professionisti)
indicizzati a una valuta straniera**

***Climate change* e vigilanza prudenziale**

La pagina web societaria

Danno causato dagli amministratori e c.c.i.i.

**Disciplina dell'adozione in casi particolari
(Corte cost. n. 79/2022)**

L'Attribuzione del cognome paterno (Corte cost. 131/2022)

L'azione inibitoria nella dir. 2020/1828/UE



Wolters Kluwer

FEDERICO RIGANTI (*)
Ricercatore nell'Università di Torino

CLIMATE CHANGE E VIGILANZA PRUDENZIALE: QUESTIONE DI (SEMPLICI) “ASPETTATIVE”?

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Obiettivo dello scritto. – 3. Questioni preliminari. – 4. Inquadramento. – 4.1. Sviluppo, finanza e successo sostenibile. – 5. Profilazione storica e *framework* normativo. – 6. “*Tirare le somme*”: l’attenzione al *Climate Change*. – 6.1. *Segue*: e la sua rilevanza per la Vigilanza prudenziale. – 7. Ambiente e Banca d’Italia: le “*Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*” tra forma e sostanza. – 7.1. *Segue*: i dati. – 7.2. *Segue*: le “*Aspettative*”: analisi e criticità. – 8. Conclusioni.

1. *Premessa.*

Nel corso degli ultimi tempi, chi scrive ha avuto la possibilità di affrontare il tema della sostenibilità non finanziaria soffermandosi principalmente sul “problema aperto” dei costi transattivi della transizione e, di conseguenza, sulla necessità di addivenire ad un’architettura regolamentare capace di non riversare indebitamente sui “privati” costi essenzialmente riconnessi ad esigenze (almeno in prima battuta) di natura “pubblicistica”.

Il percorso di ricerca intrapreso ha messo in evidenza, *inter alia*, un elemento importante: nella materia in esame, e così nella (supposta) “spartizione” tra dimensione pubblica ed iniziativa privata, l’azione delle autorità di vigilanza e, tra queste, della Banca Centrale Europea e della Banca d’Italia, gioca un ruolo dirimente.

In tal senso, lo studio della sostenibilità non finanziaria prende dunque agilmente anche le forme di studio, rinnovato, delle *authorities* di settore e, quindi, dei rispettivi impegni nel percorso di cambiamento climatico che ci attende.

Volendo in questa sede concentrarsi, in via esclusiva, innanzitutto sulla dimensione interna della questione, si ritiene pertanto necessario focalizzare lo scritto sul lavoro svolto, in merito, da “*Bankitalia*”, lo stesso risul-

(*) Contributo pubblicato previo parere favorevole di un componente del *Comitato scientifico*.

tando caratterizzato da elementi di pregio – ma anche da criticità – di primo spessore teorico ed operativo.

2. *Obiettivo dello scritto.*

In un momento storico, quale quello attuale, caratterizzato da crisi, incertezza e confusione⁽¹⁾, oltreché da una sempre più diffusa (ed incomprendibile) avversione verso la scienza e i suoi risultati, un dato appare chiaro: il cambiamento climatico è emergenza da affrontare con massima rapidità, dallo stesso dipendendo il futuro – più o meno – (in)sostenibile della collettività.

Se, per un verso, l'identificazione del problema è, oramai, cosa (quasi del tutto) assodata, per l'altro verso meno “scontati” sono i rimedi allo stesso proponibili. Rimedi tra i quali, oggigiorno, si annoverano non solo strumenti “tecnico-scientifici”, bensì anche soluzioni di stampo giuridico, secondo quell'approccio olistico che, tenendo conto del necessario dialogo tra discipline, mira a predisporre una risposta adeguata alla domanda di rinnovamento (non solo ambientale) a tutti noi rivolta.

In un tale contesto, come è noto, diversi e tra loro distinti sono i profili che, nell'“ecosistema” disegnato dalle molteplici (e, spesso, tra loro non perfettamente uniformi) fonti del diritto, meritano specifico approfondimento. Come anticipato, uno di questi pare, a chi scrive, particolarmente interessante e riguarda l'attenzione che, sotto un punto di vista pubblicitario e di vigilanza, la Banca di Italia pone oggi al problema in oggetto.

Proprio di tale tematica intende pertanto trattare questo scritto che, in particolare nelle recenti “*Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*” dell'Autorità di settore – autorità che, si ricordi, come detto della transizione sostenibile è uno degli attori principali, forse fin quasi sconfiggendo al di fuori della propria *mission* –, trova l'oggetto del proprio interesse, nonché un profilo di massima attenzione.

3. *Questioni preliminari.*

Il tema in esame necessita di un più ampio inquadramento preliminare che sia capace di fare percepire la complessità della materia e, conseguen-

⁽¹⁾ In tema si veda CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, p. 241 ss. Nonché AA. VV., *Sistema produttivo e finanziario post COVID-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, in MALVAGNA e SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), Pisa, 2021, reperibile al seguente link: <https://www.pacinieditore.it/wp-content/uploads/2021/01/MALVAGNA-SCIARRONE.pdf>.

temente, di “*rendere onore*” inizialmente agli sforzi (a dire il vero, notevoli) della Banca d’Italia in relazione ai profili in oggetto.

Tale inquadramento, in particolare, deve pertanto soffermarsi su di una (senza dubbio insidiosa) ricostruzione del *framework* normativo di riferimento, cui deve fare da preludio una sintetica analisi ricostruttiva della “*fattispecie*” sostenibilità (non finanziaria), letta tanto nella sua evoluzione storica, quanto nella sua puntualizzazione terminologica.

4. *Inquadramento.*

La sostenibilità non finanziaria riveste, come anticipato, particolare importanza teorica e rilevanza pratica

Per quanto attiene al profilo teorico, il tema è infatti oggetto di ampi e approfonditi interventi dottrinali⁽²⁾ che indagano gli estremi costitutivi della materia in questione, in particolare mettendone in evidenza la necessaria correlazione alla realizzazione, su di un orizzonte di medio-lungo periodo, di obiettivi ambientali, sociali e di *governance* (c.d. “ESG”), che necessariamente e sempre di più dovranno dialogare con il “classico” fine lucrativo.

Con riferimento, invece, al profilo operativo, la sostenibilità (non finanziaria) introduce nuovi parametri di riferimento e altrettanto aggiornati paradigmi comportamentali, particolarmente rilevanti all’interno dei settori finanziario, bancario e assicurativo.

In via preliminare, e al di là delle considerazioni che seguono, va evidenziato che i discorsi in merito al tema qui in esame devono affrontare, innanzitutto, una questione terminologica, e ciò poiché sebbene il termine in oggetto (*i.e.* sostenibilità non finanziaria) sia entrato, a pieno regime, nel “*nuovo lessico comune*”, lo stesso non trova ancora, ad oggi, univoca definizione.

Se infatti, per un verso, l’accezione più citata della locuzione pare essere ricollegata a quella utilizzata dalle Nazioni Unite nel “*Report of*

(2) Per un approfondimento sul tema, si vedano, *ex multis* e di recente, BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 1 ss.; MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, *ivi*, 2021, p. 1350 ss.; MONTALENTI, *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *Corporate Governance*, 2022; QUAGLIA, MASTROIANNI, DONATO, CERUTI, *Rischi finanziari legati al clima: una prospettiva sulle misure prudenziali europee*, in *www.dirittobancario.it* del 4 febbraio 2021; ROLLI, *Dalla Corporate Social Responsibility alla Sustainability, alla Environmental, Social and Governance (ESG)*, *ibidem*; STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 16 ss. In argomento si veda anche RIOLFO, *La “visione” europea di impresa “sostenibile”: mito o realtà?*, in *Contr. impr.*, 2021, p. 533 ss.

the World Commission on Environment and Development: Our Common Future” – ai sensi della quale, più in generale, lo sviluppo sostenibile è inteso come capacità di addivenire ad un progresso “*that it meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*” –, per l’altro verso è necessario evidenziare l’impatto che i settori vigilati hanno assunto nella materia in oggetto e nel relativo significato, con conseguente e progressiva riformulazione del tema, anche e soprattutto con riferimento ai relativi estremi terminologici.

Quanto in ultimo annotato segna, in particolare, un progressivo cambiamento dei tratti caratterizzanti della materia in analisi, che da “*semplice*” enunciato di principio, di carattere innanzitutto politico e vago, giunge oggi ad occuparsi di temi più concreti e “*positivi*”, quali sono quelli della finanza “verde” e del successo sostenibile.

4.1. *Sviluppo, finanza e successo sostenibile.*

Il punto di partenza dello studio è rappresentato, a ben vedere, dal concetto di “*sviluppo*” sostenibile. Argomento, questo, che, in particolare e così come già evidenziato in sede dottrinale, “*ha da tempo guadagnato la estensione più ampia possibile comprendendo tanto le dimensioni ambientale e sociale quanto quella economica*”⁽³⁾.

Orbene, con riferimento al profilo in oggetto, alcune considerazioni sono utili all’esame che si conduce: in prima battuta, va infatti evidenziato che il termine in questione (sviluppo sostenibile), tanto nella sua declinazione finanziaria quanto in quella non finanziaria, qui di interesse, “*ingloba*”, quasi “*per definizione*”, una prospettiva *long-term* (salvo, ovviamente, che si tratti di un’attività il cui lasso temporale risulti estremamente limitato). Da quanto precede deriva, pertanto e in prima battuta, un forte *imprinting* per la regolamentazione che ci si appresta ad esaminare *infra*, per l’appunto e come noto indirizzata oggi a incentivare politiche di impegno di medio e lungo periodo, fin quasi “*demonizzando*”, di contro, approcci *short-term*.

In seconda battuta, invece, va evidenziato che il “*valore aggiunto*” dello sviluppo per l’appunto sostenibile oggi richiesto alle attività economiche risiede, in verità, non tanto in azioni “positive” quanto forse nel relativo doveroso “*scarso impatto negativo*” – leggasi, esternalità – sui terzi portatori (ma anche no) di interessi e, come tali, direttamente o indirettamente coinvolti dall’attività imprenditoriale.

(3) Cfr. STELLA RICHTER JR, *Long-Termism*, op. cit., p. 29.

Tale ultima nozione di sviluppo – che senza dubbio presuppone un forte senso di responsabilizzazione di matrice fin quasi filosofica ancor prima che giuridica⁽⁴⁾ e che, nella recente modifica dell'art. 41 Cost., ha trovato nuova energia⁽⁵⁾ – è, di fatto, quella sposata in prima battuta dalle norme di seguito indicate ed indirizzate a “bilanciare”, per quanto possibile, le ragioni sociali ed extra-sociali gravitanti attorno all'attività di impresa e, più in generale, a quei flussi di denari che muovono e caratterizzano il mercato dei capitali.

Tralasciando questioni più alte e “*complesse*”, va poi evidenziato che, nel contesto così delineato, riveste rilevanza crescente il concetto, correlato, altrettanto nobile e in piena espansione, della “*finanza sostenibile*” la quale, per precisione, è elemento centrale di una transizione di cui “*qualcuno*” dovrà supportare e sopportare i costi.

In questa ottica, la finanza – rivista e riletta secondo il *trend* qui in discussione – risulta dunque centrale e ciò non solo poiché capace di drenare i capitali necessari al cambiamento, ma anche perché è all'interno dei meandri dei settori vigilati che nasce e si sviluppa l'ultimo tassello del *puzzle* sostenibile e, cioè, la nozione di “*successo sostenibile*”, in questa sede di particolare rilevanza.

Il punto, da chi scrive già affrontato in altra sede, assume massima centralità e diviene chiave di volta di una corretta “*messa a terra*” dei termini qui in discussione: una “*messa a terra*” non priva di criticità, in quanto volta a conciliare ragioni spesso e volentieri contrapposte, secondo un complicato gioco di pesi e contrappesi di fatto – e di diritto – ad oggi imprevedibile e incalcolabile e, dunque, particolarmente complesso, costoso e agilmente “*contestabile*”⁽⁶⁾.

⁽⁴⁾ In argomento si vedano le riflessioni di JONAS, *Il principio responsabilità. Un'etica per la civiltà tecnologica*, Torino, 2009 (prima ed. in lingua originale del 1979). Il profilo è richiamato anche da MAUGERI, *op. cit.*, p. 1351.

⁽⁵⁾ Le modifiche alla costituzione italiana sono state introdotte dalla legge costituzionale 11 febbraio 2022, n. 1 – “*Modifiche agli articoli 9 e 41 della Costituzione in materia di tutela dell'ambiente*”. In argomento si veda, di recente, CERRATO, *Appunti per una “via italiana” all'ESG: l'impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei “nuovi” artt. 9 e 41, comma 3 Cost.)*, in *Ann. giur. econ.*, 2022, 1, pp. 63 ss.

⁽⁶⁾ Sul punto sia consentito il richiamo al mio RIGANTI, *Regolazione del mercato e “fine di lucro”*. *Spunti per una ricerca attualizzata in tema di sostenibilità*, in *Diritto Bancario Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 4 maggio 2022, reperibile al seguente link: <https://www.diritto bancario.it/art/regolazione-del-mercato-e-fine-di-lucro-spunti-per-una-ricerca-attualizzata-in-tema-di-sostenibilita/>.

5. *Profilazione storica e framework normativo.*

La complessità degli elementi in gioco impone, come sopra anticipato, una disamina del contesto storico di riferimento, in questo scorgendosi gli estremi di quelle linee evolutive che hanno progressivamente trasformato la materia in esame, al punto da renderla oggi un vero e proprio “tema operativo” dotato di particolari e profonde conseguenze di sistema.

Senza volersi dilungare eccessivamente sulla questione, va in primo luogo sottolineato che il profilo della sostenibilità non finanziaria, sebbene oggi particolarmente in voga, trova un primo riscontro già negli anni settanta del secolo scorso, nello specifico venendo lo stesso affrontato, inizialmente, nel 1972, in occasione della Conferenza delle Nazioni Unite sull’Ambiente Umano, i cui lavori finali, condensati nella “Dichiarazione di Stoccolma”, hanno con forza delineato la necessità di intervenire positivamente sull’ambiente a beneficio (anche) delle generazioni future.

Un ulteriore passo è stato, poi, quello compiuto in occasione del c.d. “Rapporto Bruntland” del 1987 che definisce lo sviluppo sostenibile come “not a fixed state of harmony, but rather a process of change in which the exploitation of resources, the direction of investments, the orientation of technological development, and institutional change are made consistent with future as well as present needs”.

Venendo a tempi più recenti, tra i vari interventi vanno inoltre annoverati i più noti “Protocollo di Kyoto”, in vigore dal 2005⁽⁷⁾ e “Dichiarazione di Rio” del 2000⁽⁸⁾, oltreché gli “Accordi di Parigi” del 2015, l’“Agenda 2030” delle Nazioni Unite⁽⁹⁾ (che come noto ha fissato 17 Obiettivi e 169 traguardi ad essi associati) e, da ultimo, l’“Accordo di Glasgow”, per contrastare la minaccia del cambiamento climatico.

Al di là di quanto sopra indicato, e venendo così a misure più “mirate”, si rileva poi che negli ultimi anni è stato prodotto, a ben vedere, un ulteriore e “insostenibile” numero di fonti di diversa natura, carattere e portata.

In particolare – oltre al Trattato di Lisbona del 2007⁽¹⁰⁾ – si deve infatti rilevare *inter alia* che tanto la seconda direttiva azionisti del

(7) Adottato nel 1997 dai Paesi aderenti alla Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (c.d. “COP-3”).

(8) Si tratta della Dichiarazione pubblicata nel 2000 dalla neonata Conferenza delle Nazioni Unite sull’Ambiente e lo Sviluppo, avente tra i suoi firmatari anche l’Italia e l’Unione europea. Le sue riunioni sono anche definite “COP”.

(9) Trattasi della Risoluzione adottata dall’Assemblea Generale delle Nazioni Unite il 25 settembre 2015 “Trasformare il nostro mondo: l’Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile”.

(10) Con cui si inserisce nel contesto eurounitario l’art. 10A, il quale codifica, tra gli obiettivi dell’Unione Europea, quello di “favorire lo sviluppo sostenibile dei paesi in via di

2018⁽¹¹⁾ quanto, in particolare, la direttiva sulle “*Informazioni non finanziarie*” (DNF) del 2014⁽¹²⁾ – ndr. si veda, tra l’altro, il recentissimo rapporto Consob relativo all’anno 2021 sull’informativa non finanziaria delle società quotate italiane⁽¹³⁾ – prestano particolare attenzione ai profili qui in esame, nello specifico chiedendo (quest’ultima norma) a taluni operatori di includere “*nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell’andamento dell’impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell’impatto della sua attività*” (cfr. art. 1, recante sul punto modifiche alla dir. 2013/34/UE).

È su questo “*zoccolo duro*” che si innestano, successivamente, altri interventi cruciali del *framework* europeo in tema di sostenibilità non finanziaria e, cioè – e volendosi (e dovendosi già solo per ragioni di spazio) limitare ai principali – (i) il “*Regolamento sull’Informativa di Sostenibilità dei Servizi Finanziari*” (c.d. “*SFDR*”)⁽¹⁴⁾, che tra le altre previsioni definisce il “*rischio di sostenibilità*” come “*un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore dell’investimento, come specificato nella legislazione settoriale*” e (ii) il “*Regolamento relativo all’istituzione di un quadro che favorisce*

sviluppo sul piano economico, sociale e ambientale, con l’obiettivo primo di eliminare la povertà”.

⁽¹¹⁾ Il riferimento è alla direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti, recepita in Italia con il decreto legislativo 14 luglio 2020, n. 84 – “*Attuazione dell’articolo 7 della legge 4 ottobre 2019, n. 117, per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti e la disciplina del sistema di governo societario*”. Quest’ultima direttiva, *inter alia*, al 14° *considerando*, afferma che “*un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse*”. Infatti, il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario “*rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite*”.

⁽¹²⁾ Si tratta della direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, 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. La direttiva è stata recepita in Italia con il decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254.

⁽¹³⁾ Qui reperibile: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/report-dnf>.

⁽¹⁴⁾ Si tratta del regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

gli investimenti sostenibili” (c.d. “Tassonomia”)⁽¹⁵⁾, del 2020, che focalizza l’attenzione sul tema della sostenibilità ambientale. Norme queste, come noto poi completate strada facendo dai relativi atti delegati.

Quanto precede, si noti, è tuttavia solo un “*assaggio*” del *mare magnum* della regolamentazione in punto sostenibilità non finanziaria.

Infatti – e al di là di interventi più specifici quali sono quelli che da agosto 2022 impattano direttamente sulle regole delegate dettate in tema Mifid⁽¹⁶⁾, AIFMD⁽¹⁷⁾, Solvency⁽¹⁸⁾, IDD⁽¹⁹⁾, e UCITS, e senza volersi qui soffermare anche su altre questioni relative alla normativa di altro livello⁽²⁰⁾, a posizioni istituzionali in *fieri* o addirittura a questioni “distinte” ma centrali quali sono quelle che vedono la sostenibilità non finanziaria dialogare direttamente con i c.d. codici di *Stewardship* – in questa sede vanno doverosamente ricordate altresì quelle proposte di direttive che, nel complesso, rischiano di comportare un certo stravolgimento al tipico modo di esercitare l’attività imprenditoriale: il riferimento è, come noto, (i) alla proposta di direttiva “*on Corporate Sustainability Due Diligence*” (c.d. “CSDDD”), del 23 febbraio 2022, con cui – anche sull’onda lunga della risoluzione del Parlamento Europeo in tema di dovere di diligenza e responsabilità delle imprese del 10 marzo 2021 – si è inteso preparare le società a gestire i rischi legati al fattore sociale ed attrarre investimenti sostenibili; nonché (ii) alla proposta di direttiva “*on Corporate Sustainabi-*

⁽¹⁵⁾ Si tratta del noto Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del Regolamento (UE) 2019/2088.

⁽¹⁶⁾ Cfr. il Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il Regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l’integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

⁽¹⁷⁾ Cfr. il Regolamento delegato (UE) 2021/1255 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui i gestori di fondi di investimento alternativi debbono tenere conto.

⁽¹⁸⁾ Cfr. il Regolamento delegato (UE) 2021/1256 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il Regolamento delegato (UE) 2015/35 per quanto riguarda l’integrazione dei rischi di sostenibilità nella *governance* delle imprese di assicurazione e di riassicurazione.

⁽¹⁹⁾ Cfr. Regolamento delegato (UE) 2021/1257 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica i Regolamenti delegati (UE) 2017/2358 e (UE) 2017/2359 per quanto riguarda l’integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità nei requisiti in materia di controllo e di governo del prodotto per le imprese di assicurazione e i distributori di prodotti assicurativi e nelle norme di comportamento e nella consulenza in materia di investimenti per i prodotti di investimento assicurativi.

⁽²⁰⁾ Quali ad esempio quelle relative al grado di dettaglio degli RTS e alla posizione delle autorità indipendenti ESAs in merito ai profili ora in esame.

lity Reporting Directive” (c.d. “CSRD”), del 21 aprile 2021, intesa a modificare il profilo delle DNF e ad estendere l’obbligo della rendicontazione non finanziaria a tutte le grandi imprese e, a partire dal 2026, anche alle piccole e medie imprese quotate.

Con tutta evidenza, in un contesto a tal punto “magmatico” e complesso, è chiara l’esigenza (*rectius*: necessità) di focalizzare l’attenzione su alcuni profili specifici della materia. Quello oggetto dell’esame che si conduce è, come anticipato *supra*, il tema della sostenibilità non finanziaria come letta dalla Banca d’Italia tramite le sue “*Aspettative*”.

Profilo, questo, che richiede dunque di indirizzare ora l’attenzione verso il tema del cambiamento climatico, in relazione al quale è utile rilevare preliminarmente quanto segue.

6. “Tirare le somme”: l’attenzione al Climate Change.

Numeri alla mano, e volendo fin da subito “*tirare le somme*” su almeno uno degli argomenti riconducibili alla sostenibilità non finanziaria, è possibile osservare che – allo stato attuale – l’attenzione dei regolatori è, con tutta evidenza, indirizzata con forza al tema della sostenibilità non finanziaria e, all’interno di questo, innanzitutto al profilo del cambiamento climatico (in quanto elemento di rischio).

Sul punto, infatti, va evidenziato che nella complessa architettura normativa e regolamentare poc’anzi delineata, il profilo del *Climate Change* assume un peso specifico maggiore cui corrisponderebbe, in via di principio, una sorta di *favor* nei confronti del fattore “E” dell’ESG.

L’affermazione suggerita trova conferma, in particolare, vuoi nel dato positivo, vuoi sulla base di considerazioni di semplice logica: partendo da queste ultime, è infatti possibile rilevare che il cambiamento climatico, riguardando a prescindere – e a monte – il contesto nel quale verranno ad evolversi questioni sociali e di *governance*, anticipa le stesse, posto che, a ben vedere, le medesime in un contesto climaticamente “*fuori controllo*” sarebbero in via di ipotesi oggetto di due estremi opposti: esasperazione o, nel peggiore dei casi, finanche cancellazione. In altri termini, la questione del clima esula con chiarezza da perimetri meramente scientifici per entrare, con forza, nel campo sociale, economico e giuridico.

La contestualizzazione del *Climate Change* come problema affrontato, con attenzione, dai regolatori, è supportata altresì dagli interventi normativi sopra indicati e in merito ai quali è possibile ancora osservare, tra i tanti profili, quanto segue.

I due “*capisaldi*” della costruzione euro-unitaria in tema di sostenibilità e, cioè, l’SFDR e la Tassonomia, affrontano con attenzione il tema ambientale, di cui delineano alcuni concetti chiave.

Se, infatti, l'SFDR, oltre al profilo del menzionato “*rischio di sostenibilità*” e a una progressivamente centrale distinzione tra investimenti *ex art. 8* ed *ex art. 9*⁽²¹⁾, conferma gli estremi definitori dell’“*investimento sostenibile*” *in primis* (ma, come noto, non in via esclusiva) affrontando la questione dell’ambiente – è, infatti, investimento sostenibile quell’investimento “*in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l’impiego di energia, l’impiego di energie rinnovabili, l’utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l’uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l’impatto sulla biodiversità e l’economia circolare*”⁽²²⁾ – la Tassonomia tutta gravita ad oggi intorno all’ambiente, che diviene dunque elemento chiave della transizione.

In particolare, il reg. UE 2020/852, infatti e pur con tutte le sue attualissime criticità in merito alla corretta portata dello stesso, nello stabilire i criteri per determinare se un’attività economica possa considerarsi “*apprezzabile*”, non solo restringe il campo di indagine al tema degli investimenti ambientalmente sostenibili – come definiti all’art. 3 del Regolamento in commento⁽²³⁾ – ma, anzi, puntualizza gli obiettivi ambientali da perseguire⁽²⁴⁾ e, fermo restando il tema della *disclosure* legato alle DNF, richiama due concetti fondamentali nella materia *de qua*: quello di “*contributo sostan-*

(21) Dovendosi ricordare che, mentre l’art. 8 disciplina il caso di “*prodotto finanziario*” che “*promuove, tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche, a condizione che le imprese in cui gli investimenti sono effettuati rispettino prassi di buona governance*”, l’art. 9 regola il caso di “*prodotto finanziario*” che “*ha come obiettivo investimenti sostenibili*”.

(22) “*O*”, prosegue la definizione “*un investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l’integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali*”.

(23) Ai sensi del quale al fine di stabilire il grado di ecosostenibilità di un investimento, un’attività economica è considerata ecosostenibile se: a) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali di cui all’art. 9, in conformità degli artt. da 10 a 16; b) non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali di cui all’art. 9, in conformità dell’art. 17; c) è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all’art. 18; e d) è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione ai sensi dell’art. 10, par. 3, dell’art. 11, par. 3, dell’art. 12, par. 2, dell’art. 13, par. 2, dell’art. 14, par. 2, o dell’art. 15, par. 2.

(24) E, cioè, ai sensi della norma in commento, *sub art. 9*: a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l’adattamento ai cambiamenti climatici; c) l’uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un’economia circolare;

ziale” (al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali di cui all’art. 9, in conformità degli artt. da 10 a 15) e quello di “*danno significativo*” (agli obiettivi ambientali di cui all’art. 9, in conformità dell’art. 17).

Profili, questi, che inoltre vengono completati, con ampio grado di dettaglio, ad esempio dal c.d. “*Atto Clima*” e, cioè, dal Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione, del 4 giugno 2021, che integra il Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un’attività economica (i) contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all’adattamento ai cambiamenti climatici e (ii) non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale.

Infine, non va dimenticato il dato letterale che pone il fronte ambientale come “primo” dei fattori ESG. Scelta, questa, che ancor più a valle di quanto precede si direbbe essere tutt’altro che casuale. E che, si noti, trova infatti conferma nell’attenzione che le stesse autorità del settore bancario indirizzano al *Climate Change*, nei termini di seguito approfonditi.

6.1. Segue: e la sua rilevanza per la Vigilanza prudenziale.

Quanto al tema in ultimo toccato, si deve evidenziare, in via preliminare, un dato rilevante: quello che vede il “*settore*” bancario muoversi con una certa apprensione – cui senza dubbio corrisponde una progressivamente elevata precisione anche rispetto ad altri settori – in relazione al tema del cambiamento climatico.

Tale affermazione, a ben vedere, trova riscontro innanzitutto sia nelle “*fonti parallele*” che regolano il mercato vigilato in oggetto, sia nella *ratio* sottostante un tale interesse. *Ratio* che, innanzitutto, poggia su di una più attenta classificazione dei rischi corrispondenti alla transizione sostenibile.

Con riferimento all’apparato delle fonti (intese anche in senso non propriamente tecnico) settoriali, molti e distinti sono gli interventi dei soggetti che regolano e animano il mercato creditizio. Al di là delle norme sopra evidenziate, va *inter alia* rilevato che a livello sovranazionale tanto il *Financial Stability Board* (25) e la *Bank of International Settlements* (26) (BIS),

e) la prevenzione e la riduzione dell’inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

(25) Cfr. FSB, *Roadmap for Addressing Financial Risks from Climate Change*, 2022 progress report, reperibile a <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140722.pdf>.

(26) Sul punto si vedano i relativi *Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks*, del giugno 2022.

quanto (venendo al contesto europeo) la Banca Centrale Europe (BCE) – di cui in questa sede non sono discussi, per ragioni di spazio, i limiti di mandato – e l’*European Banking Authority* (EBA), si concentrano sul tema in oggetto, in merito al quale vanno infatti rilevati, *ex multis*, almeno i seguenti interventi: per quanto riguarda la BIS, i citati in nota “*Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks*”, del giugno 2022; per quanto riguarda la BCE, (i) la recente “*Agenda BCE per il clima 2022*”, del 4 luglio 2022; (ii) la “*Supervisory assessment of institutions’ climate-related and environmental risks disclosures*”, del marzo 2022; (iii) il report “*Climate-related risk and financial stability*”; e (iv) la “*Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e aspettative*”, del novembre 2020; e per quanto riguarda l’EBA, invece e per tutti, (i) il “*Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*”, del giugno 2021; e (ii) le “*Guidelines on loan origination and monitoring*”, del 2020.

Ponendo, invece, l’attenzione alla *ratio* sottostante un tale interesse, va sottolineato che – come puntualizzato in dottrina⁽²⁷⁾ – senza dubbio il cambiamento climatico riveste un ruolo centrale per l’attività delle banche centrali e per la rispettiva identità nel medio-lungo periodo. Interesse che, si direbbe, trova motivazione innanzitutto nel delicato rapporto intercorrente tra sostenibilità e cambiamento climatico e, ancor più, nel citato dialogo in essere tra cambiamento climatico e rischi a questo ricollegati.

Sul punto, in particolare, va evidenziato a titolo esemplificativo che al di là del profilo sopra esposto del “*rischio di sostenibilità*” – come tale intrinsecamente ricollegato ad un’attività di investimento – dal punto di vista prudenzial-regolamentare il *Climate Change* ha anche altri impatti strutturali evidenti, conducendo a concretizzare un vero e proprio “*rischio climatico*” al cui interno sono identificabili due distinti fattori (entrambi capaci di influenzare i rischi prudenziali tradizionali, quali quelli di credito, di mercato, operativo e di liquidità) e, cioè: (i) il “*rischio fisico*”, inteso come impatto finanziario di cambiamenti climatici intesi in senso ampio; e il (ii) “*rischio di transizione*” che invece indica la perdita finanziaria in cui “*può incorrere un ente, direttamente o indirettamente, a seguito del processo*

(27) Cfr. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2021, p. 81, il quale evidenzia come sia la stessa Autorità – cfr. BANCA D’ITALIA, *Finanza sostenibile*, reperibile sul sito istituzionale – a sottolineare che i rischi connessi al cambiamento climatico sono “*tali da rendere più difficile il perseguimento del mandato delle stesse (...) e la valutazione delle prospettive per i prezzi e per l’attività economica necessari a definire la loro strategia di politica monetaria*”.

di aggiustamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più sostenibile sotto il profilo ambientale" (28).

Come evidenziato dalla stessa BCE, questi "fattori di rischio fisico e di transizione hanno un impatto sulle attività economiche, che a loro volta influiscono sul sistema finanziario. Tale impatto può verificarsi direttamente, ad esempio per effetto di una minore redditività delle imprese o della svalutazione delle attività, o indirettamente tramite cambiamenti macrofinanziari", influenzando, altresì, la "capacità di tenuta del modello imprenditoriale dell'ente nel medio e più lungo periodo" e costituendo, in estrema sintesi, "contemporaneamente fattori determinanti di varie categorie e sottocategorie di rischio esistenti" (29). Fattori, nel loro insieme, capaci di "aggregare" gli intermediari, di minare la stabilità del sistema finanziario e bancario e di interferire negativamente con i canali di trasmissione della politica monetaria e con la stabilità dei prezzi.

Il quadro che ne esce è, dunque, variegato e complesso: in detta complessità, tuttavia, è possibile intravedere e isolare il *fil rouge* prudenziale che ispira l'azione del regolatore e delle autorità. *Fil rouge* per l'appunto seguito anche dalla Banca d'Italia, in ultimo nei termini di seguito sinteticamente individuati.

7. *Ambiente e Banca d'Italia: le "Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali" tra forma e sostanza.*

Atteso, dunque, il carattere "critico" e (anche tecnicamente) "rischioso" del *Climate Change* è necessario interrogarsi sulle iniziative portate a termine dalla Banca d'Italia, intesa non già come investitore (ma sul punto si ricordi la centralità della "Carta degli investimenti sostenibili" (30)) bensì come "mero" regolatore. Profilo, quest'ultimo, nei cui perimetri vanno infatti inquadrare le citate recenti "Aspettative di vigilanza dettate in tema di cambiamento climatico".

(28) Tale situazione potrebbe essere causata, ad esempio, dall'adozione relativamente improvvisa di politiche climatiche e ambientali, dal progresso tecnologico o dal mutare della fiducia e delle preferenze dei mercati. Cfr. BCE, *Guida*, cit. (nel testo), p. 11.

(29) Cfr. BCE, *Guida*, cit. (nel testo), p. 11 s.

(30) Il presente contributo, per ragioni di uniformità e pertinenza dello studio, non intende inoltre analizzare quella *Carta degli Investimenti Sostenibili* che dal 2021 contiene i principi e i criteri di riferimento per la gestione sostenibile degli investimenti finanziari della Banca d'Italia e indica precisi impegni mediante i quali questa intende dare concretezza alla propria azione a favore di un modello di crescita economica sostenibile. In argomento si veda, recentissimo, BANCA D'ITALIA, *Rapporto sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici sul 2021*, maggio 2022, reperibile sul sito istituzionale dell'Autorità.

7.1. Segue: *i dati*.

Al fine di apprezzare con maggiore cognizione i passaggi che seguono è necessario interrogarsi, preliminarmente, sul contesto con cui la Banca d'Italia è chiamata quotidianamente a dialogare sui temi qui in oggetto.

In argomento, l'analisi dei dati – collezionati e analizzati dalla stessa autorità – è particolarmente preziosa in quanto capace di disegnare gli estremi di un quadro di riferimento ancora *in progress*. Un quadro in cui, in altri termini, come evidenziato dalla stessa Autorità, “*i rischi derivanti dai cambiamenti climatici non sono ancora considerati come parte integrante dell'attività dalla maggior parte delle banche, soprattutto da quelle di minore dimensione*” ma dove “*cresce, rispetto alle analoghe indagini precedenti, il numero di intermediari che hanno avviato – o sono nel processo di avviare – attività per tenere conto di questi rischi*”⁽³¹⁾.

Come rilevato dalla Banca d'Italia – le cui risultanze si ripropongono di seguito per estratto – su di un campione composto da “*oltre 250 intermediari, circa 150 localizzati al Nord e i rimanenti 100 egualmente ripartiti tra Centro e Sud e Isole*”:

(i) con riferimento al tema della gestione del rischio climatico nel portafoglio crediti, ferma l'irrelevanza del dato geografico, (solo) il 13 per cento delle banche intervistate valuta l'impatto del rischio climatico (fisico e di transizione) nella gestione del proprio portafoglio e l'80 per cento si propone di farlo in futuro. Il gruppo di banche che ha un maggiore ritardo e non ha ancora intrapreso valutazioni è principalmente costituito da banche di credito cooperativo. In particolare, viene rilevato che lo stadio più avanzato nelle analisi da parte delle banche significative rispetto alle altre riflette, oltre la maggiore disponibilità di risorse (evidenza, questa, che dimostra con forza il problema legato ai “costi” della transizione), anche la pressione esercitata dalla citata Guida della BCE sui rischi climatici e ambientali;

(ii) in merito al profilo dell'inclusione delle valutazioni dei rischi climatici nella concessione dei prestiti – e, cioè, alla valutazione dei rischi climatici in fase di erogazione del credito – oltre un quarto degli interme-

⁽³¹⁾ In argomento cfr. ANGELICO, FAIELLA e MICHELANGELI, *Il rischio climatico per le banche italiane: un aggiornamento sulla base di un'indagine campionaria*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza n. 29 del 29 giugno 2022, p. 2. Il documento, cui si rinvia per ulteriori importanti riferimenti bibliografici – tra cui FAIELLA e MALVOLTI, *The climate risk for finance in Italy*, in *Questioni di economia e finanza*, n. 545 del 2020 – è reperibile sul sito istituzionale dell'Autorità. In argomento si veda anche CONSOB, *Principali tendenze in tema di investimenti sostenibili e cryptoattività*, 2022, reperibile anch'esso sul relativo sito istituzionale.

diari “mappati” non ha fornito una risposta. In particolare, solo una minima parte degli intermediari tiene conto del rischio fisico nella valutazione della controparte, mentre oltre il 40 per cento si propone di considerarlo in futuro. Quanto al rischio di transizione, come evidenzia la Nota di stabilità qui in commento, “*solo una frazione ridotta degli intervistati ha già raccolto informazioni sulle emissioni di gas serra attribuibili alle aziende a cui è stato concesso credito (...). Tuttavia, oltre il 90 per cento dei rispondenti (circa il 70 per cento del campione) ha pianificato di tenerne conto in un prossimo futuro. Oltre il 60 per cento intende utilizzare i dati sulle emissioni di gas serra nella gestione del portafoglio delle aziende più grandi, mentre la parte restante si propone di farlo sia per il portafoglio retail sia per quello delle grandi imprese*”;

(iii) per quanto attiene all'intensità carbonica del portafoglio crediti, strumentale a valutare l'esposizione dell'industria bancaria italiana al rischio che si materializzerebbe nel caso di un passaggio disordinato a nuovi paradigmi produttivi ispirati ad un'economia *law carbon*, solamente quattro banche hanno dichiarato di conoscere l'intensità carbonica del proprio portafoglio crediti e tra queste solo una è una banca significativa;

(iv) infine, e con riferimento al profilo metodologico, quasi la metà degli intermediari che hanno dato risposta alla relativa domanda (tre quarti del campione circa), con propensione nettamente più elevata fra le banche con un volume maggiore di prestiti, ha già avviato o si è proposta di avviare analisi di scenario – ad es. *stress test* – per valutare il potenziale impatto dei rischi climatici sul proprio portafoglio.

I dati sopra indicati, frutto dell'indagine campionaria circa il “*peso specifico*” del rischio climatico per le banche italiane, non sono tuttavia gli unici da tenere in considerazione.

In merito, va infatti ricordato altresì che – anche tenendo conto della tipologia dei soggetti interessati dalle “*Aspettative*” *infra* indicate – il settore del risparmio gestito è elemento chiave delle analisi e delle politiche che, a vario titolo, i regolatori sono tenuti ad adottare in tema di cambiamento climatico.

Sul punto, e rimandando i dettagli agli attenti studi già effettuati in materia⁽³²⁾, va evidenziato che a fronte di un campione limitato ma variegato (composto da 13 gestori italiani, quattro gestori europei “*passapor-*

(32) Da cui sono tratti i dati che seguono. Il riferimento è ad ANCHINO, CIAVARELLA, DERIU, FIORE, NOCELLA, TAMBUCCI e TURI, con la collaborazione di CAROTENUTO, GARIBOLDI, LA CIVITA, LEVANTINI, e RUSSO, *Gestione del risparmio e sostenibilità: l'approccio dei gestori in Italia. Survey sull'applicazione di criteri ESG nell'ambito delle politiche di investimento e delle*

tati” e quattro *global asset managers* per un totale di masse gestite dai rispondenti di importo > a 70 miliardi di euro in 10 casi; tra 30 e 70 miliardi di euro in 4 casi; tra 10 e 30 miliardi di euro in 2 casi; < a 10 miliardi di euro in 5 casi):

(i) ad eccezione di un gestore, tutti affermano di considerare fattori ambientali, sociali e di *governance* nell’ambito delle proprie “*mixate*”⁽³³⁾ strategie di investimento e/o nell’attività di *engagement* o *stewardship* (dodici intervistati su tredici dichiarano inoltre di avere adottato, sul punto, *policy* specifiche e formalizzate);

(ii) con riferimento specifico al profilo ambientale, come evidenziato dalla Consob “*il cambiamento climatico risulta essere quello maggiormente considerato, seguito dall’inquinamento e dalle energie rinnovabili*”. In un tale contesto, “*i rischi di transizione sono quelli maggiormente considerati (dodici casi), seguiti dai rischi di ripercussioni negative sul clima (sei casi) e dai rischi fisici (due casi)*”.

A fronte di tali dati, l’attenzione della Banca d’Italia ed anche il suo ruolo “*propulsivo*” nella lotta al cambiamento climatico paiono dunque, più che mai, giustificati. Quanto precede, tuttavia, ferme restando alcune criticità delle già menzionate “*Aspettative*” e, più in generale, circa il ruolo dell’Autorità in questo ambito, di cui è qui opportuno dare evidenza.

7.2. Segue: le “Aspettative”: *analisi e criticità*.

Un’attenta analisi delle “*Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*”⁽³⁴⁾ impone di fare il punto su diversi e distinti profili e cioè, innanzitutto: (i) sulla natura giuridica del documento, (ii) sui soggetti identificati come destinatari e, infine, (iii) sul contenuto dello stesso⁽³⁵⁾.

Quanto al primo tema, le “*Aspettative*” – come precisato dal provvedimento stesso – “*mirano a fornire indicazioni di carattere generale non vincolanti*”, venendo rimessa al singolo intermediario la loro “*declinazione a livello operativo*”, secondo il noto principio di proporzionalità.

attività di stewardship da parte dei gestori di attivi, in CONSOB, *Quaderno di finanza sostenibile n. 2*, giugno 2022.

⁽³³⁾ ANCHINO et AL., *op. ult. cit.*, p. 15.

⁽³⁴⁾ Che sono l’oggetto specifico dell’approfondimento il quale, anche per motivi di spazio, non amplia la propria indagine ad ulteriori provvedimenti di natura nazionale e/o sovranazionale.

⁽³⁵⁾ Per un primo inquadramento del documento in discussione si segnala GILIBERTO, *I rischi climatici delle banche alla luce delle nuove aspettative delle Autorità di Vigilanza*, in *Minerva Bancaria*, 2022, p. 97 ss.

A tale approccio “*soft*”, tuttavia, corrisponde un innegabile irrigidimento, confermato dal confronto e dall’interlocuzione di “*ordinaria vigilanza*” che l’Autorità svolgerà in relazione al grado di rispondenza alle aspettative in questione e sui piani di adeguamento (dunque attesi) degli istituti, al fine di assicurare il progressivo allineamento delle prassi aziendali alle aspettative stesse.

A fronte di una tale premessa, dunque, emerge il carattere decisamente più “*hard*” del provvedimento in commento il quale, pur risultando esulare dai più classici strumenti di vigilanza regolamentare, nel concreto già detta al *management* ⁽³⁶⁾ dei soggetti vigilati precisi obiettivi ambientali e specifiche modalità di azione, la cui adozione è necessaria al fine di garantire una piena *compliance* ai *desiderata* della Banca d’Italia.

Sempre sul punto va poi evidenziata l’estrema pervasività delle richieste dell’Autorità, le quali “*suggeriscono*” non già semplici miglorie quanto, piuttosto, l’adozione di precisi paradigmi comportamentali che, se non condivisi dagli intermediari (a cui un eventuale *comply or explain* pare fornire una ben fragile difesa), difficilmente condurranno ad un giudizio di conformità dei soggetti vigilati, ad esempio, con il principio chiave della “*sana e prudente gestione*”, anch’esso oggi sottoposto al “*mantra*” della sostenibilità.

Inoltre, si noti che, se per un verso, il documento in questione, come detto, afferma il proprio carattere non vincolante, per l’altro verso lo stesso conferma che la Banca d’Italia si attende determinate risposte. Attesa, questa, che gli intermediari – sottoposti alla vigilanza e alle sanzioni dell’autorità in questione – non possono certo rendere vana.

In relazione a tale ultima questione – e venendo così al profilo *sub* (ii) – va invece segnalato un tema importante e potenzialmente critico e, cioè, l’ampia pletora di soggetti cui il provvedimento qui in esame è indirizzato: al di là degli istituti di credito, infatti, le “*Aspettative*” sono rivolte a tutti i *players* le cui attività sono sottoposte ad autorizzazione e vigilanza della Banca d’Italia ai sensi del Testo Unico Bancario e del Testo Unico della Finanza e, cioè, anche a SIM, SGR, SICAV/SICAF autogestite, intermediari finanziari *ex art.* 106 t.u.b. e relative società capogruppo, istituti di pagamento, IMEL.

Tale “*apertura*”, pur comprensibile – quantomeno nell’ottica di assicurare una necessaria uniformità d’azione all’intervento di vigilanza e,

⁽³⁶⁾ Sul tema sia concesso il richiamo al mio RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, “sana e prudente gestione” e governo societario delle banche. “Arlecchino” nel c.d.a.? (Note a margine di un convegno sull’isola di Capri)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, supp. 1/2022, p. 325 ss.

dunque, un suo più ampio impatto sulla “*finanza sostenibile*” intesa nella sua interezza e trasversalità –, risulta tuttavia capace di comportare qualche difficoltà pratico-operativa nell’adozione delle “*Aspettative*” le quali paiono infatti, a seguito di una prima analisi, ben più adatte ad una certa categoria di soggetti (più strutturati e, dunque, capaci di fare fronte ad ingenti costi di *compliance*) piuttosto che ad un’altra.

Da quanto precede derivano alcune conseguenze rilevanti, ad esempio, per il diritto dell’economia e per l’analisi della regolamentazione, in particolare non potendosi infatti negare che la scelta di Banca d’Italia di investire tutti i soggetti suddetti con le “*Aspettative*” in questione, senza ulteriore distinzione salvo il principio di proporzionalità, sia connotata dal rischio di rimettere agli operatori, nella realtà quotidiana, la “*scelta sul da farsi*” in una materia in cui, però ed in verità, le “*scelte*” (così come le finalità) paiono fin quasi obbligate. Il tutto comportando, peraltro, l’ulteriore rischio di addivenire ad un sistema presumibilmente non propriamente simmetrico e, dunque, non perfettamente efficiente laddove letto nella sua interezza.

L’osservazione che precede, si noti, non intende certo criticare o sottovalutare il richiamo senza dubbio corretto al “*principio di proporzionalità*”, quanto la capacità effettiva del suo utilizzo in un contesto regolamentare che parrebbe invece disegnare di estremi di un ordinamento sostenibile solo se perfettamente uniforme. Un sistema, dunque, necessariamente più severo e forse meno elastico e duttile.

Quanto, infine, al profilo *sub* (iii) e, dunque, al contenuto specifico delle “*Aspettative*”, va preliminarmente rilevato che le stesse – oltre a guardare, seppur ancora da lontano, anche agli altri fattori “S” e “G”⁽³⁷⁾ – richiamano, senza riprodurne il contenuto (ben più ampio), le aspettative già avanzate da parte della BCE nella citata “*Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e aspettative*”.

Volendo, per semplicità, suddividere il documento della Banca d’Italia in filoni argomentativi, si può notare che l’Autorità pone attenzione, in-

(37) È, infatti, lo stesso documento in commento, a p. 3, a precisare che (i) “*La Banca d’Italia si riserva la possibilità di integrare il documento nel corso del tempo, per tenere conto dello sviluppo di best practices e dell’evoluzione del quadro normativo di riferimento, eventualmente ampliandolo anche alle tematiche sociali e di governance*”; e che (ii) “*benché focalizzate sugli aspetti ambientali, gli intermediari potranno considerare le presenti aspettative anche con riferimento alla categoria più generale dei rischi ESG, ove rilevanti per la loro operatività e tenuto conto delle prescrizioni normative di settore*”.

nanzitutto, a tre “*parole d’ordine*”: (i) *governance* degli intermediari; (ii) rischio; e (iii) informazione.

In particolare, se con riferimento al primo tema la Banca d’Italia conferma, ancora una volta, l’interesse rivolto ad un organo di amministrazione (che, si ritiene, debba essere identificato con l’organo con funzione di supervisione strategica di cui alla Circolare 285 del 2013) cui (i) è richiesto un ulteriore sforzo nell’integrazione e continua considerazione⁽³⁸⁾ dei profili ESG (anche ai fini di valutazione del capitale⁽³⁹⁾) e (ii) che diviene oggetto di precisi richiami di attenzione con riferimento alla propria competenza, strutturazione, operatività e remunerazione⁽⁴⁰⁾, in relazione al tema del rischio la stessa si aspetta che (proprio “*dietro garanzia*” del c.d.a. citato):

(i) la funzione di *Risk Management* incorpori i fattori climatici e ambientali nella valutazione dell’esposizione ai vari rischi e nel loro monitoraggio, elaborando *report* esaustivi sul tipo e sul livello di materialità dei rischi climatici e ambientali a cui sono esposti l’intermediario e i portafogli, individuali e collettivi, che questo eventualmente gestisce per conto di terzi;

(ii) la funzione di *Compliance* assicuri che i rischi di conformità derivanti dai rischi climatici e ambientali siano presi in debita considerazione in tutti i processi rilevanti;

(iii) l’*Audit* interno verifichi l’adeguatezza dei presidi e delle iniziative di mitigazione dei rischi climatici e ambientali.

⁽³⁸⁾ Si ricordi che, ai sensi dell’Aspettativa n. 7, “*Considerato il carattere di marcata dinamicità dei rischi climatici, gli intermediari definiscono un programma di revisione e aggiornamento periodico delle decisioni assunte in relazione a metodologie e strumenti per la loro valutazione, in modo da preservarne nel continuo la validità e la significatività*”.

⁽³⁹⁾ Ai sensi dell’Aspettativa n. 6, infatti, “*Gli intermediari, sulla base di adeguate analisi di materialità, incorporano i rischi climatici e ambientali nei processi di valutazione dell’adeguatezza del capitale interno e di liquidità, integrando il sistema dei limiti di rischio. Gli intermediari non tenuti alla valutazione del capitale interno integrano il sistema dei limiti per tenere conto degli impatti dei rischi climatici e ambientali sul valore dei portafogli gestiti e/o sui volumi operativi*”. Quanto precede fermo restando che, in forza del principio di proporzionalità, per i soli intermediari soggetti all’obbligo di predisposizione e trasmissione dei rapporti ICÁAP/ICARAP e ILAAP, (i) i documenti danno conto delle modalità di integrazione dei rischi climatici e ambientali nei rispettivi *framework* di stima del fabbisogno di capitale e liquidità; e (ii) le motivazioni alla base del giudizio di non materialità sono incluse in tali rapporti.

⁽⁴⁰⁾ Profilo, questo, come noto più in generale ricollegato alla Circolare 285 del 2013 e al citato reg. UE 2019/2088. Quanto precede, posto che, come noto ed anche ribadito dalle “*Aspettative*”, “*le politiche e prassi di remunerazione stimolano comportamenti coerenti con l’approccio al rischio climatico e ambientale adottato*”.

Nondimeno, sempre in tema va segnalata la “*diabolica*” “*Aspettativa*” volta di fatto a domandare, agli intermediari, capacità “*premonitorie*” notevoli in quanto indirizzate a richiedere la predisposizione di una mappatura degli eventi⁽⁴¹⁾ che potrebbero manifestarsi per effetto dei rischi climatici e ambientali (fisici e di transizione) con conseguente integrazione e identificazione, nel relativo sistema di gestione dei rischi, di quelli che ne risulterebbero potenzialmente influenzati, con le implicazioni di natura prudenziale. Richiesta, questa, che, come è evidente (anche a fronte del quadro di riferimento *in fieri* sopra delineato), è tutt’altro che semplice da accogliere, ancor più tenendo a mente l’attuale “*bisogno*” di metriche e valutazioni condivise degli impatti tipizzanti la materia qui in questione⁽⁴²⁾.

Al di là delle ipotizzabili difficoltà e degli esempi sul punto resi dalla stessa Autorità, sotto riportati per comodità di lettura alla Tabella 1⁽⁴³⁾, ciò che conta del profilo in discussione è in ogni caso che l’aspettativa in ultimo citata, così come fatto dal “precedente” BCE sopra indicato, conferma lo stretto legame intercorrente tra “rischi nuovi” e “rischi vecchi” e, così, tra rischi ambientali e:

(i) rischio di credito, in relazione al quale l’“*Aspettativa*” (numero 8) rivolta agli intermediari è di integrare i rischi climatici e ambientali in tutte le fasi del processo del credito, adeguando le relative politiche e procedure in linea con le Linee Guida EBA in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti citate (EBA/GL/2020/06);

(ii) rischio di mercato, in relazione al quale l’“*Aspettativa*” (numero 9) rivolta agli intermediari è di tenere conto del possibile impatto dei rischi climatici e ambientali sul *pricing* degli investimenti in strumenti finanziari, propri e gestiti per conto terzi, anche in chiave prospettica, al fine di minimizzare il rischio di perdite;

(iii) rischio operativo, in relazione al quale l’“*Aspettativa*” (numero 10) rivolta agli intermediari è di tenere conto del possibile impatto dei rischi

(41) Così l’Aspettativa n. 4, in forza della quale “*Gli intermediari effettuano una mappatura degli eventi che potrebbero manifestarsi per effetto dei rischi climatici e ambientali (fisici e di transizione) e integrano, di conseguenza, il sistema di gestione dei rischi, identificando i rischi che ne risulterebbero potenzialmente influenzati e le implicazioni di natura prudenziale*”.

(42) Si veda, sul punto, l’Aspettativa n. 2, secondo cui “*Nella definizione e attuazione della strategia aziendale, gli intermediari individuano i rischi climatici e ambientali capaci di incidere sul contesto aziendale e sono in grado di comprenderne e misurarne gli impatti, al fine di assicurare la resilienza del modello di business e orientarne le prospettive di sviluppo*”.

(43) Fonte: BANCA D’ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, p. 9 s.

climatici e ambientali sulla continuità operativa, nonché sul livello dei rischi reputazionali e legali; e

(iv) rischio di liquidità, peraltro collegato strettamente al tema del *greenwashing* (44) e in relazione al quale l'“*Aspettativa*” (numero 11) rivolta agli intermediari è di integrare i rischi climatici e ambientali nella misurazione e gestione del rischio in questione, stimando potenziali peggioramenti della posizione di liquidità dovuti a deflussi di cassa e/o diminuzione dell'ammontare delle riserve e/o modifica della liquidità degli strumenti finanziari posseduti direttamente o dai portafogli gestiti.

Tabella 1

	Rischi fisici	Rischi di transizione
<i>Rischio di credito</i>	La maggiore vulnerabilità ai rischi fisici di talune aree geografiche (ad es. aree soggette a rischi idrogeologici) o di alcuni settori economici (ad es. agricoltura) potrebbe provocare un peggioramento del merito creditizio della controparte (ad es. trend di PD e LGD).	Iniziative legislative e regolamentari volte ad accelerare la transizione “green” potrebbero generare – soprattutto se introdotte in modo disordinato e inatteso – maggiori costi e/o minori ricavi per quelle imprese con maggiore impronta carbonica, c.d. “brown” (ad es. settore della trasformazione e trasporto delle energie fossili, <i>automotive</i> , ecc.), con conseguente peggioramento del merito creditizio della controparte. Questo rischio si intensifica per quelle imprese il cui modello di <i>business</i> non risulta proiettato verso un'economia circolare.
<i>Rischi di mercato</i>	Eventi climatici sfavorevoli potrebbero causare perdite per controparti più esposte, con una variazione delle aspettative di mercato e, quindi, una riduzione di valore e/o un incremento della volatilità del <i>pricing</i> dei titoli emessi da questi soggetti.	Modifiche normative volte ad accelerare il processo di transizione verso una economia circolare potrebbero comportare una riduzione di valore e/o un incremento della volatilità del <i>pricing</i> dei titoli emessi da soggetti “brown”.

(44) Come correttamente ricordato dalle “*Aspettative*”, p. 14, infatti, “*Il rischio di liquidità potrebbe aumentare anche per le cd. pratiche di greenwashing; laddove gli stakeholders percepissero un'aderenza esclusivamente formale al framework normativo ESG, gli intermediari potrebbero vedersi limitato l'accesso al mercato, con riflessi sulla capacità di far fronte alle proprie passività nei termini contrattuali previsti (i.e. funding liquidity risk) o essere soggetti a rilevanti richieste di rimborso sui fondi gestiti*”.

	Rischi fisici	Rischi di transizione
<i>Rischio operativo / reputazionale</i>	La manifestazione di eventi climatici estremi (ad es. evento alluvionale di impatto rilevante) potrebbe compromettere la continuità operativa degli intermediari (e.g. danneggiamento dei locali commerciali o dei server), con conseguenti perdite operative.	La crescente attenzione e sensibilità dei risparmiatori verso i temi climatici ed ecologici potrebbe intensificare i rischi di reputazione derivanti da scelte allocative non allineate con le aspettative degli <i>stakeholder</i> nonché i rischi di natura legale connessi a comportamenti non conformi alla tutela ambientale o a pratiche di <i>greenwashing</i> . Inoltre, rischi reputazionali potrebbero coinvolgere gli intermediari che non abbiano definito chiari obiettivi di riduzione delle emissioni gas serra, come prescritto nel <i>Fifth Assessment Report dell'Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC)</i> , e nell'Accordo sul Clima di Parigi.
<i>Rischi di liquidità</i>	Il verificarsi di un evento climatico sfavorevole potrebbe: i) portare il cliente ad attingere ai propri depositi per finanziare le spese di riparazione e ristrutturazione, con conseguente contrazione della liquidità della banca; ii) determinare un <i>repricing</i> repentino di taluni strumenti finanziari detenuti dall'intermediario, con conseguente incremento del rischio di rifinanziamento	La necessità di alcune controparti di sostenere spese volte a finanziare il processo di transizione verso un'economia a bassa emissione di carbonio (e.g. interventi su immobili e impianti) potrebbe contribuire alla diminuzione dei depositi della banca. Iniziative normative a sostegno della transizione " <i>green</i> " potrebbero determinare una riduzione del valore dei titoli emessi da aziende " <i>brown</i> " e detenuti dall'intermediario come attività prontamente liquidabili, con conseguente contrazione delle riserve di liquidità.

Quanto, infine, al tema dell'informazione, la constatazione preliminare e ribadita dalle stesse "*Aspettative*" per cui la trasparenza è intesa "*come principale motore della disciplina di mercato nel settore finanziario, per ridurre l'asimmetria delle informazioni tra gli enti creditizi e gli utenti delle informazioni e per affrontare le incertezze sui potenziali rischi e vulnerabilità cui devono far fronte gli enti*" trova riscontro non solo nel progressivamente stringente apparato normativo di riferimento (si pensi solo alla normativa in tema DNF), bensì anche nell'ultima "*Aspettativa*" (numero 12) per cui "*gli intermediari si dotano delle infrastrutture, dei dati e dei processi necessari per comunicare le modalità con cui integrano i driver di rischio ambientale nella strategia aziendale, nell'organizzazione interna e nei meccanismi di gestione del rischio, comprese le metriche utilizzate per valutare i rischi climatici e gli obiettivi di sostenibilità*".

Metriche, come detto, fondamentali anche in chiave di comparazione dei risultati ma tuttavia, ad oggi, ancora caratterizzate da una disomogeneità tale da rendere il punto in questione uno tra i più “dolenti” della auspicata “*rivoluzione sostenibile*”.

8. Conclusioni.

Alcune certezze paiono dunque emergere dall’analisi delle “*Aspettative*” e dalla relativa contestualizzazione di sistema. Tra queste, due risultano particolarmente interessanti.

Innanzitutto, a fronte delle osservazioni esposte e, soprattutto, del profondo ed evidente dialogo intercorrente tra sostenibilità non finanziaria e rischio, appare più che mai comprensibile l’attenzione rivolta dalla Banca d’Italia al profilo in esame. Sul punto, come affermato dalla dottrina più attenta e sopra anticipato (ma il punto va ribadito), il cambiamento climatico già riveste per l’attività delle banche centrali e per la rispettiva identità nel medio-lungo periodo⁽⁴⁵⁾ un’importanza centrale, con conseguenti ricadute di sistema e regolamentari. Quanto precede, tuttavia, deve condurre non già ad un’acritica accettazione dei provvedimenti dell’*authority* in questione, quanto piuttosto ad una attenta analisi del “*codice genetico*” e degli spazi di operatività degli stessi, sia con riferimento al relativo ruolo più o meno propulsivo, sia con riferimento al principio di neutralità della vigilanza nel mercato di riferimento.

In relazione all’interesse della Banca d’Italia al tema in oggetto e al conseguente intervento regolatorio nel mercato, non va infatti scordato che “*gli aspetti economico-finanziari dei cambiamenti climatici, e in generale della sostenibilità, chiamano in causa le banche centrali*” posto che, in prospettiva “*la capacità di conseguire gli obiettivi delle loro attività istituzionali potrebbero risentire in modo sempre maggiore delle conseguenze dei cambiamenti climatici sull’economia*”⁽⁴⁶⁾.

⁽⁴⁵⁾ Cfr. le riflessioni di SEPE, *op. cit.*, p. 80 e 81, ove con attenzione e lungimiranza si osserva altresì che “*in conclusione vi è da chiedersi se, la variabile ambientale e, più in generale, la rilevanza crescente dei fattori ESG nella regolamentazione finanziaria (...) non possa in prospettiva condurre a una loro affrancazione dalle quattro tradizionali categorie in cui questa si articola (regole prudenziali, regole di condotta, regola sulla criminalità finanziaria, regole sui pagamenti e le infrastrutture di mercato) ed al riconoscimento del loro ruolo di “quinto pilastro” della regolamentazione medesima*”.

⁽⁴⁶⁾ Sul punto BERNARDINI, FAIELLA, LUCIANO LAVECCHIA, MISTRETTA e NATOLI, *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, in *Questioni di economia e finanza (Occasional Paper)*, 608/2021, p. 6.

In particolare, per quanto attiene ad esempio al tema della politica monetaria, va evidenziato che “*le politiche climatiche, modificando i prezzi dei prodotti energetici e l’incidenza che questi hanno all’interno del paniere di riferimento, potrebbero ripercuotersi sul tasso di inflazione; principale variabile obiettivo della politica monetaria*” in questione. Nondimeno, “*eventi climatici avversi, più intensi e frequenti, potrebbero avere un effetto sul ciclo economico e, di conseguenza, sulla conduzione della politica monetaria. Inoltre, danneggiando imprese e banche, tali eventi potrebbero interferire nella trasmissione degli impulsi monetari, ad es. attraverso il canale creditizio; nel più lungo periodo, un progressivo aumento delle temperature potrebbe influire sulla produttività, incidendo sul prodotto potenziale*” (47).

Quanto, poi, all’oggetto specifico di questo scritto va sottolineato che al di là del *nomen iuris* assegnato, le “*Aspettative*”, in quanto pezzo di un puzzle ben più ampio, paiono già costituire un punto di riferimento centrale (e doveroso) per la sostenibilità non finanziaria degli intermediari sottoposti alla vigilanza della Banca d’Italia. E ciò, tuttavia, non solo perché, come noto, un’aspettativa crea sempre una “*certa apprensione*” (soprattutto per il c.d.a. degli intermediari interessati), ma anche e soprattutto perché, nel dialogo costante tra i soggetti vigilati e l’Autorità, una eventuale disaffezione verso i temi ambientali, innanzitutto per i riflessi “*macro*” sopra detti, difficilmente potrebbe venire compresa e accettata. In tal senso, le “*Aspettative*” sono dunque, senza dubbio, già ad oggi un importante *step* nella lotta al *Climate Change*. *Step* per ora compiuto attraverso l’adozione di un provvedimento ispirato alla “*libera*” (ma vigilata) auto-determinazione degli operatori ma che, in un domani (non troppo lontano), ben potrebbe trovare recepimento in provvedimenti più strutturati, quale è quella Circolare 285 del 2013 sopra citata e già (forse ancora troppo timidamente) interessata al tema dell’ESG.

(47) Sul punto, precisi, BERNARDINI, FAIELLA, LUCIANO LAVECCHIA, MISTRETTA e NATOLI, *op. ult. cit.*