

**FINANZA SOSTENIBILE
E TASSONOMIA EUROPEA**
Una spinta verso l'economia verde

Marco Marucci

35





L'Istituto nazionale per l'analisi delle politiche pubbliche (INAPP) è un ente pubblico di ricerca che si occupa di analisi, monitoraggio e valutazione delle politiche del lavoro, delle politiche dell'istruzione e della formazione, delle politiche sociali e, in generale, di tutte le politiche economiche che hanno effetti sul mercato del lavoro.

Nato il 1° dicembre 2016 a seguito della trasformazione dell'Isfol e vigilato dal Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, l'Ente ha un ruolo strategico - stabilito dal decreto legislativo 14 settembre 2015, n. 150 - nel nuovo sistema di governance delle politiche sociali e del lavoro del Paese.

Inapp fa parte del Sistema statistico nazionale (SISTAN) e collabora con le istituzioni europee. Da gennaio 2018 è Organismo intermedio del PON Sistemi di politiche attive per l'occupazione (SPA0) per svolgere attività di assistenza metodologica e scientifica per le azioni di sistema del Fondo sociale europeo ed è Agenzia nazionale del programma comunitario Erasmus+ per l'ambito istruzione e formazione professionale. È l'ente nazionale all'interno del consorzio europeo ERIC-ESS che conduce l'indagine European Social Survey.

Presidente: *Sebastiano Fadda*

Direttore generale: *Santo Darko Grillo*

Riferimenti

Corso d'Italia, 33
00198 Roma
Tel. +39.06.85447.1
web: www.inapp.org

Contatti: editoria@inapp.org

Collana a cura di Pierangela Ghezzi.

Il presente contributo è esito dell'attività di ricerca della Struttura Economia civile e processi migratori, con particolare riferimento al Progetto Sviluppo dell'economia sociale (Responsabile Antonello Scialdone) inserito nel PTA 2022-2024 approvato dal CdA Inapp nel marzo 2022.

Questo testo è stato sottoposto con esito favorevole al processo di peer review interna curato dal Comitato tecnico scientifico dell'Istituto.

Autore

Marco Marucci, Inapp
(m.marucci@inapp.org)

Testo chiuso: maggio 2022

Pubblicato: giugno 2022

Coordinamento editoriale

Costanza Romano

Editing grafico, impaginazione e correzione bozze

Valentina Orienti

Le opinioni espresse in questo lavoro impegnano la responsabilità degli autori e non necessariamente riflettono la posizione dell'Ente.

Alcuni diritti riservati [2022] [INAPP]

Quest'opera è rilasciata sotto i termini della licenza Creative Commons Attribuzione - Non commerciale - Condividi allo stesso modo 4.0. Italia License.
(<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>)



ISSN 2533-2996

ISBN 978-88-543-0237-2

ABSTRACT

FINANZA SOSTENIBILE E TASSONOMIA EUROPEA

UNA SPINTA VERSO L'ECONOMIA VERDE

Il contributo fornisce un approfondimento sulla finanza sostenibile a partire dal contesto italiano e dal Regolamento UE 2020/2088 sulla tassonomia europea. In particolare, viene evidenziato il collegamento tra gli indirizzi economico-finanziari dell'Unione e gli obiettivi climatici legati all'Accordo di Parigi del 2015, di cui è permeato l'European Green Deal del 2019. Attraverso analisi sui dati disponibili si offre una panoramica sul livello di conoscenza e di utilizzo di investimenti sostenibili da parte delle famiglie italiane. In tale prospettiva si introduce la recente normativa europea (Tassonomia e Regolamento SFDR) quale elemento di promozione e diffusione degli strumenti di finanza sostenibile in Italia ed i programmi legati al Next Generation EU, InvestEU e Fit for 55, che mirano alla creazione di sinergie in campo economico per raggiungere la neutralità climatica entro il 2050. La Social Investment Agenda è una delle iniziative che in questo campo si distingue per la promozione dell'impatto sociale negli investimenti ed è attualmente impegnata in attività di consulenza sul tema della tassonomia verde. In conclusione, si traccia un bilancio della recente regolamentazione, evidenziandone opportunità e minacce e proponendo alcune linee d'indagine.

Parole chiave: ambiente, finanza sostenibile, sviluppo sostenibile, transizione ecologica

SUSTAINABLE FINANCE AND EUROPEAN TAXONOMY

A PUSH TOWARDS THE GREEN ECONOMY

This paper provides an in-depth analysis on sustainable finance in Italy linked to the EU Regulation 2020/2088 on European Taxonomy. Analysis focuses on the connection between the European economic-financial guidelines and the climate neutrality settled by the Paris Agreement of 2015, that inspired the European Green Deal of 2019. An overview on the level of knowledge and adoption of sustainable investments by Italian families is provided by analysing official data. In this perspective, the recent European legislation (Taxonomy and SFDR Regulation) is considered a milestone for the promotion and dissemination of sustainable finance in Italy as well as Next Generation EU, InvestEU and Fit for 55 programmes are useful to the creation of synergies within the economy to achieve climate neutrality by 2050. The Social Investment Agenda is an initiative focused on the promotion of social impact investments in Italy and is currently engaged in consultancy activities on European taxonomy. In conclusion, considering the recent regulation, the paper highlights the opportunities and threats of the taxonomy framework and proposes some items for a potential national survey.

Keywords: environment, sustainable finance, sustainable development, green transition

PER CITARE IL PAPER: Inapp (2022), *Finanza sostenibile e tassonomia europea. Una spinta verso l'economia verde*, Inapp Paper n.35, Roma, Inapp



INDICE

Introduzione.....	5
1 Contesto di riferimento	6
2 Clima e ambiente alla base dell'economia sostenibile.....	8
3 Il Piano di azione europeo per la finanza sostenibile.....	11
4 La tassonomia e il quadro regolatorio dell'UE.....	15
4.1 Il Regolamento SFDR - The Sustainable Finance Disclosure Regulation.....	19
4.2 Il pacchetto di aprile.....	21
5 Gli investimenti in finanza sostenibile in Italia.....	23
6 La Social Impact Agenda e il ruolo degli investimenti socialmente responsabili.....	29
7 Conclusioni: criticità, capacità e opportunità	31
7.1 Serve la capacità di sostenere la riconversione ecologica.....	32
7.2 Potenziare il fattore sociale degli ESG criteria.	33
7.3 Promuovere un'indagine pilota basata sulla tassonomia in Italia.....	34
Bibliografia	36



INTRODUZIONE

L'obiettivo della presente analisi è quello di definire un possibile filone d'indagine finalizzato a misurare il contributo che la finanza sostenibile può dare al raggiungimento degli obiettivi climatici fissati dall'ambizioso programma del Green Deal europeo. Attraverso un approccio ecologico, che consideri quindi gli effetti di decisioni economiche anche in altre dimensioni (sociale, ambientale, culturale) e attraverso il confronto tra dispositivi normativi in particolare legati alla Tassonomia europea sulla finanza sostenibile, si cercherà di definire i punti di forza e le criticità nell'applicazione di tali strumenti, nel particolare contesto italiano seppur strettamente legato a politiche e programmi avviati su scala europea. Per fare ciò si introdurrà il legame, imprescindibile, tra sistema economico e ambiente, nella consapevolezza crescente che le scelte di produzione e di consumo ricadono drasticamente sull'ambiente in termini di inquinamento e *footprint*¹ umano. Successivamente si analizzerà il recente regolamento riguardante la Tassonomia europea della finanza sostenibile del 2020, all'interno del più vasto piano sulla finanza sostenibile del 2018 e, più in dettaglio, andando ad esplicitare i rischi climatici da valutare nei vari settori dell'economia e i primi schemi definitivi. Si tratterà anche del Regolamento sull'informazione finanziaria (SFDR), strettamente collegato al Regolamento sulla Tassonomia, che permetterà agli investitori di avere accesso al mondo degli investimenti sostenibili. Infine, si guarderà al caso italiano, per delineare lo sviluppo e l'utilizzo da parte degli investitori di questi, relativamente nuovi, strumenti finanziari e all'iniziativa della Social Impact Agenda per l'Italia, quale network esemplare per combinare sostenibilità, ambiente e impatto sociale. Nella parte conclusiva si analizzano le opportunità introdotte da questo nuovo corso economico, sia da un punto di vista di sviluppo di nuove conoscenze che di possibilità di analisi.

¹ Con il termine *footprint* (impronta) ci si riferisce alla metrica adottata per indicare impatti ambientali di un prodotto, processo o servizio attraverso uno studio di analisi del ciclo di vita dello stesso. Solitamente ci riferisce a impronte ecologiche relativamente ad uno specifico campo (es. Carbon Footprint, Water footprint). In merito all'impronta ambientale dei prodotti (PEF — Product Environmental Footprint) e delle organizzazioni (OEF — Organization Environmental Footprint) la Commissione europea ha emanato la Raccomandazione 2013/179/UE relativa all'uso di metodologie comuni per misurare e comunicare le prestazioni ambientali nel corso del ciclo di vita dei prodotti e delle organizzazioni.



1 CONTESTO DI RIFERIMENTO

Come conferma l'interesse per gli impegni presi nella ventiseiesima Conferenza della Nazioni Unite sul Clima, Cop26², con il Patto di Glasgow la relazione tra clima e contesto produttivo è diventata sempre più stringente, dato lo stretto rapporto tra emissioni di anidride carbonica e scelte di approvvigionamento energetico necessario a mantenere l'attuale sistema produttivo (Kalkuhl e Wenz 2020; Burke *et al.* 2015; Diffenbaugh e Burke 2019). Oltre all'ambiente ci sono questioni sociali a cui i Paesi industrializzati devono dare risposte concrete, anche a seguito dell'acuirsi delle disuguaglianze dovute alla crisi pandemica tuttora in corso (Bonacini *et al.* 2021; Brunori *et al.* 2020; Brown e Ravallion 2020; Blundell *et al.* 2020; Cerqua e Letta 2021; Clouston *et al.* 2021). Questo spiega in gran parte il crescente interesse verso l'*impact investing*, che lega gli investimenti, pubblici o privati, al raggiungimento, oltre ai risultati finanziari, di "impatti sociali positivi misurabili" (art. 3, comma 1, lett. d, del Regolamento UE n. 346 del 2013). Tale settore è stato accompagnato negli ultimi anni dallo sviluppo di nuovi strumenti finanziari come i Social Bond, i fondi di investimento europei ad impatto sociale (EuSEF) o i social venture capital (Di Raimo e Mignone 2017; Emerson 2015; La Torre e Calderini 2018; La Torre e Chiappini 2021; Maino e Ferrera 2017; Mignone 2015).

In questo contesto si inserisce il mondo del non profit, principale deputato a raccogliere le istanze ambientaliste di recente sottolineate dal Cop26 di Glasgow e le sfide dell'*impact investing*, anche attraverso i nuovi percorsi legati all'innovazione sociale. Gli strumenti di finanza sostenibile vengono, difatti, spesso annoverati come nuove fonti di finanziamento per il Terzo Settore in quanto capaci di coniugare la finalità sociale che lo caratterizza con il paradigma patrimonialista, oltre ad offrire un accesso al credito privato per enti che non riescono, di fatto, ad entrare nel mercato tradizionale (Di Raimo e Mignone 2017; Ciarini 2018). A fronte a questa crescita di prodotti e strumenti di finanza sostenibile, sono peraltro da menzionare alcune critiche che diversi studiosi (Azemati *et al.* 2013; Hazenberg e Hall 2016) hanno espresso unendo il processo di finanziarizzazione delle politiche sociali con il processo di 'austerità permanente' (Pierson 2001) che si sostanzia nella permanente riduzione della spesa pubblica per servizi sociali. Il carattere social di tali strumenti rende di fatto accattivante tali canali di investimento sia per il settore profit che per il Terzo Settore, a patto, come vedremo, di rendere la trasparenza e il contrasto alle pratiche di *greenwashing* una consuetudine dell'intero sistema e non un'alternativa possibile.

Nelle intenzioni del legislatore, sia nazionale che europeo, vi è difatti l'ambizione di portare il settore profit verso le logiche dell'investimento sociale creando un terreno comune in cui le istanze del non profit e dell'impresa sostenibile giocano ad armi pari, o quasi (Bugg-Levine e Emerson 2011; Bugg-Levine *et al.* 2012). In tal senso va letta l'introduzione dell'impresa sociale nel nostro ordinamento

² Glasgow Climate Pact, 13 november 2021 <<https://bit.ly/3GevCrT>>.



(decreto legislativo n. 112/2017) di cui la Riforma del Codice del Terzo Settore raccoglie molta eredità, o la creazione delle Società Benefit (art. 1, commi 376 e seg. legge n. 208/2015, Legge di Stabilità 2016) e i vantaggi fiscali attribuiti alle Start-up innovative a vocazione sociale (decreto legislativo n. 179/2012, Decreto Sviluppo bis). La stessa Unione europea, con il Single Market Act I (2011), ha individuato espressamente nelle politiche di sostegno al *social entrepreneurship* e in un quadro normativo per lo sviluppo dei fondi di investimento solidale una delle dodici leve per uscire dalla crisi, cui ha fatto seguito la Social Business Initiative³ (2011) e la start-up and Scale-up initiative⁴ (2016). Attualmente, mentre la Commissione ha lanciato l'European Action Plan for Social Economy⁵, in Italia si sta recependo la proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce il Fondo sociale per il clima⁶, nell'ambito del pacchetto Fit for 55, che contempla la revisione della legislazione nei settori del clima, dell'energia, dei trasporti e della fiscalità. A dimostrazione che un proliferare di normative e nuovi quadri semantici riguardanti l'economia sociale e l'emergenza climatica stanno preparando i futuri rapporti di produzione e di consumo verso una nuova stagione di sostenibilità, che necessita quindi ora di una diffusione capillare nella cultura e nelle abitudini della popolazione.

³ <<https://bit.ly/3PHuFA3>>.

⁴ <<https://bit.ly/3ND6rVN>>.

⁵ EU Commission - Social Economy Action Plan (2021) <<https://bit.ly/3yW4Eai>>.

⁶ Obiettivo del Fondo è quello di sostenere, tramite i piani nazionali, le famiglie vulnerabili, le microimprese vulnerabili e gli utenti vulnerabili dei trasporti, mediante un sostegno diretto e temporaneo al reddito, e di finanziare misure e investimenti intesi ad aumentare l'efficienza energetica degli edifici, la decarbonizzazione del riscaldamento e del raffrescamento degli edifici, compresa l'integrazione dell'energia da fonti rinnovabili, e un migliore accesso alla mobilità e ai trasporti a zero o basse emissioni. L'Italia risulta il secondo maggiore beneficiario potenziale del Fondo, con un'allocazione massima pari a 7,7 miliardi di euro (10,8% del totale). Vedi COM (2021) 568 definitivo <<https://bit.ly/3wJTtAd>>.



2 CLIMA E AMBIENTE ALLA BASE DELL'ECONOMIA SOSTENIBILE

Il 2018, l'anno di adozione del Piano di Azione per la finanza sostenibile, è stato anche l'anno in cui è stata diffusa la prima versione del Rapporto speciale dell'IPCC (2019), commissionato nell'aprile del 2016 dalla Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici (Unfccc), che spinse la Commissione a adottare misure urgenti per affrontare la crisi climatica in atto. Il report Climate Change 2021 di IPCC (2021) è, di fatto, il Rapporto definitivo⁷ della *task force* di esperti internazionali delle Nazioni Unite sulla questione climatica globale, la cui seconda parte è stata pubblicata a febbraio 2022⁸ come VI Assessment Report — AR6 (IPCC 2022). Esso ha tracciato un quadro estremamente allarmante⁹, frutto dell'analisi di oltre cinquemila studi scientifici, effettuata da una task force di decine di esperti. Tra le molte importanti raccomandazioni lo studio sostiene che, a fronte degli obiettivi siglati con l'Accordo di Parigi nel 2015 (contenere sotto 1,5°C l'innalzamento della temperatura globale entro il prossimo secolo), perpetuando le politiche attuali si verificherebbe un aumento di 3,1-3,7°C; rispettando gli impegni di Parigi ci sarebbe comunque un aumento di 2,6-3,2°C; mentre solo riducendo le emissioni del pianeta del 40% entro il 2030 avremmo un aumento stimato entro 1,5 °C. (figura 2.1). Nelle previsioni dell'IPCC l'incremento di 1,5° della temperatura terrestre dovrebbe manifestarsi a partire dal 2030 e questo porterebbe ad effetti diversi, soprattutto nei poli dove l'incremento sarebbe di 3°C, a fronte di una media globale di +1,5°C, e provocherebbe l'ulteriore scioglimento dei ghiacci perenni e l'innalzamento del livello del mare che è destinato a crescere tra 20 e 77 cm entro il 2100. Altri fenomeni altamente o mediamente prevedibili sono piogge alternate a siccità molto violente, infine un impatto enorme sulla biodiversità, in misura variabile a seconda delle specie. Il Rapporto illustra anche in che modo il livello di riscaldamento globale influisce sugli impatti e sui rischi associati ad alcuni sistemi naturali o attività umane (figura 2.2). In alcuni casi l'impatto già registrato è molto alto (colore viola) e ci si trova di fronte a situazioni irreversibili con pericoli legati al clima persistenti combinati ad una limitata capacità di riadattamento.

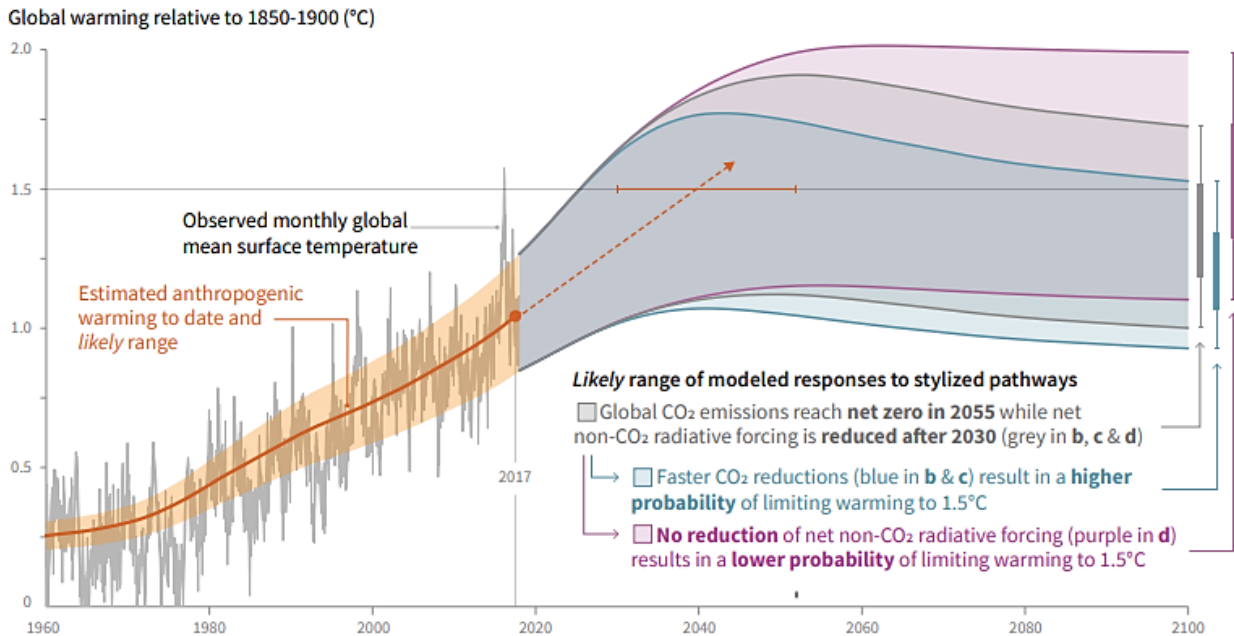
⁷ Per il rapporto completo IPCC (2021) Climate Change 2021: The Physical Science Basis <<https://bit.ly/3sXyqYt>>. Per un approfondimento del rischio climatico in Italia si consiglia il sito della Fondazione Centro Euro-Mediterraneo sui Cambiamenti Climatici — CMCC <<https://bit.ly/3MKKLY7>> come anche una navigazione tra le mappe interattive fornite da IPCC <<https://bit.ly/3LEKrZq>> e il sito di IPCC Italia <<https://bit.ly/3sVip5u>>.

⁸ Purtroppo, la pubblicazione del 28 febbraio 2022 è di pochi giorni successiva all'invasione russa dell'Ucraina (24 febbraio). L'eco del report è stato quindi in parte offuscato dai media impegnati a documentare le atrocità della guerra. Il documento ribadisce la necessità di agire in modo drastico e immediato per ridurre le emissioni di gas ad effetto serra e l'importanza di non superare la soglia degli 1,5 gradi di aumento delle temperature entro il 2030. In questo contesto si fa presente che l'adattamento operato dai governi risulti ancora largamente insufficiente. IPCC Sixth Assessment Report: Climate Change 2022 <<https://bit.ly/3GiyVIB>>.

⁹ Prima della COP 21 del 2015, la Conferenza delle Parti dell'UNFCCC in cui è stato siglato l'Accordo di Parigi, ai governi di tutto il mondo fu chiesto di indicare quali politiche intendessero attuare al fine di limitare le loro emissioni di gas ad effetto serra, per limitare la crescita della temperatura media ad un massimo di 1,5 gradi centigradi entro la fine del secolo. L'analisi delle promesse finora avanzate dalle nazioni — le INDC (Intended Nationally Determined Contributions) — ci porteranno, secondo lo Special Report 1,5 — SR1.5, a superare la soglia degli 1,5 gradi già tra il 2030 e il 2052, a seconda dei differenti scenari presi in considerazione dall'IPCC.

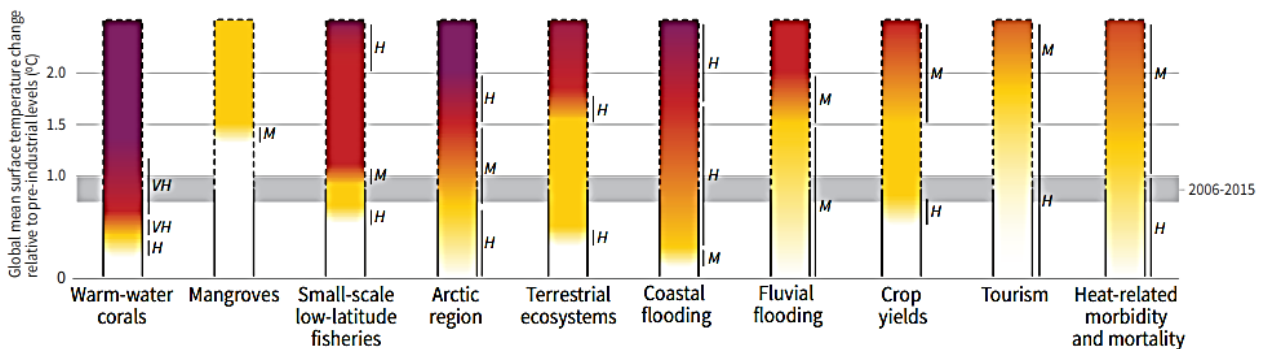


Figura 2.1 Cambiamento di temperatura globale osservato e risposte modellate rispetto all'emissione antropica e ai percorsi di riduzione forzata (la freccia indica le previsioni con la tendenza attuale)



Fonte: IPCC, Special Report 1.5 (2018)

Figura 2.2 Impatti e rischi già osservati per alcuni sistemi naturali e umani



NB: confidence level for transition: L=Low, M=Medium, H=High and VH=Very high

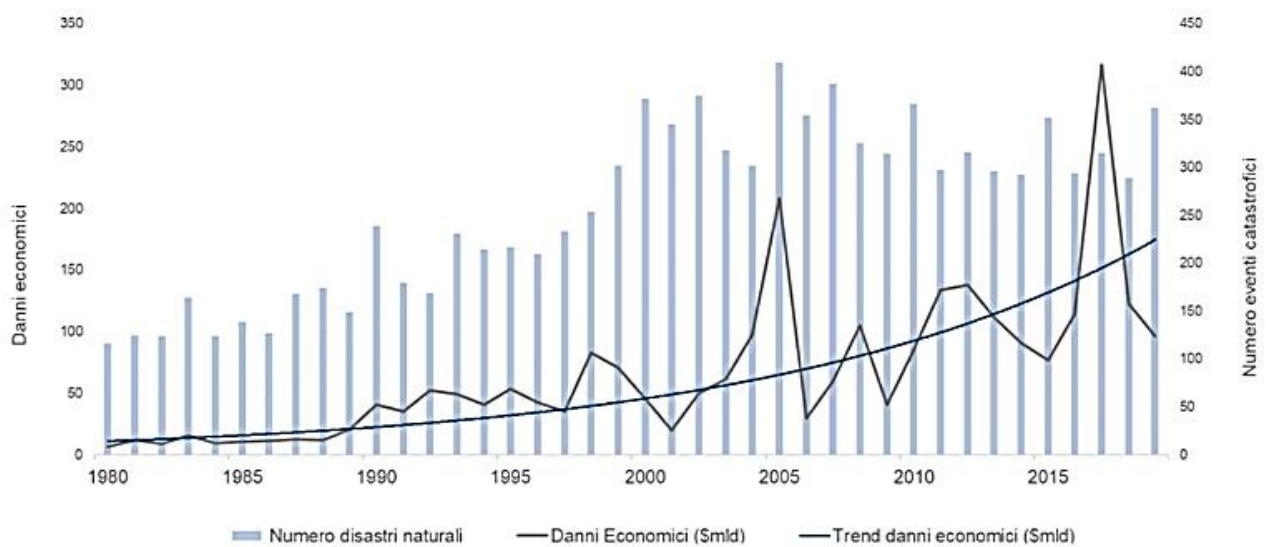
Fonte: IPCC, Special Report 1.5 (2018)

La soluzione, secondo gli esperti, è quella di agire tempestivamente, a livello globale, soprattutto nel campo della produzione di energia, affinché tra il 70% e l'80% del fabbisogno del pianeta venga assicurato dalle rinnovabili e l'utilizzo del carbone (e della lignite) scenda progressivamente verso lo zero. Sarà possibile evitare un superamento del limite del riscaldamento globale di +1,5°C e un maggiore impiego futuro su larga scala per la rimozione di biossido di carbonio (CDR) solo se le emissioni globali di CO₂ cominceranno a diminuire ben prima del 2030.



Il collegamento tra disastri climatici e danni economici è divenuto, negli anni, sempre più stringente: dal 1980, l'entità dei danni economici a livello globale, dovuti a disastri naturali ha avuto una crescita esponenziale (figura 2.3). Inoltre, osservando la convergenza tra i diversi gradi di antropizzazione — con particolare riferimento alla rapida crescita delle megalopoli e alle risorse e ai flussi delle stesse quale percentuale dei valori mondiali — e la geolocalizzazione dei disastri naturali, diventa evidente come il rischio stia crescendo sostanzialmente, determinando una nuova condizione operativa destinata a perdurare, divenendo così una nuova normalità, fortemente caratterizzata da una maggiore esposizione ai rischi naturali e vulnerabilità. Una nuova condizione che deve essere sistematicamente presa in considerazione in una più esaustiva valutazione dei rischi nazionali.

Figura 2.3 Numero disastri e ammontare dei danni economici dal 1980



Fonte: The International Disaster Database, www.emdat.be (2022)



3 IL PIANO DI AZIONE EUROPEO PER LA FINANZA SOSTENIBILE

Per far fronte alla necessità di regolamentare un mercato in continua espansione come quello degli investimenti sostenibili¹⁰, contrastando simultaneamente il crescente pericolo di *greenwashing*¹¹ da parte delle imprese e dei fondi di investimento, il 10 marzo 2021 è stata definita in seno alle istituzioni europee la 'Tassonomia della finanza sostenibile' (Regolamento (UE) 2020/852¹², di seguito Regolamento Tassonomia) ed è diventata operativa la normativa sull'informativa della sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Regolamento (UE) 2019/2088¹³, di seguito Regolamento SFDR). I Regolamenti fanno parte dell'ambizioso Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile stabilito nel 2018 dalla Commissione europea¹⁴ che persegue gli obiettivi fissati nel 2015 dall'Accordo di Parigi¹⁵ e dei 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile — SDGs dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite¹⁶. Nel corso di questi anni anche l'importante tappa del Green Deal europeo del 2019 ha segnato un cambio di regime nella considerazione di fattori ambientali, di sostenibilità e di governance (ESGs criteria) all'interno della programmazione economica europea¹⁷.

Gli obiettivi generali del Piano di azione per la finanza sostenibile del 2018 possono essere sintetizzati in alcune macrocategorie¹⁸ e nella successiva rappresentazione grafica (figura 3.1) si fornisce una parziale rappresentazione della tempistica legata al raggiungimento di questi obiettivi:

¹⁰ Secondo un report di Morningstar, negli USA i fondi sostenibili hanno raggiunto livelli record nel 2020 con oltre 51 miliardi di dollari di nuovi investimenti, più del doppio rispetto al precedente record stabilito nel 2019 <<https://bit.ly/3sQWa0v>> Il livello di guardia rispetto a pratiche di *greenwashing* e di falso ambientalismo ha indotto la *Securities and Exchange Commission* a creare (marzo 2021) una task force per il clima e l'ESG per identificare — e punire — tali pratiche.

¹¹ Il *greenwashing* è definito come una pratica ingannevole, usata come strategia di marketing da alcune aziende per dimostrare un finto impegno nei confronti dell'ambiente con l'obiettivo di catturare l'attenzione dei consumatori attenti alla sostenibilità. Viene fatto attraverso campagne e messaggi pubblicitari o in qualche caso persino iniziative di responsabilità sociale. L'obiettivo del *greenwashing* quindi è duplice: valorizzare la reputazione ambientale dell'impresa e ottenere i benefici in termini di fatturato. Oggi il *greenwashing* in Italia viene considerato pubblicità ingannevole ed è controllato dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato.

¹² Il 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, prevedeva la definizione della Tassonomia <<https://bit.ly/3GldcJx>>.

¹³ Il Parlamento europeo e il Consiglio hanno adottato il Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari il 27 novembre 2019. Il Regolamento, pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 9 dicembre 2019, è entrato quindi in vigore il 29 dicembre 2019 ma le sue norme trovano attuazione dal 10 marzo 2021 <<https://bit.ly/3sZusP5>>.

¹⁴ Commissione europea 2018, Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, COM (2018) 97, 8 marzo 2018 <<https://bit.ly/2xL9OrF>> (Action Plan Financing Sustainable Growth).

¹⁵ L'Accordo di Parigi è stato formalmente ratificato dall'Unione europea il 5 ottobre 2016 ed è entrato in vigore il 4 novembre 2016. Il 25 settembre 2015 l'Assemblea Generale delle Nazioni Unite ha adottato l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, incentrata proprio sugli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG); il Consiglio ha, quindi, confermato l'impegno dell'Unione europea e degli Stati membri ad attuare l'Agenda 2030 in modo completo.

¹⁶ Risoluzione adottata dall'Assemblea Generale il 25 settembre 2015 Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile <<https://bit.ly/3yYpcyZ>>. Per i 17 Obiettivi per lo sviluppo sostenibile — *Sustainable development goals, SDGs*, si veda <<https://bit.ly/3wKdI0y>>.

¹⁷ Il Green Deal europeo prevede (a) che l'UE diventi neutrale dal punto di vista dell'impatto climatico a partire dal 2050; (b) la riduzione delle emissioni di CO₂ del 55% (rispetto al 1990) entro il 2030; (c) Il supporto ad ambiziosi piani di investimento sostenibili. Altri elementi dell'accordo includono l'istituzione di un Comitato consultivo scientifico europeo indipendente sui cambiamenti climatici e un obiettivo climatico intermedio da raggiungere per il 2040. L'accordo dovrà ora essere definitivamente approvato dai Consiglio (Paesi membri) e dalla plenaria dell'Europarlamento. COM (2019) 640 final, The European Green Deal <<https://bit.ly/3yZwW3Q>>.

¹⁸ *Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth* <<https://bit.ly/38T46ay>>.



- Creare un linguaggio comune per la finanza sostenibile, ovvero un sistema unificato di classificazione dell'UE o 'tassonomia' per definire ciò che è sostenibile e identificare gli ambiti in cui gli investimenti sostenibili possono incidere maggiormente.
- Creare marchi UE¹⁹ (Ecolabel Europeo) per i prodotti finanziari verdi sulla base di questo sistema di classificazione dell'UE, permettendo così agli investitori di individuare agevolmente gli investimenti che rispettano i criteri ambientali o di basse emissioni di carbonio.
- Definire uno standard comune²⁰ di *European green bond*, una certificazione di qualità europea per le obbligazioni verdi. L'UE inizierà ad emettere obbligazioni verdi a partire dal secondo trimestre 2021 per un importo pari a 225 miliardi di euro; allo stesso tempo molti governi nazionali inizieranno ad emettere obbligazioni verdi nel 2021.
- Promuovere gli investimenti in progetti sostenibili. La Commissione incentiva gli strumenti di finanza sostenibile attraverso numerosi fondi, come il Piano di investimenti per un'Europa sostenibile²¹, il programma InvestEU²² (40,8 miliardi di euro di garanzia pubblica), il Fondo per una transizione giusta (JTF, 17,5 miliardi di euro) e altri fondi dell'UE tra cui le risorse di Next Generation EU dedicate all'ambiente (17,5 miliardi di euro) che si aggiungono a quelle del prossimo Quadro di finanziamento pluriennale (356,4 miliardi di euro totali).
- Integrare la sostenibilità nell'informativa finanziaria (*financial disclosure*): rendere più stringenti gli obblighi di comunicazione. Imporre alle imprese di assicurazione e di investimento di consigliare i clienti in base alle loro preferenze in materia di sostenibilità, attraverso progetti di modifica agli atti delegati e alle linee guida ESMA adottati per l'attuazione della MiFID II (direttiva 2014/65/UE), della IDD (direttiva 2016/97/UE).
- Integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali degli investitori: chiarire l'obbligo, per le banche e gli investitori istituzionali, di tenere conto dei fattori di sostenibilità nel processo di investimento attraverso (a) l'identificazione di principi e metodologie per l'inclusione dei rischi ESG nella revisione e nella valutazione eseguita dalle autorità di vigilanza e (b) l'introduzione, nei requisiti prudenziali, di maggiore sensibilità verso rischi ambientali (il cosiddetto fattore di sostegno verde). A tal proposito l'Autorità bancaria europea (d'ora in poi EBA) ha pubblicato a dicembre 2019 il suo Piano di azione per la finanza sostenibile²³.

¹⁹ Per una disamina dei principali *label* di finanza sostenibile presenti in Europa si vedano i report dell'osservatorio di Novethic, società francese di analisi di sostenibilità <<https://bit.ly/3wGsZzw>>.

²⁰ L'*European Green Deal Investment Plan* del 14 gennaio 2020 ha previsto che la Commissione definisca l'EU Green Bond Standard (GBS). La Commissione deve proporre un regolamento nella prima metà del 2021 <<https://bit.ly/3PBQDEV>>. Per ulteriori informazioni si veda il report del gruppo di esperti pubblicato a giugno 2019 *EU Green Bond Standard* <<https://bit.ly/3sW5Uge>>. Nel 2020 è stata pubblicata la *EU Green Bond Standard Usability Guide* da parte del TEG che ha fornito raccomandazioni sulla applicazione pratica dei Green Bond Standards <<https://bit.ly/39Po06A>>.

²¹ *European Green Deal Investment Plan* (EGDIP), anche conosciuto come *Sustainable Europe Investment Plan* (SEIP) <<https://bit.ly/3GfycS7>>.

²² Nel 2019 il Parlamento UE ha approvato la nascita di InvestEU, un nuovo programma comunitario per sostenere gli investimenti (698mld stimati) diretti all'innovazione e alla creazione di posti di lavoro dal 2021 al 2027 <<https://bit.ly/3GoPwUH>>.

²³ EBA action plan on sustainable finance (2019) <<https://bit.ly/3LOC4KO>>.



- Aumentare la trasparenza verso gli investitori per le informazioni non finanziarie collegate al clima: creazione del Regolamento SFDR per le informative sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. A febbraio 2021 con l'emanazione da parte dell'ESAs²⁴ (European supervisory authorities) della bozza di standard tecnici regolamentari (RTS), il Regolamento SFDR è quasi del tutto applicabile.
- Sviluppo di benchmark di sostenibilità: è stato presentato un emendamento al Regolamento sul benchmark finanziario (BMR — Regulation (EU) 2016/1011) inserendo due nuovi indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e di impatto positivo in termini di carbonio, che forniranno agli investitori maggiori informazioni per i loro investimenti²⁵.
- Migliorare la trasparenza per quanto riguarda le comunicazioni societarie: si propone di rivedere le linee guida sulle informazioni non finanziarie — RNF²⁶ per allinearle maggiormente alle raccomandazioni della task force del Consiglio per la stabilità finanziaria sull'informativa finanziaria collegata al clima.
- Promuovere un governo societario sostenibile e attenuare lo *short-termism* nei mercati dei capitali, integrando i criteri ESG e l'adozione di un approccio di lungo periodo nei processi decisionali dei Consigli di Amministrazione.

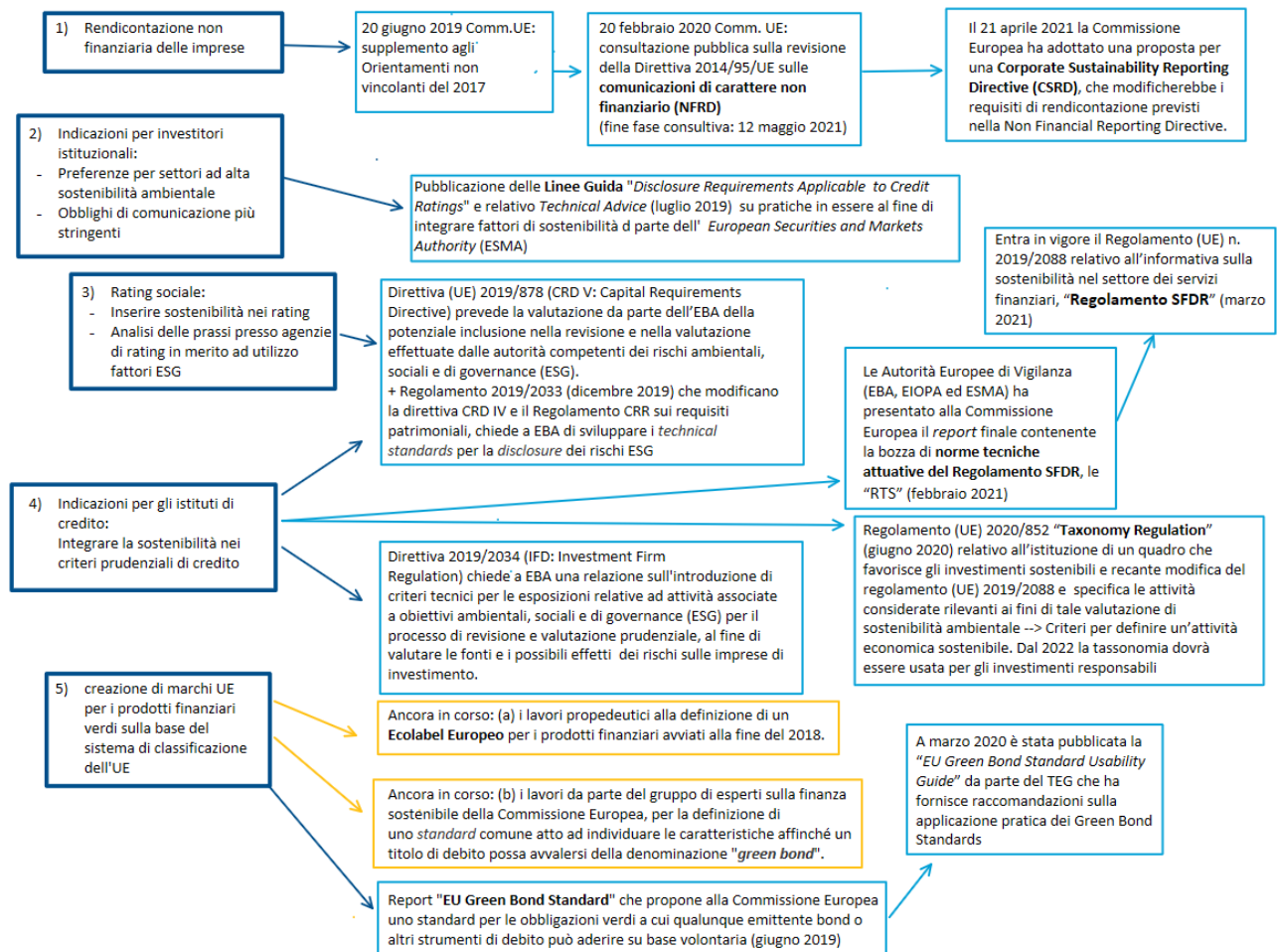
²⁴ Joint Committee delle tre Autorità di Vigilanza Europee: EBA, EIOPA ed ESMA. Il documento, che fa seguito alla consultazione avviata ad aprile 2020, presenta un aggiornamento di alcuni RTS, sulla base anche dei feedback ricevuti. Le principali proposte riguardano la rendicontazione a livello di impresa e l'informativa a livello di prodotto.

²⁵ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio — COM (2018) 355 final <<https://bit.ly/3GoPI6n>>.

²⁶ La Direttiva sull'informativa non finanziaria (2014/95/UE) richiede agli enti di interesse pubblico di grandi dimensioni con oltre 500 dipendenti (società quotate, banche e compagnie di assicurazione) di divulgare alcune informazioni non finanziarie. Come previsto dalla direttiva, nel 2017 la Commissione ha pubblicato linee guida non vincolanti per aiutare le società a divulgare informazioni non finanziarie rilevanti in modo più coerente e comparabile <<https://bit.ly/38fA2pk>>. A tal proposito si veda anche la direttiva 2013/34/UE (c.d. *non financial directive*).



Figura 3.1 Schema sintetico dei principali obiettivi del Piano d'Azione 2018



Fonte: Inapp (2022)



4 LA TASSONOMIA E IL QUADRO REGOLATORIO DELL'UE

Tale impegno è stato rinnovato a luglio 2021 con il pacchetto Fit for 55²⁷ e con la Legge europea sul clima²⁸. In generale l'azione di tutti i governi si dovrà, d'ora in poi, plasmare su un approccio ambientalista, come già avvenuto per la definizione dei piani nazionali del Next Generation EU, nel cui Regolamento²⁹ si specifica che "nessuna misura inserita in un piano per la ripresa e la resilienza debba arrecare danno agli obiettivi ambientali ai sensi dell'articolo 17 del Regolamento Tassonomia" Regolamento (Ue) 2020/852.

Alla base di questo nuovo corso vi è una strategia di crescita dell'Europa che tiene in alta considerazione l'importanza di far fronte ai cambiamenti climatici in maniera repentina e l'importanza di affrontare la drammatica perdita di biodiversità, come evidenziato da recenti studi scientifici, tra cui il Dasgupta Report 2021³⁰ (Dasgupta 2021) o lo Special Report IPCC (IPCC 2018). Per rendere effettivo questo collegamento sono stati introdotti obiettivi ambientali da considerare nella valutazione dei PNRR, secondo il principio denominato DNSH (Do Not Significant Harm — non produrre danno significativo), applicato alle singole misure di ogni Piano nazionale. La Commissione ha preparato una lista di controllo³¹ (allegato I del Regolamento sui PNRR), a supporto dell'analisi per ciascuna misura secondo il principio DNSH, in cui agli Stati membri è chiesto di confermare che la misura indicata non dovrà mai arrecare danni agli obiettivi ambientali, fornendo motivazioni a sostegno della risposta.

La Tassonomia assume un ruolo centrale tra i provvedimenti emanati dalla UE perché si traduce in un utile schema regolatorio finalizzato a ridurre il rischio di pratiche scorrette e *greenwashing* che si stanno diffondendo nei mercati. Il documento *Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance* (TEG 2020) individua le attività economiche in grado di contribuire a raggiungere l'obiettivo emissioni zero entro il 2050 e i relativi criteri di selezione³², la c.d. 'green list' di attività sostenibili. Le 600 pagine di allegati tecnici classificano 70 attività di 13 settori economici con le maggiori potenzialità di fornire un contributo positivo sul cambiamento climatico, dall'agricoltura alla produzione di energia, dall'ICT al manifatturiero, dai trasporti alle costruzioni, in base alla loro capacità

²⁷ <<https://bit.ly/3MPuNM4>>.

²⁸ <<https://bit.ly/3Gfa2Hq>>.

²⁹ Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 10 febbraio 2021 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un dispositivo per la ripresa e la resilienza (COM (2020)0408 — C9-0150/2020 — 2020/0104(COD)) <<https://bit.ly/3sX2JhU>>.

³⁰ *Final Report of the Independent Review on the Economics of Biodiversity led by Professor Sir Partha Dasgupta* <<https://bit.ly/3NFal0J>>.

³¹ <<https://bit.ly/3GjOOQE>>.

³² Il documento è stato redatto dopo oltre un anno di lavoro dal *Technical Expert Group on Sustainable Finance — TEG*, il gruppo di esperti — 35 membri e oltre 100 consulenti — incaricati dalla Commissione europea di fornire le raccomandazioni per indirizzare la finanza sostenibile. Per conoscere i settori direttamente interessati e le relative indicazioni di sostenibilità si veda *Technical annex to the TEG final report on the EU taxonomy* (TEG, 2021) <<https://bit.ly/3yYGiwS>>.

ovvero lo strumento interattivo di navigazione della tassonomia <<https://bit.ly/3wIKdft>>.



di 'mitigare' e di 'adattarsi'³³ ai cambiamenti climatici e di influire sui determinati rischi ambientali (tabella 4.1).

Tabella 4.1 Classificazione del rischio climatico secondo la Tassonomia UE

	Temperature-related	Wind-related	Water-related	Solid mass-related
Cronico	Variazione delle temperature (aria, acqua dolce, acqua marina)	Variazione del percorso dei venti	Variazione del corso e della tipologia delle precipitazioni (pioggia, grandine, neve/ghiaccio)	Erosione costiera
	Stress termico		Precipitazioni e variabilità idrogeologica	Impoverimento del terreno
	Variazione del clima		Acidificazione degli oceani	Soliflussione
	Disgelo del permafrost		Intrusione salina	
			Innalzamento livello del mare & emergenza idrica	
Acuto	Ondata di calore	Ciclone, uragano, tifone	Siccità	Valanghe
	Ondata di freddo/gelata	Tempesta (incluso tempeste di neve, polvere e sabbia)	Forti precipitazioni (pioggia, grandine, neve/ghiaccio)	Frane
	Incendio	Tornado	Inondazione (costiera, fluviale, pluviale, falde acquifere)	Subsidenza
			Esondazione di lago glaciale	

Fonte: TEG Final Report (2020)

Si tratta, precisa il TEG, di settori che producono il 93% delle emissioni inquinanti europee³⁴: dai *low carbon*, già ambientalmente sostenibili, a quelli che inquinano ma di cui non si può fare a meno (*in transition* verso un'economia ad emissioni zero ma che ancora non si possono definire *zero carbon*), e a cui si chiede di fare il possibile per migliorare e, infine, quelli che sono utili (*enabling*) alle prime due categorie, che consentono cioè ad altre attività di avere performance low carbon o una significativa riduzione delle emissioni.

Il testo stabilisce sei obiettivi ambientali³⁵ e consente di etichettare un'attività economica come sostenibile dal punto di vista ambientale se contribuisce ad almeno uno degli obiettivi approvati, senza danneggiare significativamente nessuno degli altri. I sei obiettivi ambientali che le attività sostenibili devono perseguire sono:

³³ Per 'adattamento' si intende il miglioramento della capacità di prevedere e affrontare gli effetti negativi del cambiamento climatico, a fronte di danni presenti e/o futuri alle attività economiche, agli ambienti naturali e ai contesti sociali. Per accedere al *Technical annex to the TEG final report on the EU taxonomy* <<https://bit.ly/3Nw80oE>>.

³⁴ La questione forse più delicata nella scelta delle attività da considerare sostenibili — la più dibattuta, almeno in ambito politico — ha riguardato il nucleare. Il TEG l'ha affrontata da un punto di vista tecnico e scientifico e ha deciso di escludere questo comparto da quelli considerati sostenibili. Il comparto del nucleare ha emissioni di CO₂ molto basse, comparabili con le migliori energie da fonti rinnovabili. Quindi, considerando solo questo aspetto, doveva comparire tra le attività economiche sostenibili. Ma la valutazione del TEG ha anche considerato il principio del *Do Not Significant Harms* — *DNSH* che si concretizza nel non provocare un danno significativo agli altri obiettivi (evitare l'inquinamento, avere un ecosistema salubre, tutelare le risorse idriche, favorire riciclo e riuso).

³⁵ Individuati dalla Commissione europea nella Proposta di regolamento relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, 24 maggio 2018, art. 5 <<https://bit.ly/2YCK9xG>>.



- mitigazione del cambiamento climatico;
- adattamento al cambiamento climatico;
- uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine;
- transizione verso l'economia circolare, con riferimento anche a riduzione e riciclo dei rifiuti;
- prevenzione e controllo dell'inquinamento;
- protezione della biodiversità e della salute degli eco-sistemi.

I primi atti delegati, relativi agli obiettivi di 'mitigazione' e 'adattamento climatico', sono stati adottati il 21 aprile 2021³⁶ e saranno applicabili da gennaio 2022. Gli atti delegati relativi agli ulteriori quattro obiettivi dell'UE in ambito ESG saranno invece adottati entro il 2021, con l'obiettivo di diventare applicabili da gennaio 2023.

Nell'allegato alla Tassonomia, per ogni attività economica sono stati individuati rigidi criteri per verificarne la sostenibilità, a seconda della loro capacità di dare un contributo agli obiettivi di mitigazione (*Substantial Contribution*) e di non generare impatti negativi sugli altri obiettivi ambientali (*DNSH Principle*). Nello specifico, queste indicazioni vengono date per ognuno dei sei obiettivi (*Technical screening criteria*, tabella 4.2). Inoltre, vengono indicate le eventuali direttive UE da rispettare nell'applicazione dei criteri di adattamento (*Adaptation criteria*) e alcune garanzie minime di salvaguardia sociale (per esempio, quelle previste dalle linee guida dell'OCSE e dai documenti delle Nazioni Unite). Ad esempio, per il settore trasporto pubblico (NACE level: H49.3.1) si individua, tra gli altri, il limite di emissioni di anidride carbonica di 95g di CO₂ per chilometro e il rispetto di normative europee come l'adozione dell'Euro VI.

³⁶ La consultazione pubblica su tali atti si è conclusa a dicembre 2020 <<https://bit.ly/3lMqNQw>>. I primi due atti delegati sono stati pubblicati di recente (aprile 2021) <<https://bit.ly/38OTYjd>>.



Tabella 4.2 Technical screening criteria

Classification		Environmental Contributions							
NACE Macro-sector	NACE Activity	1. Climate change mitigation (Substantial Contribution)			2. Climate change adaptation (DNSH)	3. Water (DNSH)	4. Circular economy (DNSH)	5. Pollution (DNSH)	6. Ecosystems (DNSH)
		Own performance	Enabling activities	Transitional activities					

Fonte: TEG Final Report (2021)

La Tassonomia è uno strumento, e come tale può essere usato per molteplici scopi e in numerosi campi. In particolare, è stato pensato per gli operatori finanziari che qualificano come 'sostenibili', dal punto di vista ambientale, i prodotti finanziari che acquistano o collocano sul mercato. Per ogni prodotto, l'operatore del mercato finanziario (vedi tabella 4.3), a partire dal 31 dicembre 2021, sarà tenuto a dichiarare in che misura gli investimenti sottostanti sono allineati alla Tassonomia, espressa in percentuale dell'investimento, del fondo o del portafoglio. L'obbligo di utilizzare tale strumento riguarda poi le aziende soggette alla direttiva per la rendicontazione delle informazioni non finanziarie (Non-Financial Reporting Directive-NFRD)³⁷: aziende quotate con oltre 500 dipendenti, banche e assicurazioni. Tali aziende saranno tenute a fornire informazioni sulle loro attività in riferimento alla tassonomia.

Tabella 4.3 I soggetti del mondo della finanza per cui è previsto un obbligo relativo alla tassonomia

Market segment	In scope for Taxonomy disclosure
Pensions and Asset Management	UCITS funds: - equity funds - exchange-traded funds (ETFs) - bond funds
	Alternative Investment Funds (AIFs) - fund of funds - real estate funds - private equity or SME loan funds - venture capital funds - infrastructure funds
	Portfolio management (under article 4(1) of MiFID II) Pensions: - pensions products - pension schemes (defined with reference to IORP II) - pan-European personal pension products
Insurance	Insurance-based investment products (IBIPs) - Securitisation funds
Corporate & Investment Banking	- Venture capital and private equity funds - Portfolio management - Index funds

Fonte: TEG Final Report (2020)

³⁷ <<https://bit.ly/3NUza8L>>.



La tassonomia non è, tuttavia, uno strumento obbligatorio, visto che gli investitori possono fare ricorso anche ad altre metodologie di classificazione. Può, inoltre, essere utilizzata volontariamente dalle aziende per sviluppare nuovi prodotti *green*; esprimere preferenze d'investimento; selezionare i titoli su cui investire; impostare un dialogo con le imprese interessate ai temi di sostenibilità (engagement); misurare l'impatto ambientale di uno strumento finanziario. Essa deve essere letta parallelamente al Regolamento SFDR sulla informativa finanziaria a cui sono tenuti gli operatori di mercato.

Sarà anche un riferimento per attribuire incentivi economici, sia da parte degli Stati che da parte dell'UE: "La Commissione europea — si legge nel report — sta considerando di applicare la Tassonomia nelle linee guida nel programma InvestEu per indirizzare gli investimenti europei"³⁸. Inoltre, la Tassonomia fornirà anche la base di valutazione per l'attribuzione dell'Ecolabel finanziaria³⁹: la nuova certificazione per i prodotti finanziari sostenibili in fase di studio in questi mesi.

L'impegno dell'Unione Europea per la lotta al cambiamento climatico è stato, altresì, rinnovato a luglio 2021 con il pacchetto Fit for 55⁴⁰ e con la Legge europea sul clima⁴¹. In generale l'azione di tutti i governi si dovrà, d'ora in poi, plasmare su un approccio ambientalista, come già avvenuto per la definizione dei piani nazionali del Next Generation EU, nel cui regolamento⁴² si specifica che "nessuna misura inserita in un piano per la ripresa e la resilienza debba arrecare danno agli obiettivi ambientali ai sensi dell'articolo 17 del regolamento Tassonomia" (Regolamento (Ue) 2020/852).

4.1 Il Regolamento SFDR - The Sustainable Finance Disclosure Regulation

La Commissione europea ha voluto integrare i rischi di sostenibilità alle scelte di investimenti finanziari, collegando fattori ambientali e sociali nel processo decisionale e nei processi di consulenza e imponendo agli operatori che propongono tali investimenti, nuovi obblighi di informazione finanziaria (Finance Disclosure). Il Regolamento per l'informativa sulla sostenibilità dei servizi finanziari (SFDR, Sustainability-Related Disclosures in the Financial Services, Regolamento UE 2019/2088⁴³), adottato a fine novembre 2019, richiede ai consulenti finanziari e agli investitori istituzionali di comunicare se e come i loro prodotti si integrano ai temi legati alla sostenibilità ambientale e sociale.

Con l'emanazione da parte dell'ESAs (*European Supervisory Authorities*) della bozza di Standard Tecnici Regolamentari⁴⁴ (RTS), il 2 febbraio 2021, il Regolamento comunitario è quasi completamente

³⁸ TEG final report on the EU taxonomy, 09 March 2020, pg.9 <<https://bit.ly/3IJFa8g>>.

³⁹ <<https://bit.ly/3anBoz9>>.

⁴⁰ <<https://bit.ly/3yXz7op>>.

⁴¹ <<https://bit.ly/3Gha6WY>>.

⁴² Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 10 febbraio 2021 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un dispositivo per la ripresa e la resilienza (COM (2020)0408 — C9-0150/2020 — 2020/0104(COD)) <<https://bit.ly/3GIII Eb>>.

⁴³ <<https://bit.ly/3yYuMBR>>.

⁴⁴ *Final Report on draft Regulatory Technical Standards*, with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088 <<https://bit.ly/3MYGoII>>.



applicabile: la maggior parte delle disposizioni del Regolamento sono obbligatorie dal 10 marzo 2021 mentre l'applicazione degli RTS è invece posticipata al 1° gennaio 2022⁴⁵.

A livello di società gli RTS dettagliano la modalità di rendicontazione degli impatti negativi che le scelte di investimento hanno sui fattori di sostenibilità (riunite in indicatori che formano il *Principle Adverse Impact* — PAI, come specificato nell'articolo 4.6 e 4.7 del Regolamento SFDR). La suddetta rendicontazione dovrebbe avvenire tramite un apposito PAI Statement⁴⁶ pubblicato sul sito web della società, basato su un modello obbligatorio. Gli istituti finanziari sono quindi tenuti (art. 3 del Regolamento SFDR) a divulgare informazioni su come integrano i rischi di sostenibilità ESG (ambientali, sociali e di governance) e come prendono in considerazione gli impatti negativi delle proprie politiche d'investimento su ambiente e temi sociali.

Sui prodotti finanziari il Regolamento prescrive che le società di gestione misurino gli impatti negativi dei propri investimenti a livello societario e di singolo fondo su base *comply or explain* (ossia spieghino le ragioni in caso di non compliance), conformemente a 18 indicatori ESG obbligatori predefiniti. Gli RTS dettagliano l'informativa da fornire, in un apposito allegato, sia attraverso l'uso di formulari obbligatori in sede di informativa precontrattuale, sia sul sito web e tramite comunicazioni periodiche. Tali disposizioni si applicano a prodotti che promuovono caratteristiche di sostenibilità e che hanno come obiettivo investimenti sostenibili. Gli standard includono anche dei requisiti per tali investimenti sostenibili finalizzati a mostrare come essi non ostacolano il raggiungimento di altri obiettivi ambientali e climatici (*do not significantly harm principle*). I prodotti finanziari vengono distinti tra: (a) prodotti che tengono in considerazione un c.d. 'rischio di sostenibilità' (articolo 6 del Regolamento SFDR); (b) prodotti che "promuovono caratteristiche ambientali e sociali" (c.d. *light green*, articolo 8) e (c) prodotti che hanno come obiettivo un investimento sostenibile (c.d. *dark green*, articolo 9). Nel caso di prodotti finanziari che abbiano come obiettivo investimenti ecosostenibili direttamente collegati alla salvaguardia ambientale (*light green*), deve essere fornita l'indicazione precisa degli obiettivi in linea con quelli previsti dall'Accordo di Parigi, con una reportistica sulle emissioni di Co2, sul rispetto della biodiversità e sul consumo di acqua, in linea con quella che ad oggi è la prassi nel mercato. Con riguardo ai criteri sociali, i principali obblighi di informativa hanno ad oggetto il rispetto della Convenzione dei diritti umani, delle regole elaborate in sede OCSE per la buona governance o di altri standard su base di accordi internazionali (es. ILO). Per gli altri prodotti dark green deve essere fornita una spiegazione del modo in cui l'obiettivo climatico, sociale o di governance viene raggiunto oppure deve essere adottato un indicatore di riferimento. Per i prodotti non green (articolo 6), si richiede una spiegazione chiara e

⁴⁵ SI veda *ESAs issue recommendations on the application of the Regulation on sustainability-related disclosures* <<https://bit.ly/3MOEdHV>>.

⁴⁶ La UE ha indicato 64 indicatori PAI (*Principal Adverse Impact Statement*) che devono essere calcolati: 32 obbligatori, di cui 16 rispetto a clima e ambiente e 16 relativi al sociale e al rispetto dei diritti umani, e 18 su base volontaria. Tra gli obbligatori troviamo le emissioni di carbonio, l'esposizione dell'investimento ai carburanti fossili e alle scorie, la *gender diversity*, il rispetto dei diritti umani, e un report della compagnia di taglio 'reputazionale' sull'esposizione a corruzione e sulla trasparenza. Per approfondimenti si veda *Joint Consultation Paper su ESG disclosures* (20 aprile 2020) <<https://bit.ly/3wRuObw>>.



motivata che indichi se e in che modo un prodotto finanziario prende in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità.

Il perimetro soggettivo di applicazione del Regolamento SFDR è costituito da due distinte macro-categorie di operatori finanziari: da un lato, gli operatori che prestano servizi che implicano l'assunzione di decisioni d'investimento, definiti operatori finanziari, tra cui rientrano imprese di assicurazione, istituti di credito, imprese d'investimento, gestori di fondi comuni di investimento, gestori di fondi EuVECA e EuSEF, enti pensionistici aziendali, professionali o EPAP, ideatori e distributori di prodotti pensionistici; dall'altro, gli operatori che prestano raccomandazioni d'investimento definiti consulenti finanziari tra cui, gli intermediari assicurativi e le imprese di assicurazione che forniscono consulenza riguardo agli IBIP, gli enti creditizi, le SGR e le imprese d'investimento.

4.2 Il pacchetto di aprile

A marzo 2021 le tre autorità europee di vigilanza (EBA, EIOPA ed ESMA — ESA) hanno proseguito il percorso di applicazione dei Regolamenti pubblicando un documento di consultazione⁴⁷ sulla bozza degli Standard tecnici di regolamentazione (*Regulatory Technical Standards — RTS*) per la diffusione di prodotti finanziari legati ad attività economiche contemplate nella Tassonomia. Dopo il periodo di consultazione (maggio 2021), l'RTS è stato presentato alla Commissione europea. Il 21 aprile 2021, giornata internazionale della terra, è stato emanato un pacchetto completo di misure per rendere il settore finanziario ancora più sostenibile⁴⁸: (a) l'atto delegato della tassonomia UE per il clima — *Taxonomy Climate Delegated Act*; (b) la nuova direttiva sulla rendicontazione della sostenibilità aziendale *Corporate Sustainability Reporting Directive — CSRD*, che garantirà alle aziende di fornire coerenti e informazioni comparabili sulla sostenibilità; (c) sei atti delegati che emendano le normative sugli obblighi fiduciari e sui consulenti finanziari, introducendo criteri di sostenibilità nei processi di governance e negli obblighi di consulenti, asset manager e assicuratori nei confronti dei clienti. In particolare, il *Taxonomy Climate Delegated Act — DA*, che doveva entrare in vigore dal 1° gennaio 2022 ma è attualmente in stato di revisione (febbraio 2022), definirà i criteri per determinare cosa può essere considerato nella Tassonomia, allineandosi alle finalità delle informative finanziarie (*disclosures*). Il DA elenca una serie di attività economiche nei settori che producono più emissioni di carbonio e imposta i criteri per determinare se ciascuna attività può dare un sostanzioso contributo al clima in termini di mitigazione dei cambiamenti climatici⁴⁹ e adattamento ai cambiamenti climatici⁵⁰, e per non fare danni significativi agli obiettivi ambientali (*DNSH principles*).

⁴⁷ Per approfondimenti si veda il *consultation paper* <<https://bit.ly/3MG3u6Z>>.

⁴⁸ <<https://bit.ly/3GjbtEH>>.

⁴⁹ Un'attività economica che persegue questo obiettivo deve contribuire sostanzialmente a ridurre o prevenire l'impatto negativo del clima attuale o previsto per il futuro, o i rischi di tale impatto sul clima, sia sulla stessa attività che sulle persone, sulla natura o su altre risorse <<https://bit.ly/3MKUqOn>>.



Infine, la CSRD adottata il 21 aprile 2021, rivede e rafforza le regole introdotte *Non-Financial Reporting Directive* — NFRD. Mira a garantire che i report delle aziende siano affidabili e comparabili rispetto ai principi della *sustainability* e tutte le informazioni di cui gli investitori e altre parti interessate hanno bisogno. L'obbligo riguarda tutte le grandi aziende e tutte le società quotate, eccetto le microimprese quotate. Per quasi 50.000 aziende nell'UE sarà ora necessario seguire dettagliati standard europei di rendicontazione di sostenibilità. A seguito di questi atti delegati, il 1° gennaio 2022 il primo blocco di criteri della Tassonomia UE diventerà operativo: chi proporrà investimenti sostenibili e responsabili (SRI) dovrà indicare la percentuale di allineamento alla tassonomia del proprio portafoglio investito. Entro la stessa data dovranno anche essere pubblicati gli atti delegati (sempre redatti dalla Piattaforma per la finanza sostenibile), con la seconda parte dei criteri tecnici di selezione delle attività da considerare sostenibili legati ai restanti quattro obiettivi stabiliti dalla Commissione europea (il controllo dell'inquinamento, l'uso e la protezione delle risorse idriche e marine, l'economia circolare, la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi). Questa seconda parte di atti delegati entrerà in vigore entro la fine del 2022.

Intanto anche l'Italia segue l'esempio della strategia europea per la crescita sostenibile, con il rilancio del *G20 Sustainable Finance Working Group* — SFWG voluto dalla Presidenza italiana del G20 ad aprile 2021⁵¹. Per l'occasione sono stati invitati gli Stati Uniti d'America e la Cina a fare da *co-chair* del Gruppo e il Programma delle Nazioni Unite per lo sviluppo a svolgere il ruolo di Segretariato⁵². G20 — SFWG ha definito una roadmap per la finanza sostenibile⁵³, con un focus sul clima, individuando delle aree prioritarie che potranno essere estese nei prossimi anni. Il SFWG si è impegnato a mantenere un approccio flessibile e ad evitare approcci indifferenziati tra Paesi con diversi livelli di reddito, tenendo in adeguata considerazione la situazione dei Paesi più vulnerabili. Infatti, nonostante il cambiamento climatico riguardi tutto il pianeta, il suo impatto ha conseguenze asimmetriche tra i diversi Paesi. Inoltre, l'impatto economico e sociale della crisi pandemica deve ancora manifestarsi nella sua interezza e contribuirà a mettere sotto pressione lo spazio fiscale a disposizione dei Paesi più fragili per promuovere la transizione verso un'economia più sostenibile.

⁵⁰ Un'attività economica che persegua questo obiettivo deve contribuire in modo sostanziale alla stabilizzazione di emissioni di gas ad effetto serra evitandole, riducendole o aumentando le rimozioni di gas a effetto serra. L'attività economica dovrebbe essere coerente con gli obiettivi climatici di lungo termine definite nell'Accordo di Parigi <<https://bit.ly/3PDvIBc>>.

⁵¹ <<https://bit.ly/3yZJvMI>>.

⁵² Il gruppo era stato originariamente creato nel 2016 durante la presidenza cinese del G20, con il nome di *Green Finance Study Group*. Il mandato del gruppo era stato in seguito allargato alla finanza sostenibile, in modo da includere nell'ambito di analisi anche tematiche non strettamente legate all'ambiente.

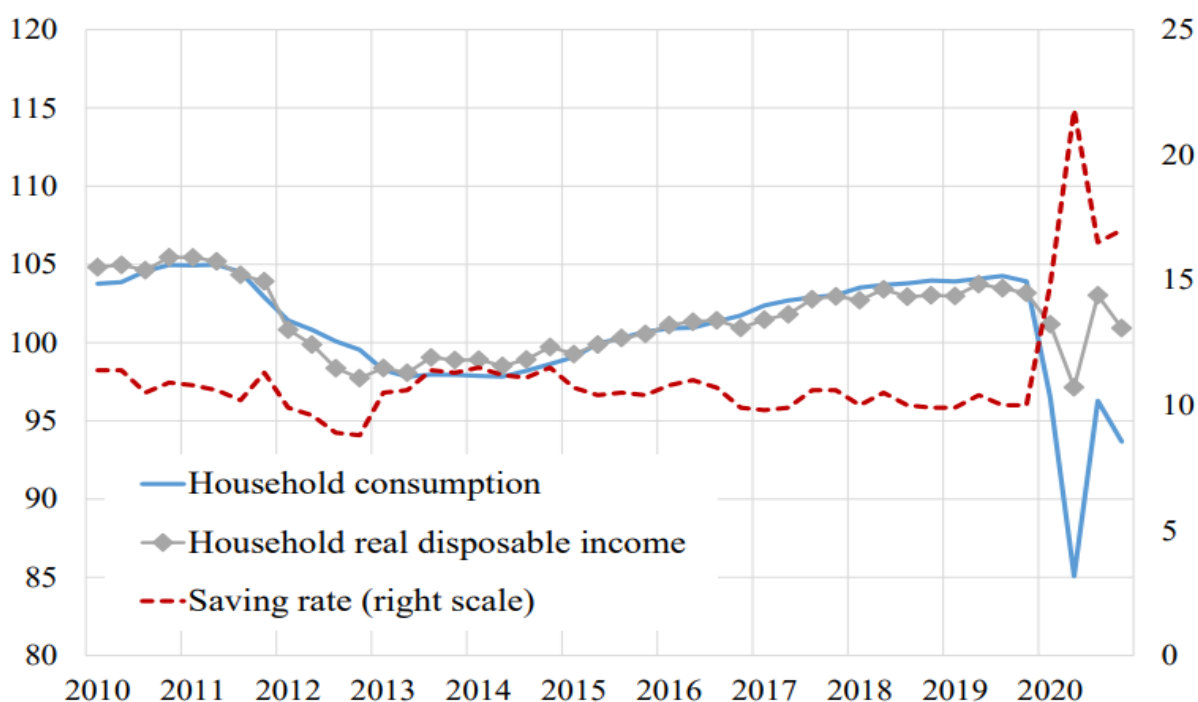
⁵³ <<https://bit.ly/3PFlosu>>. Si veda anche <<https://bit.ly/38TaoXI>>.



5 GLI INVESTIMENTI IN FINANZA SOSTENIBILE IN ITALIA

Il 2020 è stato un anno particolare a causa della diffusione del Covid-19, che ha aggravato la situazione sanitaria, economica e sociale della maggior parte dei Paesi di tutto il mondo. I redditi disponibili, dopo la crisi economia del 2008, che ha avuto i suoi più evidenti effetti sull'economia italiana dopo il 2011, sono diminuiti drasticamente e in seguito crollati a seguito della pandemia durante il 2020, portando con sé una riduzione dei consumi repentina e senza precedenti. A fronte di questo fenomeno, scaturito da un'esternalità negativa dirompente come la pandemia, ha fatto seguito una corsa al risparmio che ha riguardato marcatamente gli stessi mesi del 2020 (figura 5.1). Nel 2020 la caduta dei consumi aggregati è stata di molto superiore a quella prevedibile in base all'andamento delle determinanti tradizionali, come il reddito permanente, le ore lavorate, la ricchezza, le condizioni di finanziamento e le attese sul mercato del lavoro (De Bonis *et al.* 2020; Guglielminetti e Rondinelli 2021) e questo è dovuto, appunto, ad un fattore così estremo e inusuale come la pandemia (con il relativo periodo di *lockdown* a cui molti Paesi si sono sottoposti).

Figura 5.1 Consumo delle famiglie in Italia, reddito disponibile e tasso di risparmio (2010-2021)



Fonte: Guglielminetti e Rondinelli (2020)



Il Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane⁵⁴ (2020b) analizza il comportamento degli investitori durante la pandemia, periodo di massima turbolenza dei mercati finanziari, e indaga l'attitudine degli intervistati verso gli investimenti socialmente responsabili, i servizi di investimento digitalizzati e le cripto valute. Sebbene permanga l'esistenza di alcuni fattori che disincentivano l'investimento come la mancanza di risparmi da investire, la scarsa fiducia e il basso livello di conoscenza finanziaria, nel 2020 la partecipazione agli investimenti delle famiglie italiane è lievemente aumentata rispetto all'anno precedente passando dal 30% al 33%. Tra i molteplici canali di investimento, l'*equity crowdfunding* è uno dei settori cresciuto fortemente negli ultimi anni ed ha cominciato a diffondersi a livello europeo e nazionale grazie a diversi aspetti che ne contraddistinguono l'attrattività oltre alla possibilità di diversificare il portafoglio dei titoli posseduti.

Secondo le stime della Banca d'Italia, nel 2020 la ricchezza totale netta delle famiglie, ossia il valore delle attività finanziarie e reali al netto delle passività, è salita a 8,6 volte rispetto al reddito disponibile (era 8,3 nel 2019), per effetto principalmente della riduzione di quest'ultimo. La ricchezza lorda è aumentata a seguito dell'incremento delle attività finanziarie (pari al 2,2%), sospinte dalla forte crescita del risparmio che ha più che compensato la diminuzione dei prezzi dei titoli.

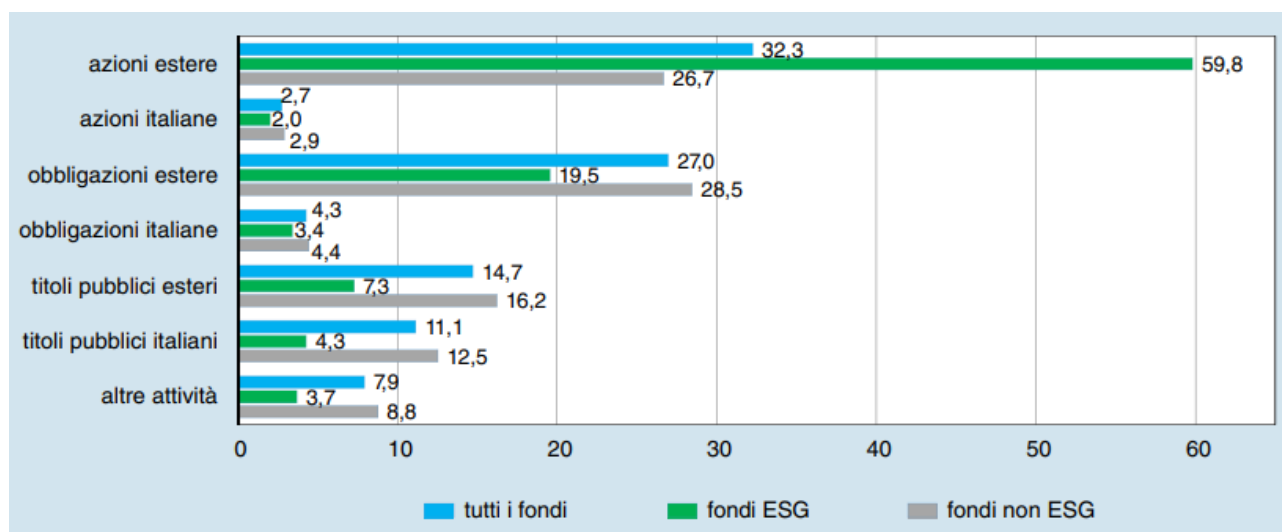
A fronte di un'elevata incertezza sull'evoluzione della pandemia e sui tempi della ripresa, le famiglie hanno mostrato cautela verso nuovi investimenti, privilegiando attività finanziarie liquide: i depositi rappresentano il 28% delle attività finanziarie delle famiglie nel 2020, crescendo di 85 miliardi rispetto al 2019. Sono state acquistate anche polizze assicurative e quote di fondi comuni, che favoriscono la diversificazione del rischio di portafoglio mentre sono proseguiti i disinvestimenti netti da azioni e da obbligazioni. Attraverso i prodotti del risparmio gestito i nuclei familiari hanno potuto scegliere tipologie di investimento che rispettano i criteri ambientali, sociali e di governance⁵⁵ (ESG criteria) si stima che alla fine del 2020 il 17% delle quote di fondi comuni italiani ed esteri detenute dalle famiglie fosse costituito da fondi ESG. Secondo i risultati di una analisi della Banca d'Italia (2021), alla fine del 2020 i fondi ESG investivano quasi l'80% del risparmio raccolto dalle famiglie in azioni e obbligazioni estere (figura 5.2) mentre solo il 5,4% in azioni e obbligazioni italiane. Il valore così squilibrato di queste percentuali riflette il fatto che l'offerta di strumenti finanziari da parte delle imprese italiane, già limitata nel mercato tradizionale (Cardillo e Coletta 2017), è particolarmente contenuta per i titoli che rispettano i requisiti di sostenibilità.

⁵⁴ L'Osservatorio Consob per il 2020 su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane' raccoglie i dati relativi a un campione di 3.274 individui, rappresentativo dei decisori finanziari italiani, di cui 1.105 intervistati anche nei due anni precedenti <<https://bit.ly/3NRRfEL>>.

⁵⁵ L'individuazione dei fondi comuni ESG è basata sulle informazioni disponibili nell'archivio *Morningstar Direct*.



Figura 5.2 Quote di fondi comuni detenute dalle famiglie: composizione degli investimenti finali (*) (valori percentuali; tutti i fondi, fondi ESG, fondi non ESG)



(*) Famiglie consumatrici e produttrici e ISP al servizio delle famiglie. I dati si riferiscono a dicembre del 2020. Le altre attività comprendono i depositi, i prestiti e le attività residuali.

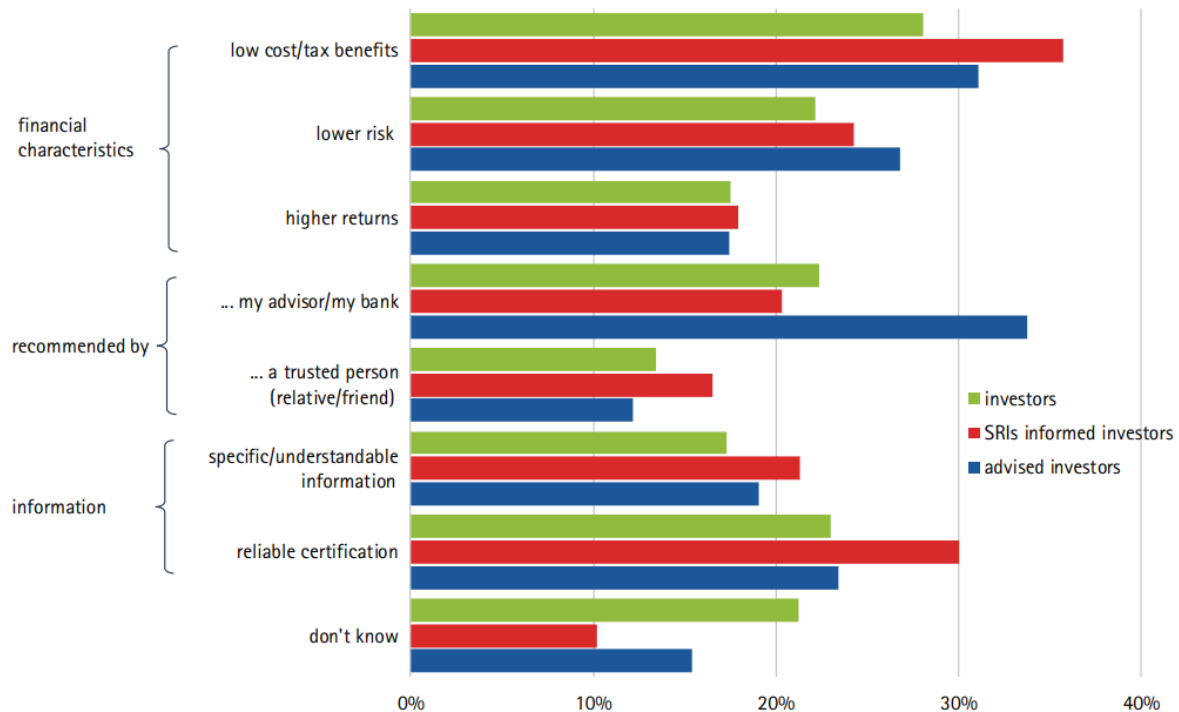
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (segnalazioni di vigilanza), Securities Holdings Statistics e Morningstar Direct

Un approfondimento sugli investimenti ESG della Consob (2020a) mette in evidenza come gli investimenti sostenibili e socialmente responsabili (SRI) sono alternative ancora poco conosciute. Nel 2020, infatti, meno del 30% degli investitori dichiara di conoscere gli SRI sebbene tale quota risulti in crescita rispetto alle rilevazioni precedenti. Tale percentuale sale al 70% circa se si considerano coloro che dichiarano di averne almeno sentito parlare. Gli SRI rimangono poco diffusi, sebbene sia in aumento rispetto al 2019 la quota di coloro che rispondono di aver ricevuto una raccomandazione all'investimento in SRI dal proprio consulente, circa il 60% degli investitori dichiara di non esserne stato informato sia nel 2019 che nel 2020. La maggior parte degli intervistati associa gli SRI al rispetto di valori etici e sociali, sebbene tra i fattori che possono rendere attrattivo l'investimento vengano segnalati soprattutto incentivi fiscali e minori costi, seguiti dalla raccomandazione esplicita del consulente e dalla disponibilità di una certificazione che confermi la natura ESG dell'investimento (figura 5.3).



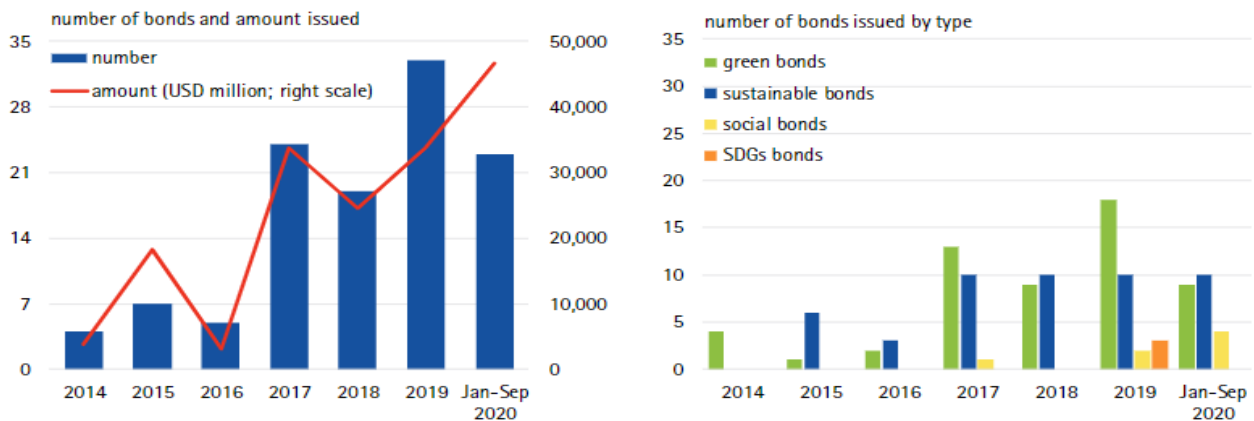
Figura 5.3 Caratteristiche accattivanti negli Investimenti Socialmente Responsabili — SRI

which factors would make you take into consideration SRIs?
(multiple answers)



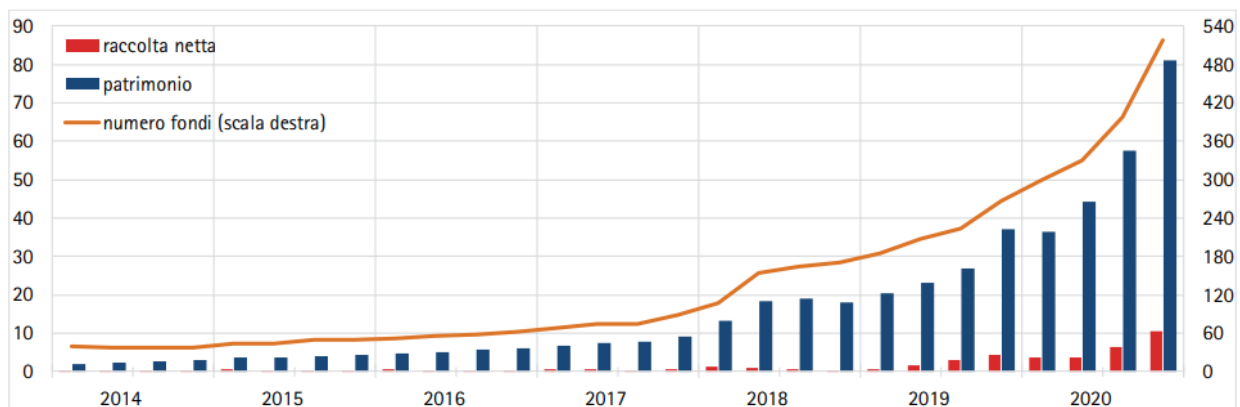
Fonte: Consob (2020a)

Nel 2020 le emissioni di obbligazioni ESG censite da Borsa Italiana a partire dal 2017, dopo la lenta crescita osservata negli anni scorsi, hanno segnato una forte accelerazione (figura 5.4). Gli emittenti sono rappresentati principalmente da organismi sovranazionali, mentre il coinvolgimento del settore privato sembra ancora piuttosto limitato. I titoli *green* e *sustainable* rappresentano il 95% dei titoli emessi mentre i restanti (*social bonds* e *SDGs bonds*) occupano quote residuali, anche se in recente crescita.


Figura 5.4 ESG bonds emessi nella Borsa Italiana


Fonte: elaborazioni Consob su dati Borsa Italiana (2020a)

Parimenti il comparto dei fondi di investimento italiani che seguono strategie sostenibili è cresciuto in maniera significativa negli ultimi anni. In particolare, nel 2020, secondo Assogestioni, la raccolta netta riferibile a questa tipologia di fondi ha superato i 24 miliardi di euro, in netto aumento rispetto ai 10 miliardi dell'anno precedente, portando il patrimonio complessivo a oltre 80 miliardi di euro per 518 prodotti, rispettivamente, 27 miliardi per 266 fondi a fine 2019 (figura 5.5).

Figura 5.5 Raccolta, patrimonio e numero di fondi italiani che seguono strategie sostenibili (dati trimestrali; valori monetari in milioni di euro)


Fonte: elaborazioni Consob su dati Assogestioni (2020)

Secondo l'ultima indagine Censis⁵⁶ (2020), il 63,4% degli italiani (il 68,4% tra i giovani, il 71,9% tra i laureati) conosce gli strumenti finanziari ESG. Il 52,5% sarebbe interessato investirci soprattutto nei prodotti *green*: per il 63,9% degli italiani gli investimenti ESG rappresentano una opportunità per investire bene e dare prova dei valori nei quali si crede. Anche per i consulenti finanziari gli investimenti responsabili attirano più di prima. Secondo l'82,4% la clientela è molto o abbastanza interessata ai

⁵⁶ <<https://bit.ly/3wQv6zF>>.



prodotti ESG, il 76,9% nota una maggiore attenzione rispetto al periodo pre-Covid-19 e il 68,3% li propone con più frequenza. Tuttavia, lo stesso rapporto evidenzia la necessità per gli investitori che il green sia autentico e verificato. Gli italiani temono infatti il *green washing*, quale fenomeno legato all'apparente ambientalismo utilizzato dalle aziende per raccogliere consenso e maggiori investimenti: per l'84,6% servono regole condivise a livello europeo e strumenti come l'adozione di marchi — ad esempio un bollino — con cui gli investitori possano identificare i prodotti finanziari green. L'80,8% (l'84,7% tra i benestanti, l'82,7% tra i laureati) introdurrebbe penalizzazioni per le aziende o i fondi di investimento che non rispettano le finalità ambientali e sociali indicate, dando anche la possibilità agli investitori di recedere subito dall'investimento.



6 LA SOCIAL IMPACT AGENDA E IL RUOLO DEGLI INVESTIMENTI SOCIALMENTE RESPONSABILI

La Social Impact Agenda (SIA) per l'Italia nasce nel 2016 come consorzio che raccoglie le esperienze del precedente *Advisory Board* italiano (ADB) della *Social Impact Investment Taskforce*⁵⁷ (SIIT). Ha come scopo quello di monitorare e rafforzare l'imprenditorialità sociale attraverso lo sviluppo dell'ecosistema degli investimenti ad impatto sociale e in un tale periodo di raccolta di proposte e raccomandazioni sia a livello comunitario con il Piano di azione per la finanza sostenibile, sia a livello nazionale con l'implementazione del PNRR, il suo ruolo diventa quantomeno cruciale, nella definizione dei prossimi obiettivi e nella classificazione delle realtà esistenti (SIIT 2014). Recentemente la SIA ha proposto un documento per rafforzare e modificare alcuni aspetti delle politiche sociali nazionali in occasione del vaglio del PNRR grazie ad un'audizione presso la XII Commissione Parlamentare Affari Sociali. Le quattro le proposte-cardine contenute nella memoria depositata⁵⁸, costituiscono una sorta di *impact recovery*, da attuare attraverso gli strumenti della finanza a impatto: 1) utilizzare gli strumenti della finanza a impatto e gli schemi *pay by result* (anche conosciuti come *Mission related investments* — MRI) a sostegno delle politiche sociali e sanitarie, per favorire le partnership pubblico-private e attrarre risorse private addizionali con lo scopo di soddisfare i nuovi drammatici bisogni sociali post crisi Covid; 2) attuare interventi di ammodernamento e riqualificazione del capitale umano nella Pubblica Amministrazione, lavorando sul rafforzamento delle competenze del personale della PA; 3) diffondere l'uso della valutazione d'impatto come strumento di misurazione dei risultati raggiunti dagli interventi del Piano in tutte le fasi della programmazione europea, non solo ex-post, ma anche in itinere ed ex-ante; 4) valorizzare l'impresa sociale come agente di cambiamento a livello territoriale, anche sostenendola con sgravi fiscali e incentivi.

SIA si è espressa anche nello specifico sul Regolamento 2019/2088 riguardo la tassonomia ESG e l'*impact investing*, ritenendo la regolamentazione in materia un utile strumento per evitare fenomeni di *greenwashing*, limitando prodotti finanziari con accezioni di impatto che non hanno effettività e per contribuire a promuovere la *impact-integrity*, mettendo a punto strumenti di misurazione dell'impatto generato e standard di qualità. Più recentemente è intervenuta partecipando alla consultazione pubblica della *Platform on Sustainable Finance* della Commissione europea sulla tassonomia sociale (ottobre 2021). In particolare, la SIA si aspetta che la tassonomia sociale affianchi la *green taxonomy* e che faciliti l'adozione di pratiche sostenibili piuttosto che diventare un onere o una barriera per le entità economiche. Per fare ciò è necessario che le metriche e le soglie relative ai criteri 'non arrecare danni significativi' e 'contributo sostanziale' siano chiaramente definite, sulla base sia delle prove della ricerca che della responsabilità delle parti interessate, e accompagnate da esempi e studi di casi. Date, infatti,

⁵⁷ <<https://bit.ly/3amWoGi>>.

⁵⁸ La documentazione è visibile al link (attivo a dicembre 2021) <<https://bit.ly/3Gp10HN>>.



le numerose iniziative a livello internazionale in materia di misurazione e rendicontazione dell'impatto, la Piattaforma dovrebbe dedicare particolare attenzione all'armonizzazione e all'allineamento degli standard e delle linee guida internazionali per favorire la convergenza e la comparabilità in modo trasparente e coerente. L'obiettivo è quello di rendere la tassonomia sociale più in sintonia con i contesti diversi e con differenti gruppi di *stakeholders*.

7 CONCLUSIONI: CRITICITÀ, CAPACITÀ E OPPORTUNITÀ

La presa d'atto che fattori ambientali e sociali debbano far parte del tessuto economico e produttivo, sempre più influenzato oggi dal settore finanziario, è un punto di arrivo da cui, d'ora in avanti, non si tornerà più indietro. L'emanazione dei regolamenti europei, nel più vasto piano dedicato a finanziare una crescita sostenibile, passando per il Green Deal europeo del 2019 e seguendo il tracciato degli obiettivi del millennio fissati nel 2015, dimostra la piena volontà dell'Unione di applicare una svolta ai meccanismi decisionali di indirizzo economico, non solo puntando su alcuni settori trainanti come l'innovazione tecnologica e le telecomunicazioni, come si è fatto in passato, ma caratterizzando tali investimenti per la loro sostenibilità. L'impressione è che questa svolta sia stata da una parte ineluttabile, dall'altra repentina, in misura della necessaria urgenza di ridurre l'impatto umano (in termini di *ecological footprint*) sul clima e l'ambiente, come dimostrato da numerosi e recenti studi scientifici sul tema. In passato simili avvertimenti sono stati in qualche modo ignorati, come nel caso dello storico studio dei coniugi Meadow dedicato ai 'limiti dello sviluppo' (Meadows *et al.* 1972). Allora la previsione che dopo l'anno 2000 l'umanità si sarebbe scontrata con la rarefazione delle risorse naturali fu sostanzialmente rigettata dalla cultura economica internazionale nella convinzione che lo sviluppo tecnologico avrebbe sopperito a ogni rarefazione di risorse. Oggi la convinzione che lo sviluppo tecnologico presupponga una inarrestabile domanda di energia, seppur in proporzioni sempre più efficienti, non rende affatto automatico questo paradigma, che somiglia più ad una giustificazione per il differimento a generazioni future di un problema non più differibile. La risposta dell'Unione appare quindi scontata e l'approccio dettato in particolare dalla presidenza di Ursula von der Leyen dal 2019 sembra non dare ombra di dubbio sull'importanza che avranno questo tipo di misurazioni nel prossimo futuro, foraggiate anche dal lavoro della Piattaforma per la finanza sostenibile⁵⁹, costituita nel 2020 per costruire un corpo legislativo completo alla finanza sostenibile. La tassonomia rappresenta in tal senso uno strumento con cui le attività economiche dovranno misurarsi, in primis quelle individuate dallo stesso rapporto tecnico, e adeguarsi per poter continuare a competere sul mercato, finanziario o reale che sia. Come afferma la stessa Commissione europea, inoltre, la Tassonomia rappresenta un documento in divenire, che "continuerà ad evolvere nel tempo alla luce degli sviluppi e del progresso tecnologico", e i cui criteri "saranno riesaminati periodicamente, in modo da potervi aggiungere via via nuovi settori e attività, comprese attività di transizione e altre attività abilitanti"⁶⁰.

⁵⁹ <<https://bit.ly/38JXxay>>.

⁶⁰ Si veda dichiarazione stampa della Commissione europea del 21 aprile 2021 <<https://bit.ly/3PIR5kw>>.



7.1 Serve la capacità di sostenere la riconversione ecologica

La necessità di questo mutamento di paradigma non rappresenta, tuttavia, un facile processo di adattamento soprattutto per un tessuto produttivo, come quello italiano, caratterizzato da un numero significativo di operatori di piccole e medie dimensioni che, a dispetto dei più grandi gruppi nazionali e internazionali, risentono maggiormente dei costi di implementazione ma anche dei rischi di non-implementazione: chi, infatti, non si adeguerà (non tutte le previsioni sono obbligatorie) dovrà comunque dare giustificazione ai clienti in merito al fatto che i propri processi decisionali e i propri prodotti o servizi non tengano conto dei fattori ESG o di parte di essi, secondo la formula del *comply or explain*.

Fondamentalmente il problema, nel prossimo futuro, sarà quello di finanziare gli investimenti necessari a riconvertire le attività economiche per renderle più sostenibili. Secondo alcune indagini esplorative⁶¹, tra le 203 mila imprese italiane operanti nell'insieme delle attività individuate dalla tassonomia vi sarebbero circa 76 mila imprese solide, cioè con una probabilità di default molto ridotta, che potrebbero avere la struttura finanziaria adatta a finanziare investimenti per la riconversione in chiave ecologica delle proprie attività (Cerved 2021). A livello territoriale, la gran parte delle risorse finanziarie che possono essere mobilitate per investimenti di riconversione ecologica si concentra nelle regioni del Nord (40 mld su 55 mld totali), mentre nel Mezzogiorno - l'area caratterizzata dall'incidenza occupazionale più alta nei settori della tassonomia - il potenziale livello di investimenti è di solo 6 miliardi di euro.

La situazione degli istituti di credito sembra essere più rassicurante dal momento che l'attenzione crescente in settori sostenibili è diventata una realtà già consolidata da tempo, testimoniata anche dalla creazione, nel 2017, del Network for Greening the Financial System (NGFS), una rete globale di banche centrali e autorità di supervisione che promuove la condivisione di esperienze e delle migliori pratiche in tema di gestione dei rischi ambientali nel settore finanziario, con uno specifico focus sui rischi climatici⁶². L'analisi della Banca d'Italia (Bernardini *et al.* 2021; Faiella *et al.* 2021) dimostra come i fondi con un minore *ESG risk* si sono comportati meglio rispetto agli altri, con una differenza di circa cinque punti base. Lo studio rivela che la sostenibilità è considerata una protezione di valore in tempi di volatilità ed usare i criteri ESG come copertura può rivelarsi più razionale che non utilizzarli, visto che i titoli *low risk* hanno avuto performance migliori dei concorrenti. I risultati dello studio di Banca d'Italia sono in linea con quelli ottenuti da Morningstar in altre analisi che hanno riguardato i fondi sostenibili⁶³. Il settore bancario sa bene inoltre che, a seguito della pandemia Covid-19, una delle lezioni apprese riguarda l'impatto di eventi imprevedibili sull'economia globale⁶⁴, lezione valida anche per gli effetti

⁶¹ <<https://bit.ly/3IEUjUu>> Dalla stessa agenzia si consiglia anche l'interessante Rapporto Cerved (aprile 2021) <<https://bit.ly/3LMJHSb>>.

⁶² L'NGFS, cui aderisce anche la Banca d'Italia, ha pubblicato due rapporti sugli investimenti sostenibili (NGFS 2019, NGFS 2020a). Inoltre l'NGFS ha prodotto un primo insieme di scenari climatici standard (NGFS 2020b) che possono aiutare le banche centrali e le autorità di supervisione a definire esercizi di stress test climatici omogenei e confrontabili.

⁶³ <<https://bit.ly/3PKFS2T>>.

⁶⁴ Per un interessante approfondimento si consultino i testi sulla *Knightian Uncertainty Hypothesis* — *KUH*, basati sul testo di Frank Knight del 1921 *Risk, Uncertainty, and Profit*, come ad esempio il recente Frydman R. *et al.* (2019) <<https://bit.ly/3IHFKni>>.

disastrosi dei cambiamenti climatici, oltre che per la connessione tra i due. Il *climate change* è forse la questione più influente nella scelta degli investimenti e dei loro rendimenti futuri: gli investitori sono sempre più consapevoli delle conseguenze di eventi meteorologici estremi sulle aziende e della transizione verso sistemi produttivi meno dipendenti dalle fonti fossili.

Per sostenere le imprese e le agenzie in questa riconversione sono giudicati positivamente gli aiuti introdotti dall'Unione europea, come il programma InvestEU di 500mld e il piano di investimenti del Green Deal europeo finanziato dal Fondo per una giusta transizione di 17,5mld, che aiuteranno le imprese e gli intermediari a adeguarsi al nuovo corso. Quest'ultimo piano mobilerà almeno 1.000 miliardi di euro di investimenti sostenibili mentre il bilancio dell'UE destinerà al clima e all'ambiente la più ingente porzione di spesa pubblica mai assegnata finora. Anche il Fondo sociale per il clima, nell'ambito del pacchetto Fit for 55, destinato ad investimenti nei settori del clima, dell'energia, dei trasporti e della fiscalità, avrà un impatto fondamentale, visto che l'Italia è beneficiaria della quota maggiore dei fondi, con un budget di 7,7 mld di euro. Nondimeno il PNRR italiano prevede di destinare il 37% del totale dei finanziamenti europei derivati dal Recovery Plan ad azioni a favore della transizione verde e il 25% alla trasformazione digitale. Da sole, dunque, queste linee di intervento sommano quasi i 2/3 dei 199,5 miliardi di euro che l'Italia riceverebbe entro il 2026, dimostrando quanto sia ritenuto strategico il sostegno alla transizione nella loro direzione.

7.2 Potenziare il fattore sociale degli ESG criteria

Il Technical Expert Group ha dedicato un intero capitolo (Towards a fully realised Taxonomy , cap. 4.1, pag.51) del Rapporto finale sulla tassonomia UE⁶⁵ (TEG 2020) ai due tasselli fondamentali che mancano all'attuale Regolamento e che non ha potuto inserire (su decisione della Commissione europea) all'interno dei criteri di selezione per le attività definite sostenibili: i fattori sociali e i criteri *brown*⁶⁶, quelli cioè che classificano le attività inquinanti. I criteri sociali al momento, infatti, non rientrano nella tassonomia, dove viene solo specificato che dovranno essere rispettate soglie di salvaguardia minime in ambito sociale: l'allineamento alle linee guida dell'Ocse per le multinazionali e ai *Guiding Principles on Business and Human Rights* delle Nazioni Unite. Ma gli stessi membri del TEG li ritengono un fattore importante, tanto da scrivere individualmente una lettera alla Commissione invitando ad inserire in modo più stringente criteri sociali nella Tassonomia. In Parlamento si è dibattuto in merito alla possibilità di introdurre anche una tassonomia sociale, in luogo di semplici garanzie minime per le attività eco-compatibili, ma un voto controverso all'inizio del 2019 ha respinto la proposta di inserire tali

⁶⁵ <<https://bit.ly/3MLFKyd>>.

⁶⁶ Con il termine *brown activities* (letteralmente 'attività marroni') si fa riferimento alle attività non eco-compatibili, per esempio quelle ad alta intensità di carbonio. Alcuni investitori e autorità di vigilanza ritengono che potrebbe essere più utile identificare le attività che pregiudicano l'Accordo di Parigi, dal momento che verosimilmente questi asset sono correlati con maggior evidenza al rischio d'investimento (rendendo tale informazione cruciale soprattutto per gli investitori del mercato obbligazionario). Tuttavia, nel corso dei lavori la Commissione europea ha chiarito che l'intenzione non è 'punire' imprese e investitori, pertanto non ha tenuto in considerazione le richieste per una versione *brown* della tassonomia. Anche il Parlamento europeo ha respinto l'emendamento.



impegni. Nel 2021, tuttavia, la Commissione UE ha avviato una raccolta di proposte sulla tassonomia sociale e su una tassonomia estesa per sostenere la transizione economica⁶⁷.

Con l'inserimento di criteri *brown* invece, secondo lo stesso TEG, si permetterebbe alle aziende di spiegare i miglioramenti incrementali alle loro attività e ricevere un riconoscimento positivo dal mercato. Un incentivo dato dal c.d. *brown penalising factor*, il fattore penalizzante *brown*. A detta di molti — banche centrali, Ong, esperti di finanza — le attività *brown* sono anche un migliore indicatore di rischio. Tuttavia, l'opposizione dal mondo dell'industria è stata troppo forte, per il timore probabilmente di finire nella lista nera delle attività inquinanti.

Dalla tassonomia ci si aspettava anche un contributo per fare chiarezza nel mondo dell'investimento sostenibile e responsabile (SRI), visto che oggi dietro un prodotto finanziario che si propone di essere sostenibile si possono trovare attività poco in linea con i principi fondamentali della SRI. Il *final report* ha raggiunto questo obiettivo solo in parte, anzitutto perché un investimento secondo criteri ESG segue appunto questi tre parametri: ambientali, sociali e di governance mentre la tassonomia definisce 'solo' l'impatto ambientale. In questa fase mancano regole precise e universali riguardo gli altri due fronti.

Un'altra nota di disappunto, in merito alle attività che sono state classificate, risiede nella mancanza, ad oggi, del settore agricolo, mentre bioenergie e silvicoltura sono incluse nell'atto delegato di aprile. L'agricoltura invero riveste un ruolo centrale nella mitigazione dei cambiamenti climatici, così come nella tutela delle biodiversità, ma dal momento che sono in corso negoziati interistituzionali sulla Politica Agricola Comune, si è ritenuto di rinviare una decisione ad un prossimo atto delegato.

7.3 Promuovere un'indagine pilota basata sulla tassonomia in Italia

La Germania ha già condotto un'indagine per capire quanto le proprie aziende sono sostenibili. Il BMU (il Ministero federale dell'ambiente tedesco), ha avviato il primo progetto di ricerca per valutare come le principali società quotate in Borsa si allineino alla Tassonomia Ue⁶⁸. Si tratta di quasi 430 delle principali aziende europee che hanno partecipato all'indagine sulla finanza sostenibile. Alle società finanziarie è stato chiesto, ad esempio, di indicare quanti dei loro prodotti/attività sono allineati alla Tassonomia e quali finanziamenti offrono a sostegno della mitigazione o dell'adattamento al cambiamento climatico. Anche il Carbon Disclosure Project ha avviato una campagna informativa nel 2021, evidenziando che per oltre 13mila società coinvolte una su tre ha sviluppato un piano di transizione a basse emissioni di carbonio, ma solo l'1% delle organizzazioni ha fornito una *disclosure* adeguata agli *stakeholder*⁶⁹.

Una indagine simile condotta in Italia potrebbe essere un veicolo informativo per le aziende interessate, dal momento che in Europa e in Italia sta crescendo l'attenzione per gli investimenti sostenibili e una

⁶⁷ La Piattaforma sulla finanza sostenibile ha raccolto i risultati e pubblicato il Social Taxonomy Report (28 febbraio 2022) <<https://bit.ly/3tjCNgR>>.

⁶⁸ <<https://bit.ly/3NSupwD>>.

⁶⁹ <<https://bit.ly/3MO85nx>>.

sensibilità verso i fattori ESG, ma, secondo una recente indagine della Consob⁷⁰ (2020a), più della metà degli investitori e il 45% dei consulenti ancora dichiarano di non avere nemmeno una conoscenza di base dei prodotti finanziari responsabili. La stessa indagine Consob rileva che il 40% dei clienti tiene molto in considerazione gli impatti ambientali e sociali delle proprie scelte finanziarie e di investimento, anche se solo il 19% dichiara di possedere prodotti finanziari sostenibili e solo il 13% si ritiene ben informato a fronte di un 26% che si riconosce una conoscenza di base. Insomma, alcuni ostacoli devono essere superati, soprattutto attraverso una seria campagna di sensibilizzazione sui temi della sostenibilità, ma sicuramente ci troviamo sulla buona e giusta strada che deve però essere accompagnata da indagini istituzionali. Nel 2022 la Banca d'Italia⁷¹ pubblicherà un primo rapporto sugli investimenti sostenibili e i rischi climatici che avrà come punto di riferimento le raccomandazioni della *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (TCFD). Un ulteriore approfondimento potrebbe essere condotto dall'Inapp⁷² che detiene uno storico importante di indagini campionarie dirette a imprese e lavoratori (RIL, PLUS, Qualità del Lavoro) e che potrebbe indagare sul livello di conoscenza di strumenti ESG dal punto di vista dei risparmiatori messa a confronto con la diffusione di tali pratiche tra le imprese e il Terzo Settore. Un ulteriore sviluppo sarebbe quello di raccogliere dati più approfonditi sui criteri ESG adottati, in quanto risulta da numerose fonti come gli investitori siano attualmente costretti ad utilizzare diverse fonti non ufficiali per catalogare le aziende in base alla loro sostenibilità⁷³. La sfida è aperta ed è arrivato il momento di accompagnare la transizione giusta nella direzione giusta: tale compito riguarda tanto il pubblico quanto il privato. In particolare, il Terzo Settore si trova in una posizione privilegiata per inserirsi in questo contesto per sintonia di obiettivi e le modalità di gestione partecipative e inclusive che da sempre adotta nel perseguimento della propria mission.

⁷⁰ Consob (2020a) L'indagine analizza la relazione consulente-cliente allo scopo di comprenderne le dinamiche e individuare aree di miglioramento connesse a eventuali distonie informative e conoscitive <<https://bit.ly/3NuxTVM>>.

⁷¹ Nel luglio 2021 la Banca d'Italia ha anche pubblicato la Carta degli investimenti sostenibili che definisce la visione e i principi di riferimento per la gestione sostenibile dei propri investimenti finanziari in euro e delle riserve in valuta <<https://bit.ly/3NxvFoh>>.

⁷² Istituto nazionale per l'analisi delle politiche pubbliche <<https://bit.ly/3wIIRkW>>.

⁷³ Si vede l'interessante articolo del Sole24h sulla necessità di una banca dati unica a livello europeo <<https://bit.ly/3IFtfbw>>.



BIBLIOGRAFIA

- Azemati H., Belinsky M., Gillette R., Liebman J., Sellman A., Wyse A. (2013), Social Impact Bonds. Lessons Learned So Far, *Community Development Investment Review*, 9, n.1, pp.23-33
- Banca d'Italia (2021), *Relazione annuale. Anno 2020 - centoventesettesimo esercizio*, Roma, Banca d'Italia <<https://bit.ly/3PSv8zK>>
- Bernardini E., Faiella I., Lavecchia L., Natoli F., Mistretta A. (2021), *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, Questioni di economia e finanza n.608, Roma, Banca d'Italia
- Blundell R., Costa Dias M., Joyce R., Xu X. (2020), COVID-19 and Inequalities, *Fiscal Studies*, 41, n.2, pp.291-319
- Bonacini L., Gallo G., Scicchitano S. (2021), Working from home and income inequality. Risks of a 'new normal' with COVID-19, *Journal of Population Economics*, 34, n.1, pp.303-360
- Brown C.S., Ravallion M. (2020), *Inequality and the Coronavirus. Socioeconomic Covariates of Behavioral Responses and Viral Outcomes Across US Counties*, NBER Working Papers n.27549, Cambridge MA, NBER
- Brunori P., Maitino M.L., Ravagli L., Sciclone N. (2020), *Distant and Unequal. Lockdown and Inequalities in Italy*, Working Papers - Economics n.13, Firenze, DISEI Università degli Studi di Firenze
- Bugg-Levine A., Emerson J. (2011), *Impact Investing. Transforming How We Make Money While Making a Difference*, San Francisco CA, Jossey-Bass
- Bugg-Levine A., Kogute B., Kulatikala N. (2012), A New Approach to Funding Social Enterprises, in 78 *Harvard Business Review*, 90, n.1/2, pp.118-123
- Burke M., Hsiang S.M., Miguel E. (2015), Global non-linear effect of temperature on economic production, *Nature*, 527, n.7577, pp.235-239
- Cardillo A., Coletta M. (2017), *Gli investimenti delle famiglie attraverso i prodotti italiani del risparmio gestito*, Questioni di economia e finanza n.409, Roma, Banca d'Italia
- Censis, Assogestioni (2021), *Gli italiani e la finanza sostenibile, per andare oltre la pandemia. 2° Rapporto Censis-Assogestioni*, Roma, Censis
- Cerqua A., Letta M. (2021), *Local inequalities of the COVID-19 crisis*, GLO Discussion Paper n.875, Essen, Global Labor Organization
- Cerved (2021), *Rapporto Cerved PMI 2021*, San Donato Milanese, Cerved
- Ciarini A. (2018), Tra finanza e innovazione sociale. Pressioni esterne e varietà nazionali, *La Rivista delle Politiche Sociali*, n.3, pp.185-207

- Clouston S.A.P., Natale G., Link B.G. (2021), Socioeconomic inequalities in the spread of coronavirus-19 in the United States. A examination of the emergence of social inequalities, *Social Science & Medicine*, 268, article 113554
- Consob (2020a), *La relazione consulente-cliente. Indagine mirroring su sostenibilità e investimenti*, Roma, Consob <<https://bit.ly/3t4gvj5>>
- Consob (2020b), *Report on financial investments of Italian households. Behavioural attitudes and approaches*, Roma, Consob <<https://bit.ly/3LTigGk>>
- Dasgupta P. (2021), The Economics of Biodiversity. The Dasgupta Review, London, HM Treasury <<https://bit.ly/3xf8AAN>>
- De Bonis R., Liberati D., Muellbauer J., Rondinelli C. (2020), *Consumption and wealth. New evidence from Italy*, Temi di discussione n.1304, Roma, Banca d'Italia
- Diffenbaugh N.S., Burke M. (2019), Global warming has increased global economic inequality, *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 116, n.20, pp.9808-9813
- Di Raimo R., Mignone C. (2017), Strumenti di finanziamento al terzo settore e politiche di intervento locale nella "società inclusiva" europea. (Dalla filantropia alla finanza alternativa), *Giustizia Civile*, n.1, pp.139-197
- Emerson J. (2015), Venture Philanthropy, in Nicholls A., Paton R., Emerson J. (eds.), *Social Finance*, Oxford, Oxford University Press, pp.185-206
- European Commission (2020), *Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088*, OJ L 198, 22.6.2020 <<https://bit.ly/3Q2b1bD>>
- European Commission (2019), *Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector*, OJ L 317, 9.12.2019 <<https://bit.ly/3mmnvE7>>
- Faiella I., Bernardini E., Di Giampaolo J., Fruzzetti M., Letta S., Loffredo R., Nasti S. (2021), *Climate and environmental risks. Measuring the exposure of investments*, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento. Approfondimenti n.15, Roma, Banca d'Italia
- Frydman R., Johansen S., Rahbek A., Tabor M.N. (2019), *The Knightian Uncertainty Hypothesis. Unforeseeable Change and Muth's Consistency Constraint in Modeling Aggregate Outcomes*, INET Working Paper n.92, New York, Institute for New Economic Thinking
- Guglielminetti E., Rondinelli C. (2021), *Consumption and saving patterns in Italy during Covid-19*, Questioni di economia e finanza n.620, Roma, Banca d'Italia <<https://bit.ly/3PL3LYp>>
- Hazenbergh R., Hall K. (2016), Public Service Mutuals. Towards a Theoretical Understanding of the Spin-Out Process, *Policy & Politics*, 44, n.3, pp.441-463



- IPCC (2022), *Climate Change 2022. Impacts, Adaptation and Vulnerability*, Cambridge, Cambridge University Press <<https://bit.ly/38R6ZJf>>
- IPCC (2021), *Climate Change 2021. The Physical Science Basis*, Cambridge, Cambridge University Press <<https://bit.ly/38B0Hxe>>
- IPCC, Pörtner H.-O., Roberts D.C., Masson-Delmotte V., Zhai P., Tignor M., Poloczanska E., Mintenbeck K., Alegría A., Nicolai M., Okem A., Petzold J., Rama B., Weyer N.M. (eds.) (2019), *IPCC Special Report on the Ocean and Cryosphere in a Changing Climate*, Cambridge and New York, Cambridge University Press <<https://bit.ly/3Gxsr2n>>
- IPCC (2019), *Special Report on Special Report on the Ocean and Cryosphere in a Changing Climate (SROCC)*, Cambridge, Cambridge University Press <<https://bit.ly/3NWmT3F>>
- Kalkuhl M., Wenz L. (2020), The impact of climate conditions on economic production. Evidence from a global panel of regions, *Journal of Environmental Economics and Management*, 103, article 102360
- La Torre M., Calderini M. (2018), *Social, Impact Investing Beyond the SIB. Evidence from the Market*, London, Palgrave Macmillan
- La Torre M., Chiappini H. (2021), Sustainable Finance. Emerging Challenges and Opportunities, in La Torre M., Chiappini H. (eds.), *Contemporary Issues in Sustainable Finance. Financial Products and Financial Institutions*, London, Palgrave Macmillan, pp.1-4
- Maino F., Ferrera M. (a cura di) (2017), *Terzo Rapporto sul secondo welfare in Italia. 2017*, Torino, Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi
- Meadows D.H., Meadows D.L., Randers J., Behrens III W.W. (1972), *The Limits to Growth. A Report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind*, New York, Universe Books
- Mignone C. (2015), Finanza alternativa e innovazione sociale. Prolegomeni ad una teoria dell'«impact investing», in S.I.S.Di.C (a cura di), *Benessere e regole dei rapporti civili. Lo sviluppo oltre la crisi. Atti del IX Convegno Nazionale in ricordo di Giovanni Gabrielli. 8-9-10 maggio 2014*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, pp.343-376
- NGFS (2020a), *A Status Report on Financial Institutions' Experiences from working with green, non green and brown financial assets and a potential risk differential*, NGFS Secretariat/Banque de France <<https://bit.ly/38TWpkN>>
- NGFS (2020b), *NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors*, NGFS Secretariat/Banque de France <<https://bit.ly/3N8r7Fw>>
- NGFS (2019), *A call for action, climate change as a source of financial risk*, First Comprehensive Report, April 2019 <<https://bit.ly/3NIqIiU>>
- Pasi G. (a cura di) (2017), *Modelli di risposta ai nuovi bisogni sociali e possibili scenari di riforma*, Roma, Social Impact Agenda per l'Italia <<https://bit.ly/3NJnjdL>>

Pierson P. (2001), Coping with Permanent Austerity Welfare State Restructuring in Affluent Democracies, in Pierson P. (eds.), *The New Politics of the Welfare State*, Oxford, Oxford University Press, pp.369-406

SIIT - Social Impact Investment Taskforce (2014), *La Finanza che include. Gli investimenti a impatto sociale per una nuova economia. Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8*, Roma, SIIT <<https://bit.ly/3PRWdTp>>

TEG (2020), *Taxonomy. Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*, Bruxelles, European Commission <<https://bit.ly/3MLFKyd>>

