

La lunga marcia dei fattori Esg. Tra regolamentazione e mercato

The long march of Esg factors. Between regulation and markets

Luigi Donato, Banca d'Italia e Sidief

Keywords

Esg, banche, finanza sostenibile, mercato immobiliare

Jel codes

M14, G20, O44, L85

L'articolo considera la rapida affermazione dei principi Environmental, Social, Governance a livello internazionale e nella regolamentazione finanziaria europea. Il tema della finanza sostenibile è approfondito con riguardo al settore bancario (supervisione, gestione dei rischi, organizzazione), all'industria del risparmio gestito, al mercato in crescita dei green bond e dei Btp Green, alla pratica commerciale sleale del greenwashing. È un quadro in evoluzione verso una maggiore trasparenza con parametri europei. Si dimostra poi come il tema Esg sia trasversale e condiviso con gli appalti pubblici e con il mercato immobiliare. Infine si esamina il ruolo delle banche centrali. Le conclusioni guardano ai punti di leva, compresa la transizione digitale, per la progressiva espansione della galassia Esg.

The article considers the rapid advance of the principles Environmental, Social, Governance at international level and in European financial regulation. The theme of Sustainable finance is deepened with regard to the banking sector (supervision, risk management, organization), the asset management industry, the rising markets of Green bonds and Green Btps, the unfair practice of greenwashing. It is an evolving framework towards greater transparency with European parameters. It then shows how the Esg topic is transversal and shared with Public procurement and with the Real estate market. Finally, the role of Central banks is examined. Conclusions look at leverage points, including the digital transition, for progressive expansion of the Esg galaxy.

1. Premessa

La recente rapida affermazione dei principi Esg (Environmental, Social and Governance) nella regolamentazione, nei mercati, negli obiettivi aziendali affonda le radici in una lenta crescita della sensibilità delle istituzioni, delle imprese e dei cittadini a favore di scelte nella direzione di uno sviluppo sostenibile.

Nel paragrafo 2 si sintetizzano i passaggi più significativi delle posizioni internazionali, che si sono andate via via rafforzando a partire dalla questione ambientale; nel paragrafo 3 si punta l'attenzione sull'inserimento a pieno titolo dei principi Esg nella regolamentazione finanziaria europea. Il tema della finanza sostenibile viene poi approfondito con riguardo al settore bancario, all'industria del risparmio gestito, al mercato dei green bond; il quadro è completato dall'analisi del rischio del greenwashing. Seguono poi due

paragrafi che mostrano come il tema Esg sia trasversale e sia condiviso con gli appalti pubblici e con il mercato immobiliare. L'ultimo paragrafo è dedicato al ruolo delle banche centrali. Le conclusioni guardano ai punti di leva per la progressiva espansione della galassia Esg.

2. Lo sviluppo sostenibile

La lunga marcia inizia nel 1987, con il Rapporto Brundtland della World Commission on Environment and Development (Un), che ha indicato alla comunità internazionale la necessità di conciliare lo sviluppo economico con la tutela ambientale, definendo sostenibile uno sviluppo in grado di assicurare «il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri».

Il concetto di sostenibilità, inizialmente legato alla salva-

guardia dell'ambiente (come si evince anche dai principi enunciati nella successiva Dichiarazione di Rio de Janeiro del 1992), si è evoluto nel tempo con il maturare della consapevolezza che un modello di crescita economica sostenibile debba tener conto non soltanto di considerazioni di carattere ambientale ma anche di tipo sociale e di governance dei soggetti, pubblici e privati, chiamati a decidere; nel 2004 è stato infine introdotto ufficialmente il termine Esg (Environmental, Social, Governance) dalla United Nations Global Compact Initiative nel rapporto «Who Cares Wins» fissando così i tre pilastri, in primo luogo etici, dello sviluppo sostenibile.

L'interdipendenza tra lo sviluppo sostenibile e gli aspetti di natura ambientale, sociale e di governance è stata via via riconosciuta a livello globale nell'ambito di numerose iniziative, sfociate nel 2015 nell'adozione di due documenti fondamentali: l'Accordo di Parigi che, per prevenire «pericolosi cambiamenti climatici», ha impegnato i governi a mantenere l'incremento della temperatura media globale ben al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli pre-industriali, e l'Agenda 2030 della Nazioni Unite che ha fissato 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (Sustainable Development Goals, Sdgs) nelle sue tre dimensioni di governance economica, sociale e ambientale, in linea con gli obiettivi poi richiamati nella recente Dichiarazione di Roma, seguita al G20 di fine ottobre 2021.

L'Unione europea, per affrontare le sfide del clima e dell'ambiente in attuazione dell'Accordo di Parigi e dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, ha annunciato nel 2019 l'European Green Deal, con lo scopo di definire iniziative strategiche in vari campi volte al raggiungimento dell'obiettivo della neutralità climatica entro il 2050. Nel solco tracciato dal Green Deal è stato sviluppato il programma straordinario Next Generation Eu (Nguer), lanciato nel 2020 dall'Unione europea in risposta allo shock pandemico; nel riaffermare l'obiettivo della transizione verde si stabilisce che almeno il 37% delle risorse del programma debba essere destinato ad azioni per il clima e per la sostenibilità ambientale e che i progetti finanziati dal programma non debbano avere ripercussioni negative sull'ambiente.

Uno degli strumenti più importanti del Next Generation è il regolamento che istituisce il dispositivo per la ripresa e la resilienza (Rrf, Recovery and Resilient Facility), che ha messo a disposizione degli Stati membri le risorse per affrontare le conseguenze della pandemia, a condizione che ogni Stato predisponesse il proprio Piano per la Ripresa e la Resilienza (Rrp, Recovery and Resilience Plan) con misure focalizzate su sei grandi aree di intervento (pilastri): transizione verde, trasformazione digitale, crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, coesione sociale e territoriale, salute e resilienza economica, sociale e istituzionale, politiche per le nuove generazioni, l'infanzia e i giovani.

Il regolamento stabilisce poi che ogni misura inclusa in piani di ripresa e resilienza debba essere improntata alla sostenibilità ambientale e quindi conforme, ai sensi dell'articolo 17 del regolamento Tassonomia (regolamento Ue 2020/852), al principio «non arrecare un danno significativo» (Dnsh, «do no significant harm») e ai sei obiettivi ambientali individuati nell'art. 9 dello stesso regolamento: la mitigazione dei cambiamenti climatici, l'adattamento ai cambiamenti climatici, l'uso sostenibile delle acque e delle risorse marine, la transizione verso un'economia circolare, la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento, la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

In questo contesto si inserisce il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (Pnrr), lo strumento che traccia gli obiettivi, le riforme e gli investimenti che l'Italia intende realizzare utilizzando i fondi europei di Next Generation Eu.

Il Piano, che destina il 40% delle risorse ai progetti verdi – ed è stato valutato coerente con il principio di non danneggiare gli obiettivi ambientali come richiesto dalla Commissione europea – si muove lungo le tre direttrici della transizione ecologica, dell'innovazione digitale e dell'inclusione sociale declinate in sei missioni (digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo; rivoluzione verde e transizione ecologica; infrastrutture per una mobilità sostenibile; istruzione e ricerca; inclusione e coesione; salute).

Il Pnrr costituisce pertanto il documento strategico che, oltre a individuare misure per superare l'impatto della pan-

demia sulla società e sull'economia, delinea il quadro dei principi e delle aree di riferimento in cui si dovranno muovere in futuro le attività pubbliche e private nel solco di una maggiore responsabilità ambientale e sociale. In definitiva indica le linee per il futuro sviluppo economico e sociale del Paese nel rispetto dei principi Esg.

E, a livello di singola impresa, costituisce anche un parametro di riferimento per l'evoluzione della Corporate Social Responsibility.

3. La regolamentazione europea per la finanza sostenibile

Il ruolo fondamentale del sistema finanziario nella transizione ecologica è stato riconosciuto dall'Unione europea in quanto è in grado di veicolare i capitali verso investimenti sostenibili, in particolare in un contesto di insufficienza di risorse pubbliche destinabili allo scopo.

La Commissione europea ha quindi pubblicato nel marzo 2018 il Piano d'Azione per la finanza sostenibile in cui vengono delineate – anche sulla base delle indicazioni di un gruppo di esperti incaricati dalla stessa Commissione – la strategia e le misure da adottare per la realizzazione di un sistema finanziario in grado di promuovere uno sviluppo autenticamente sostenibile sotto il profilo economico, sociale e ambientale, contribuendo così ad attuare l'Accordo di Parigi e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite.

Il legislatore europeo si è preoccupato, con i regolamenti sulla tassonomia delle attività economiche eco-compatibili (regolamento Ue 2020/852, Taxonomy Regulation), già citato, e sulla trasparenza delle informazioni sulla finanza sostenibile (regolamento Ue 2019/2088, Sustainable Finance Disclosure Regulation, SfdR), di introdurre una classificazione delle attività che possono essere considerate sostenibili e di imporre una peculiare disclosure informativa per i prodotti che promuovono caratteristiche ambientali e sociali (light green products) o che hanno come obiettivo investimenti sostenibili (dark green products)¹.

L'area di applicazione del principio Dnsh viene declinata in maniera più ampia nell'ambito del regolamento Ue

2019/2088, in cui la definizione di investimento sostenibile prevede appunto l'utilizzo del principio Dnsh anche in relazione a obiettivi di tipo sociale: lotta contro la disuguaglianza, promozione della coesione sociale, dell'integrazione sociale e delle relazioni industriali, investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate.

Un investimento può essere definito sostenibile, quindi, soltanto se non impatta negativamente sugli obiettivi ambientali e sociali individuati dalle citate normative e se – aggiunge il regolamento Ue 2019/2088 – le imprese che ne beneficiano rispettano «prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali», integrando, in definitiva, le tre dimensioni Esg.

La redazione di norme tecniche di attuazione (Rts) per dettagliare il contenuto delle informazioni da fornire agli investitori finali, è stata demandata al comitato congiunto delle Autorità europee di vigilanza (Eba, Eiopa, Esma) che il 22 ottobre ha sottoposto all'approvazione della Commissione una specifica proposta. Il Comitato ha, tra l'altro, prospettato una metodologia di calcolo per misurare l'allineamento degli investimenti ai criteri individuati nel regolamento sulla Tassonomia con la possibilità che tale allineamento venga «certificato» da un soggetto terzo.

Il sentiero per una vera finanza sostenibile in Europa sembra quindi ormai imboccato, seguendo la strada tracciata dell'irrobustirsi della regolamentazione.

4. Settore bancario, principi Esg e governo dei rischi da cambiamenti climatici

Alla luce dell'importanza che nella transizione ecologica riveste il settore bancario, attraverso il quale si indirizzano i finanziamenti verso attività sostenibili², anche gli organismi di vigilanza e di supervisione bancaria europei hanno emanato linee guida e regolamenti con lo scopo di stimolare le banche verso l'implementazione di strategie sostenibili.

¹ Il regolamento 2019/2088 individua per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari obblighi di trasparenza e di informativa in relazione alle politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali per gli investimenti a livello di soggetto e a livello di prodotto, sugli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, sulla coerenza delle politiche di remunerazione con i rischi di sostenibilità.

² Non si considerano in questa sede i meccanismi alternativi di finanziamento di iniziative green, a partire dai portali di crowdfunding.

Tra i documenti più significativi sul tema si segnala l'Action Plan on Sustainable Finance pubblicato dalla European Banking Authority (Eba) a fine 2019, che delinea il piano d'azione dell'Eba in tema di fattori ambientali, sociali e di governance e indica le aree, in relazione agli aspetti Esg, su cui si attende un maggior intervento delle banche (strategia e risk management; disclosure; analisi di scenario e stress test; trattamento prudenziale). Sull'argomento l'Eba ha poi pubblicato le linee guida sui prestiti (nel 2020) e un report sulla misurazione e la supervisione dei rischi Esg per le istituzioni creditizie e per le società di investimento (nel 2021). Linee guida sul rischio Esg sono state predisposte anche dalla Banca Centrale Europea nel 2020 (Guide on climate-related and environmental risks); nel documento sono riportate le aspettative della Bce nei confronti delle banche europee in materia di gestione e di supervisione dei rischi legati al cambiamento climatico.

Tali documenti, oltre a dare rilievo all'aspetto della governance, fattore talvolta trascurato in altri ambiti, promuovono un approccio proattivo delle banche chiamate, attraverso adeguati processi di risk management, a mitigare i rischi climatici nella duplice declinazione di rischio fisico (legato all'impatto dell'incremento della frequenza e dell'entità dei disastri naturali) e di rischio di transizione (legato al costo delle politiche per ridurre le emissioni di gas a effetto serra). Rispetto a questi rischi il settore finanziario è particolarmente vulnerabile per la sua stretta connessione con tutti i settori economici, anche quelli più esposti; a sua volta può diffondere instabilità e crisi originate da shock climatici.

In tale contesto si colloca anche lo stress test climatico effettuato dalla Bce nel corso del 2021 che ha testato l'impatto del cambiamento climatico su oltre 4 milioni di imprese in tutto il mondo e 1.600 banche dell'Area dell'euro con lo scopo di valutare la resilienza di queste ultime a livello globale a fronte di una serie di scenari climatici; i risultati del test hanno dimostrato la convenienza a sostenere nel breve termine i costi della transizione ecologica piuttosto che dover affrontare nel medio lungo termine i costi di un cambiamento climatico senza restrizioni. L'adozione tempestiva di politiche di transizione verso un'eco-

nomia più verde, oltre a portare benefici in termini di investimenti e di implementazione di tecnologie più efficienti, mitigherebbe gli effetti di futuri disastri naturali che altrimenti impatterebbero in modo significativo e negativo su banche e imprese.

La Bce ha lanciato nel gennaio 2022 per le banche stress test climatici specifici considerati «come un esercizio di apprendimento sia per le banche sia per il supervisore». Il nuovo stress test, i cui risultati saranno integrati nel processo di revisione e valutazione prudenziale (Srep) con un approccio qualitativo, comprende tre moduli:

1. un questionario per valutare la capacità delle banche di gestire il rischio climatico;
2. un'analisi per confrontare la sostenibilità dei modelli di business e di come le banche sono esposte nei confronti delle aziende ad alta intensità di emissioni;
3. uno stress test dal basso per valutare in che modo gli eventi meteorologici estremi influenzeranno le banche, quanto queste sono vulnerabili a un forte aumento del prezzo delle emissioni di carbonio e come risponderebbero a scenari di transizione nei prossimi 30 anni.

Lo stato dell'arte può essere già esaminato in base ad alcune stime della Banca d'Italia, compendiate nella Relazione Annuale sul 2020, anche se resta sullo sfondo l'incertezza sulle probabilità del verificarsi di eventi naturali estremi (rischio fisico) o dell'adozione di politiche climatiche incisive e inattese (rischio di transizione). Con riferimento allo stock di finanziamenti bancari della fine del 2019 la quota a famiglie e imprese residenti in zone ad alto rischio fisico era pari al 28%. Per le imprese, tenendo presente il settore economico, il 37% dei prestiti era esposto al rischio di transizione, il 15% al solo rischio fisico e il 13% a entrambi.

Data la rilevanza di questo segnale e considerato che i rischi Esg non costituiscono una tipologia autonoma ma impattano sulle categorie di rischio esistenti (credito, mercato, operativo, strategico, reputazionale), emerge la necessità di una visione aziendale globale, organizzativa e gestionale. In particolare, la funzione di Risk Management deve coinvolgere non solo le linee di business ma anche il Top Management e gli organi di governo societario (Siani, 2021).

Come precisato anche dall'ABI (2020), a seguito del decreto legislativo 254/2016, che recepisce la direttiva europea 2014/95/UE (Nfrd), le banche svolgono un doppio ruolo sia come imprese tenute a pubblicare la propria Dichiarazione non finanziaria (Dnf), sia come «utilizzatori» delle informazioni presenti nelle Dnf diffuse dagli altri soggetti obbligati sulle attività economiche che possono essere considerate ecosostenibili. Dal resoconto su una rilevazione che ha interessato quasi tutto il settore emerge una progressiva, sostanziale integrazione dei fattori Esg nel business con l'obiettivo di valutare le opportunità e i rischi connessi alla sostenibilità delle controparti, anche per accompagnare la clientela che intraprenda un percorso di transizione.

Gli aspetti Esg risultano anche ormai integrati nella governance e nell'organizzazione delle banche, in primo luogo attraverso comitati endoconsiliari incaricati di gestire risorse finanziarie dedicate e team di interni con ruoli e responsabilità in tema di rischi climatici e ambientali. Nonostante una diffusa consapevolezza in merito all'importanza della leva delle remunerazioni per il raggiungimento di performance di sostenibilità l'adozione di meccanismi legati a parametri Esg non risulta, invece, ancora diffusa (Aifirm, 2021).

5. Il risparmio gestito nella prospettiva Esg

La crescita della finanza sostenibile procede a ritmi sostenuti e sta influenzando i mercati globali e gli operatori che raccolgono capitali. In base all'ultimo rapporto della Global Sustainable Investment Alliance (Gsia), nei mercati considerati (Stati Uniti, Canada, Giappone, Australasia ed Europa) gli investimenti sostenibili sono cresciuti del 15% nel biennio 2018/2020 e del 55% tra il 2016 e il 2020 raggiungendo i 35,3 trilioni di dollari³. Il totale delle attività gestite è cresciuto a 98,4 trilioni di dollari e costituiscono ben il 35,9% del totale.

Nell'Area dell'euro il patrimonio gestito da fondi Esg è cresciuto da 250 miliardi nel 2015 a 660 miliardi di euro nel 2020. Il 60% del patrimonio è riferibile a famiglie, compa-

gnie di assicurazione e fondi pensione (Linciano, 2021). Gli investimenti sostenibili si sono sviluppati anzitutto nell'ambito del comparto azionario per poi svilupparsi nel segmento del debito green che è frequentemente collegato al finanziamento di specifici progetti sostenibili; oltre ai prestiti si sono molto diffuse le obbligazioni green unitamente ad altri strumenti che combinano obiettivi climatici con target di sostenibilità (come i sustainability-linked bonds). Si ricava l'immagine di un'industria in transizione con sviluppi rapidi e con un trend positivo delle aspettative per gli investimenti sostenibili.

Parallelamente un sostegno a questo trend è venuto dalle diverse forme di «esclusione» che attivano, a priori o a posteriori, l'esclusione sistematica di un settore produttivo, di un asset o di una società o di un asset manager il cui business (ad esempio, armi, pornografia, tabacco e test sugli animali) è incompatibile con i criteri Esg o con gli standard normativi internazionali (Eurosif, 2018). Altro elemento di leva è risultata la diffusa adesione ai Principles for Responsible Investment (Pri), diffusi dalle Nazioni Unite nel 2006, che impegnano al rispetto dei parametri Esg nella fase dell'analisi finanziaria e nei processi di decisione relativi agli investimenti. E i firmatari dei Pri (investitori istituzionali, società di gestione del risparmio fornitori di servizi) formano, nel mondo, una community di oltre 4.000 aderenti che dichiarano la loro adesione alla scelta di praticare investimenti responsabili.

La fotografia del settore dei fondi sostenibili in Italia è ricavabile dalla Mappa trimestrale del risparmio gestito curata da Assogestioni. A fine 2021 lo stock di risparmio gestito (tra gestioni collettive e di portafoglio) era pari a 2.594 miliardi, di questi i fondi aperti quotavano 1.273 miliardi. In quest'ultimo aggregato 432 miliardi sono raccolti, in totale, da fondi aperti sostenibili che promuovono «caratteristiche ambientali o sociali» o «investimenti sostenibili», ai sensi, rispettivamente, degli articoli 8 e 9 del regolamento (UE) 2019/2088. I fondi aperti Pri compliant gestiscono, a loro volta, 21 miliardi. In definitiva oltre un terzo dei fondi aperti risulta sostenibile.

In Italia il patrimonio immobiliare detenuto direttamente

³ Per l'Europa risulterebbe un calo determinato, in realtà, dalla modifica in senso più rigoroso della definizione di investimento sostenibile nella legislazione UE.

dai 560 fondi attivi (per il 95% destinati a investitori istituzionali) si stima a fine 2021 pari a 105 miliardi di euro, con un incremento del 4,8% sul 2020 e le previsioni per il 2022 sono di oltre 110 miliardi di euro, con un numero di veicoli in crescita di trenta unità. Il core business dei fondi immobiliari italiani continua a essere rappresentato dagli uffici, che concentrano circa il 64% del totale, seguito dal retail in lieve contrazione con un peso del 13,5%; anche se nell'ultimo biennio i settori residenziali e della logistica hanno avuto, in generale, una positiva crescita, nei fondi mantengono ancora un peso marginale (Scenari Immobiliari, 2021b). In questo settore seguire i criteri Esg consente sia di fronteggiare il rischio di obsolescenza degli asset sia di accrescere il valore degli immobili sul mercato. Secondo una analisi svolta da un Gruppo di lavoro tra le Sgr italiane, operante dal 2001, circa il 90% degli intervistati ritiene che il rispetto dei criteri Esg in ambito immobiliare sia una carta vincente che può orientare le decisioni degli investitori. In concreto, però, solo un quarto delle società intervistate ha già inserito le tematiche Esg nella politica aziendale e nelle scelte di investimento, la maggior parte è in fase di adeguamento e implementazione (Scenari Immobiliari, 2021a). Nel panorama dei fondi immobiliari quelli con caratteristiche Esg risultano in espansione e con particolari prospettive di affermazione e di sviluppo; il comparto della finanza immobiliare si connota infatti per essere uno snodo centrale di incontro degli investimenti responsabili con l'industria delle costruzioni e con i servizi immobiliari che sono, a loro volta, direttamente e fortemente coinvolti dal punto di vista ambientale e sociale (cfr. paragrafo 8).

6. La crescita del mercato dei green bond

In questa prospettiva è ancora da segnalare il rapido sviluppo nel mercato italiano dei green bond, vincolati a finanziare progetti con obiettivi ambientali o di mitigazione dei cambiamenti climatici, che hanno trovato un forte impulso dalla diffusa attenzione alla crescita sostenibile a seguito della crisi pandemica e per l'avvio dell'attuazione del piano Next Generation dell'Unione europea.

Del resto, già nel 2018 un noto studio di McKinsey (*Sustainability matters, but does it sell?*) aveva rilevato che il 70% dei consumatori preferiva scegliere un prodotto a ridotto impatto ambientale rispetto a uno non ecosostenibile, pur vedendo il prezzo salire del 5-10% rispetto alla media dello stesso prodotto non etichettato come «eco-friendly».

Questo fenomeno ha interessato anche l'ambito finanziario come risulta, tra l'altro, dai dati recentemente registrati in relazione alle obbligazioni (incluse nella Lista di Borsa Italiana) destinate appunto al finanziamento di progetti che integrano profili ambientali e/o sociali; il loro numero alla fine del 2020 (136) era aumentato dell'89% rispetto all'anno precedente, per un ammontare complessivo pari a 230,6 miliardi di dollari Usa. La maggiore parte delle obbligazioni sono green (il 52% circa) oppure sustainable (il 36% circa), mentre solo il 9% rientrano nella categoria dei social bonds (Linciano, 2021). La quantità di debito «sostenibile» emesso nei primi 6 mesi del 2021 eguaglia quella collocata dal settore privato e pubblico nell'intero 2020.

Questa significativa evoluzione è stata analizzata in un recente studio della Banca d'Italia (Liberati e Marinelli, 2021) su un campione di 15.500 obbligazioni scambiate sui principali mercati.

Nello studio sui green bond si conferma la rapida crescita del mercato che deriva da un forte interesse degli investitori, anche se i progetti verdi possono essere giudicati poco attraenti per il tasso di rendimento apparentemente basso e per i rischi associati. Il maggiore costo dell'emissione di queste obbligazioni deriva dall'onere per il revisore indipendente incaricato di certificare il loro allineamento ai criteri Esg. Ma l'emissione di titoli di debito Esg veicola anche un segnale positivo agli investitori in termini di trasparenza che nel lungo periodo appare idoneo a imprimere un trend di crescita del loro valore.

In Italia il peso di tali strumenti nei portafogli finanziari era trascurabile ma è ora, come ricordato, aumentato in modo costante fino a 16,6 miliardi nel 2019 e nel primo trimestre 2021 ha raggiunto 37,4 miliardi di euro. A marzo 2021 i settori che detengono le obbligazioni Esg sono le compagnie di assicurazione (37%), il settore bancario (35%), i fondi

d'investimento (15%) e, in misura minore, le famiglie e i fondi pensione (5%). Il profilo di rischio dei portafogli dei residenti italiani investiti in obbligazioni Esg è moderato-basso.

Oltre alle obbligazioni verdi, si stanno diffondendo anche in Italia strumenti come i già citati sustainability-linked bonds. La ratifica al nuovo mercato dei green bond si è avuta con i Btp Green, i cui proventi sono destinati al finanziamento delle spese sostenute dallo Stato per supportare la transizione ecologica del Paese, emessi, per la prima volta dal Tesoro Italiano il 3 marzo 2021. I Btp Green hanno le medesime caratteristiche degli altri Buoni del Tesoro Poliennali: garanzia di un reddito fisso con cedola semestrale e rimborso del valore nominale alla scadenza.

Il quadro è destinato ancora a una rapida evoluzione basata su parametri chiari di riferimento una volta approvata la Proposta di regolamento Ue 2021/091 che mira a riservare uso della denominazione «obbligazione verde europea» o «EuGb» solo a quelle che perseguono obiettivi ecosostenibili ai sensi del regolamento Ue 2020/8521 (sulla tassonomia), riducendo il rischio di greenwashing. La normativa dovrebbe:

- agevolare gli investitori a individuare tali obbligazioni e a fidarsi delle stesse;
- facilitare l'emissione di tali obbligazioni verdi di qualità elevata chiarendo le definizioni di attività economiche verdi;
- normalizzare la pratica della revisione esterna introducendo un regime volontario di registrazione e vigilanza.

Le obbligazioni Esg sono destinate, in definitiva, a essere uno strumento finanziario chiave per canalizzare ingenti risorse finanziarie verso progetti verdi, sostenibili, sociali.

7. Il rischio di greenwashing

Lo scenario degli ultimi anni si è caratterizzato, dunque, per la progressiva diffusione di una sensibilità collettiva che ha determinato una crescita esponenziale dell'offerta, in vari settori e in molteplici mercati, di prodotti e servizi con l'etichetta della sostenibilità. Ma l'affidabilità di molte delle of-

ferte non è certo garantita. La forte appetibilità commerciale dei prodotti sostenibili induce numerosi operatori a proporre, attraverso apposite strategie di marketing, un'immagine green o social dei prodotti che offrono sul mercato che non è, in realtà, corrispondente al vero o, quantomeno, non è verificabile.

In più occasioni la Ue ha considerato il fenomeno del greenwashing con riferimento ai prodotti finanziari e assicurativi, descrivendolo come la pratica volta a ottenere un vantaggio sulla concorrenza in modo sleale commercializzando un prodotto finanziario come ecocompatibile pur non essendo, in realtà, soddisfatti gli standard ambientali di base (regolamenti Ue 2021/1257, Ue 2021/1255 e Ue 2020/852). In sintesi, la prevenzione dal greenwashing compare tra gli obiettivi di fondo di ogni normativa europea in tema di sostenibilità per evitare che gli investitori siano indotti in errore e siano sviate le risorse destinate alle iniziative realmente meritevoli.

Un'indagine a tappeto sui siti web incentrata sulle pratiche di greenwashing della Commissione europea, resa nota nel gennaio 2021, ha rilevato che il 42% delle dichiarazioni ecologiche riportavano affermazioni dubbie, esagerate o ingannevoli, tanto da poter integrare una pratica commerciale sleale.

Nella medesima direzione anche una ricerca dello scorso anno (InfluenceMap) che ha valutato 723 fondi azionari che sono commercializzati utilizzando parole chiave legate all'Esg e al clima, con oltre 330 miliardi di dollari di patrimonio netto totale. Nella generale categoria Esg (593 fondi azionari con oltre 265 miliardi di dollari di patrimonio netto totale) il 71% dei fondi hanno all'interno dei loro portafogli aziende disallineate dagli obiettivi climatici globali (Accordo di Parigi e intensità dei combustibili fossili). Anche tra i fondi a tema climatico (130 fondi con oltre 67 miliardi di dollari di patrimonio netto totale) la maggior parte non è allineata (72, circa il 55%), continuando a detenere società della catena di produzione di combustibili fossili.

L'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari europei (Esma) nel Report statistico annuale pubblicato ad aprile dello

scorso anno ha, invece, affermato (desumendolo in realtà da una indiretta valutazione dei costi dei fondi Esc) che non risulterebbe un greenwashing sistematico da parte dei produttori di fondi sostenibili. Più di recente (febbraio 2022) l'Esma ha, comunque, pubblicato una Sustainable Finance Roadmap 2022/24 che indica come (un po' generiche) priorità nel settore promuovere la trasparenza; sviluppare le capacità dell'Esma e delle autorità nazionali; analizzare i mercati e dei rischi Esg.

È opinione comune che il fenomeno del greenwashing si possa contrastare attraverso la definizione di dati e informazioni utili e standardizzati che possano essere tra loro comparabili e l'individuazione di una metodologia di misurazione comune delle diverse dimensioni Esg. Infatti, in assenza di tali elementi, le imprese tendono a privilegiare informazioni qualitative e autoriferite con il rischio di non rappresentare all'investitore il reale sforzo in investimenti e in politiche sostenibili e di non consentire il confronto con altre realtà.

Secondo un'altra recente indagine (Squarewell, 2021), 20 dei 50 maggiori gestori a livello globale utilizzano almeno quattro diversi fornitori di dati Esg, inoltre 30 dei gestori hanno sviluppato propri rating Esg. Ne risulta confermata la notevole problematicità delle informazioni Esg, la mancanza di regole comuni sulla misurazione e sugli indicatori di sostenibilità, sulle modalità di una certificazione da un ente terzo. Anche le società di rating in tema di Esg utilizzano metodologie molto diverse per i loro giudizi; per l'analisi dei profili ambientale, sociale e della governance considerano i fattori più vari e si basano su indicatori altrettanto diversificati. Tutto ciò si traduce, inevitabilmente, in giudizi Esg spesso molto divergenti.

Anche l'Agenda dei consumatori Ue del dicembre 2020 ha individuato tra le priorità la necessità di una iniziativa legislativa sulla fondatezza delle dichiarazioni verdi e ha attivato un progetto pilota in tale direzione, il Green Consumption Pledge; l'adesione al progetto, che è su base volontaria, prevede l'assunzione di alcuni impegni da parte delle aziende aderenti tra i quali il calcolo dell'impronta di carbonio dell'azienda e dei prodotti di punta e la predisposizione, in ma-

niera chiara e sintetica, delle relative informazioni da fornire ai consumatori.

Da ultimo, il 3 novembre 2021, nell'ambito della conferenza delle Nazioni Unite sul cambiamento climatico (Cop26) a Glasgow, Erkki Liikinen, il presidente dei fiduciari della International Financial Reporting Standards (Ifrs) Foundation – organizzazione indipendente autrice dei noti principi contabili internazionali Ifrs – ha annunciato la formazione dell'International Sustainability Standards Board (Issb), che si concentrerà sulla reportistica relativa al clima.

L'Issb stabilirà una baseline globale di standard minimi da soddisfare nel report sui rischi legati al clima al fine di consentire agli investitori di confrontare tali rischi tra le aziende a livello globale e di prendere decisioni informate. Gli standard Issb, che terranno conto di tutte gli aspetti Esg, ivi compreso quella di governance, non integreranno invece le politiche pubbliche, da valutare separatamente, poiché specifiche di ogni paese. Partendo da una realtà frammentata si stanno quindi facendo passi avanti verso l'individuazione di fonti e metodologie comuni per la definizione e la quantificazione delle caratteristiche di sostenibilità nei diversi settori interessati; va da sé che solo con una piena convergenza informativa si potrà offrire al mercato una visione coerente e quindi una piena comparabilità e valutazione delle reali caratteristiche Esg delle iniziative e dei prodotti.

8. La sostenibilità nel settore immobiliare alla luce del Pnrr

Per esaminare l'impatto dei principi Esg sul settore immobiliare è utile seguire il filo del Pnrr che prevede numerosi interventi all'insegna della sostenibilità, come già ricordato, non soltanto dal punto di vista ambientale ma anche da quello sociale; vari di essi, in particolare nell'ambito delle Missioni 2 (Rivoluzione verde e transizione ecologica) e 5 (Inclusione e coesione), interessano il settore immobiliare, attribuendogli un ruolo strategico per il raggiungimento degli obiettivi globali ed europei al 2030 e al 2050. Il Pnrr fornisce, dunque, lo schema operativo di riferimento per l'affermazione dei principi Esg nel settore immobiliare.

Questo è chiamato a dare un contributo significativo al raggiungimento degli obiettivi della sostenibilità – che mirano anche a una progressiva e completa de-carbonizzazione del sistema (Net-Zero) – considerato che, secondo i dati dell’Unione europea, gli edifici europei consumano circa il 40% dell’energia totale ed emettono il 36% delle emissioni globali di gas a effetto serra. Inoltre, soltanto l’1% degli edifici viene sottoposto, ogni anno, a ristrutturazioni che implicano interventi di efficienza energetica. Il documento di avvio della consultazione pubblica per l’aggiornamento della «Strategia nazionale per l’economia circolare» (30 settembre 2021) del Ministero della Transizione Ecologica, riferisce poi al settore dell’edilizia circa il 50% delle estrazioni di materiali e il 35% dei rifiuti in ambito Ue (e con emissioni di gas serra fra il 5% e il 12%, riducibili dell’80% con una maggiore efficienza del sistema).

La Missione 2, attraverso una delle sue componenti (Efficienza energetica e riqualificazione degli edifici), mira ad aumentare l’efficienza energetica del parco immobiliare pubblico e privato, in Italia particolarmente datato «con oltre il 60 % dello stock superiore a 45 anni»; si tratta di un processo già avviato negli ultimi anni con la previsione di bonus e superbonus di vario tipo per promuovere l’ammmodernamento degli edifici.

Per quanto riguarda gli edifici pubblici è prevista la progressiva sostituzione di quelli edifici scolastici con strutture più moderne ed efficienti, laddove non sia conveniente intervenire con consistenti ristrutturazioni; per gli uffici giudiziari le risorse sono indirizzate alla riqualificazione di quelli esistenti, con particolare attenzione alla loro tutela e valorizzazione ove abbiano un valore storico, all’utilizzo di materiali sostenibili e di energia autoprodotta da fonti rinnovabili nonché alla riduzione della vulnerabilità sismica. Secondo il Piano, la transizione verso un’economia sostenibile passa anche attraverso politiche sociali, di sostegno alle famiglie, alle persone con gravi disabilità e agli anziani non autosufficienti.

A ciò concorre la Missione 5 che, nella componente «Infrastrutture sociali, famiglie, comunità e terzo settore», indirizza importanti risorse a interventi di costruzione o

ristrutturazione di immobili esistenti (pubblici o privati) destinati prioritariamente a persone con gravi disabilità o ad anziani non autosufficienti, ai quali si affiancano investimenti di rigenerazione urbana.

Infatti, le misure del Piano prevedono, tra l’altro, investimenti di senior housing finalizzati alla riconversione delle Rsa in gruppi di appartamenti per anziani, che sfruttino le tecnologie innovative per consentire lo svolgimento autonomo degli atti della vita quotidiana. Altri investimenti sono volti a riqualificare e aumentare le strutture di social housing che offrono alloggi a canone calmierato a famiglie, anziani, giovani che non possono accedere alle locazioni a canoni di mercato.

Nel campo dell’housing temporaneo è prevista la messa a disposizione da parte dei Comuni di appartamenti, fino a ventiquattro mesi, per promuovere l’autonomia e l’integrazione sociale; nel medesimo ambito vi è anche la creazione di «Stazioni di posta», ovvero di centri per l’accoglienza notturna per le persone senza fissa dimora o in difficoltà economica, oltre a ulteriori servizi utili (sanitari, di ristorazione, di orientamento al lavoro).

Ingenti risorse vengono altresì destinate alla rigenerazione urbana intesa anche come leva di inclusione e di rigenerazione sociale. È prevista la predisposizione di programmi urbanistici di riqualificazione finalizzati al recupero di ampie aree urbane degradate dal punto di vista sociale e ambientale; tali misure integrano quelle già previste dalla Missione 1 per la rigenerazione del patrimonio culturale e turistico. Gli interventi previsti nel settore immobiliare vanno tutti nella direzione della Renovation Wave, la nuova strategia lanciata nel 2020 dall’Unione europea, quale parte integrante del Green Deal europeo, volta al rinnovamento del parco immobiliare vetusto e inefficiente dal punto di vista energetico nonché al miglioramento della qualità di vita e il benessere dei residenti, creando al contempo nuovi posti di lavoro green nella filiera delle costruzioni. Con tale strategia viene, tra l’altro, affermato il paradigma – a cui si conformano le misure del Pnrr – della rigenerazione urbana sociale e ambientale, attraverso opere di riqualificazione di edifici esistenti che limitino il consumo di suolo.

9. Il Green Public Procurement

Il percorso dei principi Esg si è ormai incontrato con la tendenza, sviluppatasi autonomamente, di orientare il mercato degli appalti pubblici nella direzione della sostenibilità. Il Green Public Procurement (Gpp) è da tempo oggetto di normativa europea e del Codice dei contratti pubblici⁴. L'ispirazione di fondo è la medesima alla base della spinta generale verso una crescita sostenibile ma per il settore degli appalti vi è in più la possibilità che siano gli stessi Stati a orientare lo sviluppo attraverso le scelte tecniche che improntano la spesa degli appalti pubblici. E si tratta di una massa di investimenti davvero consistente, nell'ordine del 13% sul Pil a livello Ue e dell'11% a livello nazionale.

La Ue è intervenuta, in concreto, indicando best practice per il Gpp nel 2016 (Buying green! A handbook on green public procurement) e nel 2017 (Public procurement for a circular economy). La direttiva 2014/24/Ue sugli appalti pubblici ha superato il precedente approccio europeo rivolto soprattutto alla tutela della concorrenza per ricomprendere nelle strategie degli acquisti pubblici numerosi obiettivi di sostenibilità, a partire da quello più generale della crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, nonché per introdurre un approccio basato sul concetto di costo del ciclo di vita che ricomprende le esternalità ambientali e lo smaltimento finale dei prodotti.

Con l'entrata in vigore del Codice dei Contratti pubblici (d.lgs. n. 50/20216) si chiude il cerchio in quanto le stazioni appaltanti sono tenute a contribuire al conseguimento degli obiettivi del Piano d'azione per la sostenibilità ambientale dei consumi della Pa inserendo nella documentazione progettuale e di gara specifiche tecniche e clausole contrattuali contenute nei Criteri Ambientali Minimi (Cam) indicati dal Ministero della Transizione Ecologica.

Queste potenzialità sono state notevolmente accresciute dai progetti e dalle risorse del Pnrr in cui il nesso tra lavori e appalti pubblici con la sostenibilità nelle sue diverse configurazioni costituisce un vincolo dettagliatamente precisato dalle sei aree di intervento previste (richiamate nel precedente paragrafo 2; transizione verde, trasformazione digitale,

crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, coesione sociale e territoriale, salute e resilienza economica, sociale e istituzionale, politiche per le nuove generazioni). Il collegamento è tanto forte che – tenuto conto della notoria complessità del sistema nazionale del procurement – il d.l. 31 maggio 2021, n. 77 (convertito con legge 29 luglio 2021, n. 108) si è preoccupato di semplificare le procedure e di introdurre un meccanismo accentrato di coordinamento, gestione e controllo dell'attuazione dei numerosi progetti del Piano.

10. Il ruolo delle banche centrali

Le banche centrali sono interessate a monitorare e a fronteggiare i nuovi rischi climatici per due distinte funzioni istituzionali.

Sotto un primo profilo questi rischi possono incidere notevolmente sulla stabilità del sistema finanziario e avere effetti macroeconomici molto rilevanti, ostacolando i compiti delle banche centrali; occorrono, quindi, analisi puntuali per quantificare e gestire i rischi economici connessi con i cambiamenti climatici al fine di individuare le strategie di politica monetaria e le politiche globali necessarie ad affrontarli. La responsabilità principale ricade poi sui governi e sulle istituzioni internazionali cui compete di gestire la transizione verso un modello di sviluppo sostenibile utilizzando le leve degli incentivi, dell'attribuzione di un prezzo alle emissioni di gas serra, delle limitazioni delle attività a maggiore impatto ambientale.

Come investitori, le banche centrali costituiscono, poi, un punto di riferimento cruciale per le istituzioni e per gli operatori, con riguardo all'analisi e alla gestione dei rischi; all'adozione di scelte di investimento coerenti con gli obiettivi di de-carbonizzazione⁵; alla crescita della consapevolezza dei risparmiatori (Bernardini, et al., 2021).

La Banca d'Italia partecipa in modo attivo in questo scenario, a partire dalla rete di coordinamento mondiale di banche centrali e autorità di supervisione (Network for Greening the Financial System, Ngfs) costituita nel 2017⁶. L'impegno della Banca d'Italia si estende anche al proprio portafoglio di investimenti finanziari che integra aspetti am-

⁴ Gli antefatti sono da ricercarsi nelle raccomandazioni Ocse del 1996 e del 2002 a utilizzare gli appalti pubblici per obiettivi generali via via più ampi, dalla sostenibilità ambientale al ciclo di vita dei prodotti e all'economia circolare (Recommendation of the Council Improving the Environmental Performance of Government).

⁵ Le banche dell'Eurosistema hanno sottoscritto una posizione comune per gli investimenti sostenibili relativi ai portafogli di politica non monetaria in euro.

⁶ Nell'ambito della presidenza italiana del G20, la Banca d'Italia e il Ministero dell'Economia e delle finanze hanno poi promosso il Sustainable Finance Working Group, con l'obiettivo di incentivare le migliori pratiche di finanza sostenibile.

bientali, sociali e di governo societario. Nel luglio del 2020 la Banca d'Italia, analogamente ad altre banche centrali dell'Eurosistema, ha presentato la Carta degli Investimenti sostenibili. Il documento «definisce la visione che la Banca ha della sostenibilità, contiene i principi e i criteri di riferimento per la gestione sostenibile dei propri investimenti finanziari e indica precisi impegni mediante i quali intende dare concretezza alla propria azione a favore di un modello di crescita economica sostenibile» (Angelini, 2021).

1.1. Conclusioni

Al di là dell'evoluzione del quadro normativo internazionale, traspare una difficoltà di fondo nel fissare i confini del mondo Esg; da un lato emergono i casi molto problematici del nucleare cosiddetto «pulito», senza scorie, e del settore della difesa⁷, dall'altro la capacità espansiva dei principi indica che il confine resterà mobile, influenzato dalle diverse sensibilità nel tempo e nei Paesi, e che potrà inglobare tematiche nuove e diverse. Sembra quasi che più che di principi possa farsi riferimento a un «metodo» Esg.

Una straordinaria conferma di questa attitudine dell'approccio Esg a essere in sintonia con la società è venuta dalla recentissima modifica di due articoli della Costituzione. L'art. 9 ha visto affiancare alla tutela (più statica) del paesaggio e del patrimonio storico e artistico la tutela (dinamica) dell'ambiente, della biodiversità e degli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni; si affianca ancora la tutela degli animali, secondo modi e forme affidati alla legislazione⁸. Notevole è la previsione, nel rinnovato art. 41, che l'iniziativa economica privata trova un ulteriore chiaro limite nel non arrecare danno alla salute e all'ambiente. L'aspetto forte della modifica costituzionale è dunque la chiave green per il futuro del Paese, quasi con un recepimento di fatto del principio «do no significant harm» del regolamento Ue 2020/852.

La transizione verso un modello Esg appare un percorso, certo avviato e sostenuto, ma anche condizionato, oltre che dai bruschi recenti cambiamenti del quadro geopolitico mondiale, dagli esiti di alcune sfide. È innanzitutto fonda-

mentale che la sostenibilità non sia un tema rimesso alla sensibilità dei singoli, sia pure molti, soggetti coinvolti, ma diventi un approccio strutturale da applicare a tutti gli ambiti dell'economia. La rivoluzione «sostenibile» non può che realizzarsi anche attraverso una rivoluzione «culturale» che, facendo leva sulle aspettative delle giovani generazioni, porti a un generale accrescimento della consapevolezza ambientale e sociale e della conoscenza degli strumenti a essa connessi.

Lo sviluppo dell'innovazione tecnologica è fondamentale per la transizione ecologica che, infatti, viene sovente affiancata – come avviene nel Pnrr – alla transizione digitale. La tecnologia consente di misurare la sostenibilità di un prodotto, di un servizio o di un edificio, e anche l'integrazione dei fattori Esg nell'attività d'impresa; costituisce del resto uno strumento efficace per migliorare l'efficienza energetica nell'industria, nei trasporti, negli immobili. Ma anche questo non è un percorso agevole e va controllato; basti il richiamo al conflitto stridente tra i vantaggi dell'utilizzo diffuso della tecnologia blockchain e il gigantesco consumo di energia elettrica che questa richiede, in palese violazione del principio della sostenibilità ambientale⁹.

L'offerta di prodotti e di servizi rispettosi dei principi Esg dovrà essere senz'altro incoraggiata prevedendo sistemi di incentivazione che rendano il complesso adeguamento non soltanto un onere per le imprese ma una «golden opportunity» (Bce, 2021), un'opportunità di miglioramento da cui trarre vantaggi in termini di profitto e di competitività perché «le imprese che non sapranno adattare prodotti e processi produttivi nella direzione della sostenibilità ambientale» avranno «sempre più difficoltà a rimanere sul mercato» (Visco, 2021).

Bibliografia

ABI (2020), *Rilevazione BusinEsSg - Dnf 2020, Integrazione della dimensione Esg nel business bancario: focus su reporting non finanziario*, novembre.

Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers (Aifirm) (2021), *Economia sostenibile: rischi e opportunità per il sistema bancario italiano*, Position Paper n. 31, agosto.

Assogestioni (2021), *Mappa trimestrale del Risparmio Gestito*, 4° trimestre.

Bce (2021), *Report stress test climatico*.

⁷ Difficile immaginare che l'industria delle armi possa rientrare sotto una qualche etichetta «etica», piuttosto va considerato che alcune armi sono state messe al bando da convenzioni internazionali, come le mine anti-uomo e le armi batteriologiche; d'altro canto, in particolare alla luce dell'invasione militare dell'Ucraina da parte della Russia, è irrinunciabile rafforzare la sicurezza europea, così come la difesa nei confronti degli attacchi cyber (crime, terrorism, war).

⁸ La Costituzione Italiana è già ricca di principi che utilizzando la terminologia odierna riferiremmo al mondo Esg: pari dignità sociale senza distinzioni, tra l'altro, di sesso e di razza; diritti allo sviluppo delle persone e al lavoro; parità dei

coniugi e dei lavoratori; tutela della salute e dell'infanzia; assistenza sociale; funzione sociale della proprietà e della cooperazione; proprietà dell'abitazione, e così via.

⁹ Si rinvia al recente studio di Gola e Sedmeier (2022) che indica una serie di strumenti per spingere verso la transizione da Blockchain a protocolli Dlt (Distributed Ledger Technology) che consumano molto meno. In ordine crescente di incisività: requisiti di trasparenza; standard ecologici per infrastrutture di mercato basate su Dlt; requisiti patrimoniali più elevati per gli intermediari con esposizioni in crypto attività basate su Dlt inquinanti; l'imposizione di una carbon tax; il divieto all'attività di mining.

Angelini P. (2021), *Presentazione della Carta degli investimenti sostenibili della Banca d'Italia*.

Bernardini E. et al. (2021), «Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile», in Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, 608.

Eurosif (2018), *European Sri Study*.

Gola C., Sedlmeir J. (2022), «Politiche per il miglioramento della sostenibilità ambientale della Distributed Ledger Technology», in Banca d'Italia, *Quaderni di Economia e Finanza*, n. 670, febbraio.

InfluenceMap (2021), *Climate Funds: Are They Paris Aligned?*, agosto.

Liberati D., Marinelli G. (2021), «Tutto quello che avreste voluto sapere sui green bond (ma non avete mai osato chiedere)», in Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 654, novembre.

Linciano N. et al. (2021), *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, Consob, giugno.

Scenari Immobiliari (2021a e b), *I Fondi Immobiliari in Italia e all'estero - Rapporto giugno (a); Aggiornamento novembre (b)*.

Siani G. (2021), *L'impatto del processo di attuazione dell'Action Plan sulla Finanza sostenibile*, Banca d'Italia, 7 ottobre.

Squarewell (2021), *The Playing Field. A Look at the 50 World's Largest Asset Managers*.

Visco I. (2021), *Considerazioni finali in occasione della Relazione annuale sul 2020*, Banca d'Italia.