



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in

**L’ESMA e il suo impegno verso un futuro finanziario
più sostenibile**

**ESMA and its commitment to a more sustainable financial
future**

Relatore:

Prof.ssa Camilla Mazzoli

Rapporto Finale di:

Margherita Spadoni

Anno Accademico 2023/2024

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO 1: L'ESMA E IL SUO RUOLO NEL CONTESTO GLOBALE

1.1: Quadro introduttivo del Sistema finanziario mondiale.....	5
1.2: Regolamento UE 1095/2010: Istituzione dell'ESMA	11
1.3: Ambiti operativi dell'autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati.....	13

CAPITOLO 2: L'IMPEGNO DELL'ESMA PER UNA FINANZA SOSTENIBILE

2.1: Strategia sulla Finanza Sostenibile	17
2.2: Roadmap 2022/2024 per la finanza sostenibile.....	21

CAPITOLO 3: IL RUOLO DELL'ESMA NELLA LOTTA AL GREENWASHING

3.1: Definizione e diffusione del Greenwashing nel sistema finanziario.....	28
3.2: Ruolo ed iniziative adottate dall'Unione Europea e dall' ESMA	32

CONCLUSIONI:	36
---------------------------	-----------

BIBLIOGRAFIA	38
---------------------------	-----------

SITOGRAFIA.....	39
------------------------	-----------

Introduzione

Gli effetti dei cambiamenti climatici stanno diventando sempre più frequenti, causando significativi danni e minacciando la stabilità di tutto il sistema economico e finanziario mondiale. Questo grande argomento è senza ombra di dubbio un grosso motivo di preoccupazione per tutta l'umanità, tanto che è notevolmente aumentato l'interesse verso questioni di carattere climatico come lo sfruttamento di risorse naturali, la perdita di biodiversità e soprattutto l'inquinamento in ogni sua forma conosciuta.

È a tal proposito che l'attenzione a tali temi, che vengono oggi raggruppati sotto l'acronimo ESG: Environmental, social, and governance (ambientali, sociali e governativi), ha reso possibile una prima transizione verso quella che viene definita un'economia "sostenibile" ovvero un *ecosistema in cui gli operatori tengono conto di tali considerazioni nelle decisioni di investimento*¹.

Le principali responsabilità di questa transizione ricadono nelle mani dei governi e delle banche di tutto il mondo, in particolar modo per quanto riguarda l'Unione Europea, risiede principalmente in capo alla Banca Centrale Europea, che a sua volta è aiutata nel controllo e nella gestione di questa transizione da organizzazioni sia governative che no,

¹ <https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/index.html>

come per l'appunto l'ESMA (*European Security Market Authority*) che sarà l'oggetto di questo elaborato.

Il lavoro svolto da questo organismo spazia molti campi applicativi come la tutela degli investitori, la stabilizzazione finanziaria del sistema economico mondiale e ancora la promozione di una sempre più forte trasparenza, efficienza ed integrità del sistema finanziario e il tutto viene svolto restando in linea a due principali “*driver tematici*”: la promozione della finanza sostenibile e la facilitazione dell'innovazione tecnologica e dell'uso sicuro ed efficiente dei dati.

La struttura di questo di questo elaborato si compone di una parte introduttiva che descrive dapprima un quadro introduttivo del sistema finanziario e di tutti i suoi componenti dei quali l'ESMA è preposta alla loro vigilanza. In seguito fornisce un breve percorso storico dello sviluppo di questa fondamentale organizzazione autonoma; per poi proseguire con la spiegazione e l'approfondimento dei vari ambiti operativi della stessa con un particolare focus sul tema fondamentale della finanza sostenibile e tutte le azioni messe in atto dall'ESMA per il miglioramento di quest'ultima; e in conclusione, l'analisi del fenomeno ormai fin troppo presente nei nostri sistemi economici del “Greenwashing” (Strategia di comunicazione o di marketing perseguita da aziende, istituzioni, enti che presentano come ecosostenibili le proprie attività, cercando di occultarne l'impatto ambientale negativo; da internet, in Treccani.it), anche in questo caso analizzando in particolar modo le azioni messe in atto dall'autorità di vigilanza dei mercati finanziari.

Capitolo 1

Nel capitolo verrà proposta un'analisi del Sistema finanziario, partendo da una panoramica generale che ne illustra la sua evoluzione così da evidenziare i principali cambiamenti che hanno formato quello che è il Sistema finanziario che si conosce oggi. Successivamente, l'attenzione si sposta sull'European Securities and Markets Authority (ESMA), esplorandone la genesi, la missione e lo sviluppo nel contesto della regolamentazione finanziaria europea. Verranno discussi i motivi che hanno portato alla sua istituzione e l'impatto che ha avuto sui mercati finanziari europei. Questo approccio storico-analitico consente di comprendere meglio il ruolo e l'importanza dell'ESMA nell'odierno panorama finanziario e il suo impegno verso un futuro in cui la finanza globale sia più sostenibile a livello ambientale.

1.1: Quadro introduttivo del Sistema finanziario mondiale.

Parlare di Sistema economico e di Sistema finanziario non è la stessa cosa. Il primo è un'organizzazione economica di grado superiore, ovvero quel sistema “da sempre esistito” in cui gli operatori economici, istituzionali e sociali interagiscono tra di loro con il fine ultimo di soddisfare degli obiettivi sia di natura individuale che collettiva; mentre parlare di Sistema finanziario significa riferirsi ad un'organizzazione economica più ristretta al cui interno si svolge l'attività finanziaria e corrisponde all'insieme aggregato e regolamentato di strumenti, intermediari e mercati finanziari.

Si può dire che il sistema finanziario costituisce l'«impianto cardio-vascolare» dell'«organismo economia». Esso rende "produttivo" il risparmio privato trasformandolo, attraverso i mercati finanziari, in investimento in attività produttive e favorendo così la crescita dell'economia².

I mercati finanziari sono luoghi operativi, organizzati sulla base di regole pubbliche o di prassi, dove è possibile acquistare o vendere strumenti finanziari inclusi titoli, valute, derivati, materie prime e altre risorse finanziarie; pertanto, oltre alle borse valori, il mercato finanziario comprende anche mercati *over-the-counter* (OTC), mercati delle materie prime, mercati dei cambi (Forex), mercati dei derivati, mercati obbligazionari, e mercati del credito. Fatta questa fondamentale distinzione, prenderò ora in considerazione quello che è stato e che continua ad essere lo sviluppo di tale Sistema.

Nel XVI secolo, il sistema finanziario mosse i suoi primi passi : 1531 nasce la prima borsa valori ad Amsterdam; nel 1601 borsa valori di Anversa; e nel 1694 nascita della prima banca commerciale mondiale: la Bank of England³; ma fu proprio durante il XVIII e il XIX secolo, anni segnati da un forte sviluppo tecnologico, economico e sociale che il sistema ha subito una forte accelerazione, creando una stretta interconnessione tra finanza e industria, dando origine a quel fenomeno che oggi è noto come "globalizzazione

² cfr: <https://www.consob.it/web/investor-education/sistema-finanziario>

³ Cipolla, C. M. (1981). *Storia economica dell'Europa preindustriale*. Il Mulino.

economica" (Unificazione dei mercati a livello mondiale, consentito dalla diffusione delle innovazioni tecnologiche, [...], che hanno spinto verso modelli di consumo e di produzione più uniformi e convergenti; da internet: Treccani.it).

L'aumento della produzione, degli scambi e del commercio, incentivato da tale interconnessione, portò a una profonda trasformazione dei metodi di commercio, risparmio e investimento precedentemente utilizzati. Le banche d'investimento, inizialmente concentrate sulla finanza pubblica, cominciarono a gestire l'emissione di titoli per imprese private, che fino ad allora avevano operato in modo autonomo nel mercato azionario. Un impulso governativo alle attività finanziarie derivò dall'emanazione di leggi che permettevano la costituzione di società per azioni a responsabilità limitata, riducendo i rischi per gli investitori e favorendo la mobilitazione dei capitali. Per evitare eccessivi rischi per i creditori delle aziende, furono introdotte normative sulla trasparenza delle informazioni finanziarie. I progressi nelle comunicazioni, come l'invenzione del telegrafo nel 1837 e del telefono nel 1876, facilitarono la diffusione delle informazioni e aumentarono la trasparenza dei mercati finanziari. Anche la crescente attenzione della stampa alle notizie economiche e l'emergere di intermediari finanziari specializzati contribuirono a questo processo. Questi sviluppi portarono a una maggiore partecipazione della popolazione agli investimenti azionari. Determinante, fu l'impatto negativo della Grande Depressione degli anni '30 e delle due Guerre Mondiali che portarono alla necessità, per la maggior parte dei paesi avanzati del mondo, di creare un ordine duraturo nelle relazioni economiche internazionali focalizzate in particolar modo su Istituzioni Bancarie e le Borse. In tale

contesto, venne emanato (nel 1933)⁴ un apposito provvedimento che impose una netta separazione tra banche di deposito e di investimento con l'obiettivo di limitare l'immissione di capitali nel mercato borsistico e impedire una seconda ondata di crisi economica. Gli Stati Uniti promossero un accordo (sottoscritto poi nel 1946 da 44 stati aderenti), che garantiva il monitoraggio dei flussi di pagamento, degli scambi commerciali e dei movimenti di capitali internazionali, noto come Accordo di Bretton Woods, che rimase in vigore fino al 1971 e che portò all'istituzione del Fondo Monetario Internazionale (FMI), e della Banca Mondiale (rimasti attivi anche a seguito dello scioglimento dell'accordo). In Europa, la situazione era analoga a tal punto che, in ogni paese colpito dalla crisi furono implementate politiche di regolamentazione dei mercati e delle istituzioni finanziarie.

Ma fu, la “Crisi dei mutui subprime” (ovvero mutui ad alto rischio di insolvenza perché erogati a clienti che in condizioni di normalità sarebbero risultati insolventi poiché incapaci di fornire garanzie), che colpì dapprima l'America (2003-2008) e in poco tempo anche l'Europa (2006-2008), a creare un tale shock economico, che suscitò l'urgenza di una riforma degli assetti istituzionali della supervisione finanziaria, finalizzata anche al miglioramento della gestione dei rischi sistemici.

⁴ Umberto A. de Girolamo, *La depressione economica del 1929-33. Fatti, teorie, pratiche*. Foggia, Claudio Grenzi Editore, 2005.

Fu così che il Consiglio dell'Unione Europea approvò nel luglio del 2009, l'istituzione del Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS), con l'obiettivo di monitorare la stabilità finanziaria a livello europeo e riformare il sistema di supervisione. Contemporaneamente, vennero create tre nuove autorità europee, il cui compito era (e rimane tutt'ora) quello di garantire cooperazione e uniformità nella supervisione, soprattutto per quanto riguarda i conglomerati finanziari e le istituzioni transfrontaliere. Le nuove autorità che vennero istituite sono: l'Autorità Bancaria Europea (EBA), responsabile della vigilanza del settore bancario; l'Autorità Europea delle Assicurazioni e delle Pensioni Aziendali (EIOPA), che si occupa del mercato assicurativo; e l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA), dedicata alla sorveglianza dei valori mobiliari.

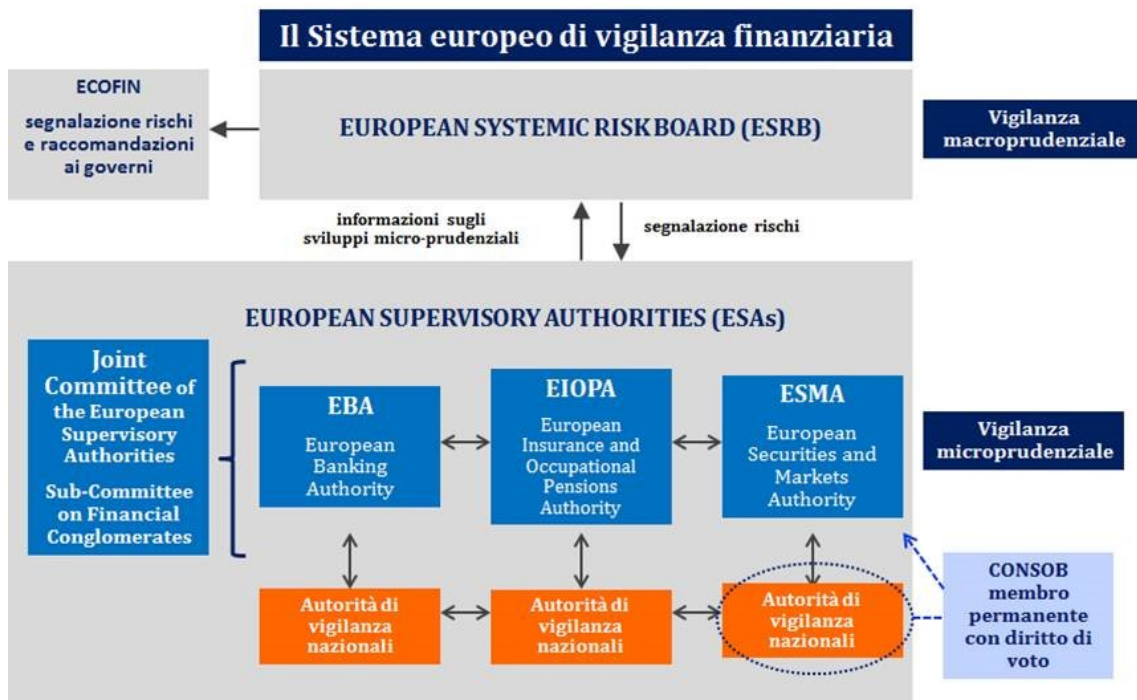


Figura 1: Fonte: www.consob.it/web/investor-education/mercati-finanziari

1.2: Regolamento UE 1095/2010: Istituzione dell'ESMA

Tale regolamento emanato il 24 Novembre 2010, ha istituito l'Autorità europea di vigilanza degli strumenti finanziari e dei mercati (in prosieguo "ESMA").

L'ESMA nasce a seguito della grave crisi finanziaria del 2008 la quale ha mostrato l'incapacità dei modelli di vigilanza nazionali antecedenti alla crisi, di rimanere al passo con la globalizzazione finanziaria e la complessa e interconnessa natura dei mercati finanziari europei.

Nel novembre 2008, la Commissione ha incaricato un gruppo di esperti, guidato da Jacques de Larosière, di formulare raccomandazioni su come rafforzare i meccanismi di vigilanza europei al fine di proteggere meglio i cittadini e ripristinare la fiducia nel sistema finanziario. Nella sua relazione finale del 25 febbraio 2009, il gruppo di esperti, stilano un report finale noto come "relazione de Larosière", suggerendo di rafforzare il quadro di vigilanza finanziaria per mitigare il rischio e la gravità delle future crisi finanziarie.

L'ESMA pone quindi le sue radici, sulle raccomandazioni fornite nel Rapporto del 2009, che suggerì la costruzione di un Sistema di vigilanza finanziaria europea, come lo si evince da questo piccolo estratto del rapporto⁵:

⁵ The high-level group on financial supervision in the EU. De Larosière

“... Il Gruppo ritiene che le autorità monetarie mondiali e le autorità finanziarie di regolamentazione e vigilanza possano e debbano fare molto meglio in futuro per ridurre le possibilità che eventi come questi si verificano nuovamente. Questo non significa che tutte le crisi possano essere prevenute in futuro. Non sarebbe un obiettivo realistico. Tuttavia, ciò che potrebbe e dovrebbe essere prevenuto è il tipo di vulnerabilità sistemiche e interconnesse che abbiamo osservato e che hanno avuto effetti così contagiosi. Per prevenire il ripetersi di questo tipo di crisi, sono necessari una serie di cambiamenti politici critici. Questi riguardano l'Unione Europea, ma anche il sistema globale nel suo insieme...”

L'ESMA ha avviato le proprie attività il 1° gennaio 2011, in conformità con il proprio regolamento istitutivo, subentrando al Comitato delle Autorità Europee di regolamentazione dei valori mobiliari. Questo comitato era composto da una rete di autorità nazionali competenti (NCA); (in riferimento all'Italia, apparteneva a questo comitato la CONSOB), che aveva il compito di promuovere una vigilanza uniforme in tutta l'Unione Europea e di fornire consulenza alla Commissione Europea.

1.3: Ambiti operativi dell' autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati

L'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA) svolge un ruolo cruciale nella regolamentazione e supervisione dei mercati finanziari dell'UE.

L' ESMA, opera seguendo due principali linee guida tematiche: la Finanza Sostenibile, che si concentra sull'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle attività di supervisione e regolamentazione, e l'Innovazione Tecnologica, che promuove la sicurezza informatica e la convergenza nelle normative per le nuove attività finanziarie e tecnologie innovative come le criptovalute.

Nell'esplicare i principali compiti che questa organizzazione svolge (per perseguire i fini ultimi descritti pocanzi), comincerò parlando del suo operato nei confronti degli investitori. Essa agisce come supervisore degli amministratori di benchmark⁶ e come responsabile di un miglioramento coerente e sistematico del Regolamento sui benchmark in tutta l'UE. Dal 1° gennaio 2022, l'ESMA ha assunto la supervisione degli amministratori di benchmark critici dell'UE (attualmente quest'ultima categoria di

⁶ Benchmark: "Nel linguaggio aziendale e finanziario, e specialmente nell'attività del benchmarking, indice ottenuto componendo vari indici di diversa natura, adoperato dalle società di investimento come termine di paragone per valutare la propria gestione." Fonte: <https://www.treccani.it/vocabolario/benchmark/>

benchmark è formata solamente dall' EURIBOR) e di quelli riconosciuti di paesi terzi; è l'autorità esclusiva incaricata di vigilare sulle agenzie di rating del credito nell'Unione Europea, potenziandone l'integrità, la responsabilità, la buona governance e l'indipendenza nelle attività di rating, al fine di garantire un'alta qualità dei rating stessi e un elevato livello di protezione per gli investitori, applicando le norme previste dal Regolamento CRA (Regolamento sulle agenzie di rating del credito);

Ha inoltre un ruolo fondamentale nella gestione dei fondi di diversa natura, fornendo consulenze tecniche alla Commissione europea, elaborando linee guida, preparando norme tecniche di regolamentazione e attuazione, nonché emettendo pareri, risposte a domande e relazioni specifiche.

Riguardo ai suoi compiti relativi agli emittenti, l'attività dell'ESMA mira a fornire agli investitori informazioni adeguate sulle società in cui investono, garantendo così una maggiore protezione. Questo ambito copre diversi settori, tra cui la rendicontazione finanziaria, la rendicontazione di sostenibilità, la rendicontazione elettronica, la revisione contabile, i prospetti informativi, la governance aziendale, le partecipazioni azionarie rilevanti e le offerte pubbliche di acquisto relative a società quotate su mercati regolamentati.

L'ESMA, inoltre, esercita una supervisione diretta su diverse infrastrutture di mercato di rilevanza fondamentale, come le controparti centrali (CCP), i Trade Repository (TR), i Securitisation Repository (SR) e i fornitori di servizi di reporting dei dati (DRSP).

Inoltre, l'ESMA si impegna attivamente a migliorare gli standard esistenti e a garantire la loro applicazione coerente nei mercati secondari, nonché nelle pratiche di vendita allo scoperto, negli abusi di mercato e nei derivati over-the-counter (OTC).

Un altro ruolo fondamentale che ricopre riguarda l'analisi del rischio, per la quale essa si occupa di monitorare gli sviluppi del mercato e delle nuove attività finanziarie sempre avendo come fine ultimo quello di tutelare gli investitori dalle minacce del mercato stesso. Nello svolgere questo tipo di attività l'ESMA pubblica le proprie valutazioni e il monitoraggio dei rischi attraverso una serie di report, come il report Trends, Risks and Vulnerabilities – Risk Monitor (report TRV Risk Monitor) stilato due volte l'anno, con lo scopo di monitorare gli sviluppi del mercato, identificandone le tendenze e confrontandole nel tempo con altri mercati; oltre a quest'ultimo, stila una serie di altri reports che vanno sotto il nome di “*serie Markets Reports*” che analizzano i seguenti tipi di mercati:

- Mercato dei rating creditizi dell'UE,
- Mercato MMF UE,
- Mercati dei derivati dell'UE, sulla base dei dati EMIR,
- Mercati mobiliari dell'UE, sulla base dei dati MiFID II/MiFIR,
- Fondi di investimento alternativi dell'UE, basati sui dati AIFMD

In conclusione, ritengo importante menzionare l'importante ruolo svolto all'interno del nascente mondo della finanza digitale, in cui l'ESMA si occupa in particolar modo di valutare e monitorare gli sviluppi attorno al mercato delle CA⁷ e quello dell'uso dell'IA (Intelligenza Artificiale) e dei Big Data all'interno del sistema finanziario.

Inoltre nel gennaio 2019, l'ESMA ha valutato l'applicabilità delle norme UE alle criptovalute, pubblicando un parere che chiarisce le regole per quelle considerate strumenti finanziari, andando ad evidenziare i rischi delle criptovalute non regolamentate. Ciò ha portato nel settembre 2020, la Commissione europea ha proporre due regolamenti: uno per un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate su DLT e un altro per i mercati delle criptovalute (MiCA). Queste proposte distinguono tra criptovalute già regolamentate e non regolamentate, imponendo requisiti rigorosi per queste ultime.

⁷ Le criptovalute (CA) sono una delle principali applicazioni della tecnologia blockchain, o Distributed Technology (DLT) nella finanza. Le CA possono essere definite come un tipo di asset privato che dipende principalmente dalla crittografia e dalla DLT. cfr:<https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation>

Capitolo 2

La finanza sostenibile è diventata una priorità strategica a livello europeo e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) è in prima linea nel guidare questa transizione. Il presente capitolo analizza i compiti e gli obiettivi dell'ESMA nel promuovere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei mercati finanziari. Verranno esaminate le iniziative volte a garantire la trasparenza, promuovere la fiducia degli investitori e facilitare la transizione verso un'economia più sostenibile, e verranno discussi inoltre, gli strumenti normativi e le linee guida che l'ESMA adotta per mitigare i rischi finanziari legati ai fattori ESG

2.1: Strategia sulla Finanza Sostenibile

L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ha sviluppato una strategia di finanza sostenibile volta a rispondere alle crescenti esigenze di un mercato finanziario che integra aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG).

La strategia della finanza sostenibile dell'ESMA si basa su tre pilastri principali: il miglioramento della trasparenza del mercato finanziario, l'incorporazione dei fattori ESG nella regolamentazione dei mercati finanziari e la promozione di pratiche di governance sostenibili tra i partecipanti al mercato.

Il primo pilastro della strategia dell'ESMA riguarda l'aumento della trasparenza delle informazioni relative ai fattori ESG.

Una trasparenza adeguata è essenziale per aiutare gli investitori a prendere decisioni informate e consapevoli. In questo contesto, l'ESMA lavora intensamente per sviluppare standard di divulgazione che assicurino che le informazioni sugli investimenti sostenibili siano chiare, comparabili e affidabili in tale ambito la direttiva sulla divulgazione delle informazioni non finanziarie (NFRD) rappresenta il quadro normativo chiave in questo campo e l'ESMA contribuisce alla sua implementazione e al suo miglioramento continuo.

Il secondo pilastro si concentra sull'integrazione dei fattori ESG nella regolamentazione dei mercati finanziari. L'ESMA lavora infatti, in stretta collaborazione con altre istituzioni europee, come l'Autorità bancaria europea (EBA) e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), per sviluppare regolamenti che incoraggino l'inclusione dei criteri ESG nei processi decisionali degli investitori istituzionali e dei gestori di attività. Un esempio significativo è rappresentato dal regolamento sull'informativa sulla finanza sostenibile (SFDR), che impone agli attori del mercato di fornire dettagliate informazioni sui rischi di sostenibilità nei loro portafogli.

Il terzo pilastro riguarda la promozione di pratiche di governance sostenibili. L'ESMA incoraggia i partecipanti al mercato a considerare i fattori ESG non solo come aspetti di *compliance*, ma come componenti essenziali delle loro strategie di business. In questo senso, l'ESMA favorisce lo sviluppo di competenze e capacità all'interno delle istituzioni finanziarie per valutare e gestire i rischi ESG.

Inoltre, l'ESMA offre linee guida e supporto per l'adozione di *best practices* riguardo alla governance sostenibile, assicurando che le imprese siano preparate a far fronte ai cambiamenti normativi e alle aspettative degli investitori.

Oltre ai tre pilastri principali, l'ESMA partecipa attivamente a diverse iniziative specifiche e collaborazioni per garantire un allineamento globale delle pratiche di finanza sostenibile. L'adesione al Network for Greening the Financial System (NGFS) e la collaborazione con l'Organizzazione internazionale delle commissioni sui titoli (IOSCO) sono solo esempi delle attività internazionali che quest'Organizzazione compie verso una direzione sempre più sostenibile del sistema finanziario europeo e globale. Queste collaborazioni permettono all'ESMA di condividere esperienze, sviluppare standard comuni e affrontare le sfide globali legate alla sostenibilità finanziaria.

Un altro aspetto fondamentale della strategia dell'ESMA riguarda la formazione e la sensibilizzazione. L'ESMA organizza e partecipa a conferenze, seminari e workshop per aumentare la consapevolezza sui temi della finanza sostenibile tra i diversi attori del mercato, inclusi emittenti, investitori e autorità di vigilanza. La formazione continua è infatti, ritenuta essenziale per promuovere una cultura di sostenibilità finanziaria e per garantire che tutti gli stakeholder siano adeguatamente informati sui vantaggi e le sfide legate all'integrazione dei fattori ESG.

La strategia della finanza sostenibile dell'ESMA rappresenta un impegno significativo per promuovere un mercato finanziario più rispettoso dell'ambiente e socialmente responsabile.

Attraverso il miglioramento della trasparenza, l'incorporazione dei fattori ESG nella regolamentazione e la promozione di pratiche di governance sostenibili, l'ESMA si pone come attore chiave nella transizione verso un'economia più sostenibile.

È inoltre di fondamentale rilevanza, notare come l'approccio interdisciplinare e collaborativo dell'ESMA, che coinvolge diverse iniziative specifiche e collaborazioni internazionali, stia a sottolineare la complessità e l'importanza della finanza sostenibile nel contesto globale contemporaneo.

2.2: Roadmap 2022/2024 per la finanza sostenibile

La "Sustainable Finance Roadmap 2022-2024" è il documento chiave dell'impegno dell'ESMA in questo ambito, redatto sulla base della precedente menzionata "Strategia sulla Finanza Sostenibile", 6 Febbraio 2020 ; che ha l'obiettivo di definire le principali priorità e azioni che l'ESMA intraprenderà per promuovere la finanza sostenibile all'interno dell'Unione Europea.

La strategia introdotta nel Febbraio 2020 dall' ESMA, come primo passo verso l'attuazione del suo mandato in ambito di finanza sostenibile, individuava quattro obiettivi chiave: a) Integrare la sostenibilità nello sviluppo del regolamento unico; b) Stabilire approcci comuni per incorporare i fattori ESG nelle pratiche di vigilanza delle autorità nazionali; c) Monitorare i trend del mercato e individuare i rischi associati alla finanza sostenibile; d) Aumentare la trasparenza riguardo al ruolo dei fattori ESG nei processi di valutazione del credito.

La tabella di marcia per la finanza sostenibile aiuterà l'ESMA a coordinare, stabilire priorità e definire l'ordine delle risposte necessarie alle esigenze di vigilanza emergenti nel settore della finanza sostenibile.

Questo documento integra le azioni già previste nel Programma di lavoro annuale 2022 dell'ESMA per diverse aree operative. Inoltre, la roadmap rileva ulteriori azioni da implementare nei prossimi anni, prevedendo che alcune saranno attuate nel 2023 o nel 2024.

Nell'attuare gli obiettivi precedentemente elencati, l'Ente si è trovato di fronte ad una realtà complessa e sfidante, rilevando le seguenti problematiche:

a. Un quadro normativo in rapida evoluzione che non copre uniformemente tutte le fasi della catena del valore degli investimenti sostenibili, causando incoerenze normative, complessità per gli investitori e problemi legati alla protezione degli investitori e al greenwashing;

b. Differenze nell'interpretazione e nell'applicazione della legislazione sulla finanza sostenibile, come il regolamento SFDR, con il rischio di un'applicazione non uniforme a livello europeo, che potrebbe portare a problemi di arbitraggio normativo, disfunzioni nei mercati e ridotta protezione degli investitori;

c. La crescente domanda di investimenti ESG non è accompagnata da sufficiente trasparenza e comparabilità sull'effettivo impatto di sostenibilità dei prodotti finanziari, sulla sostenibilità degli emittenti e sulle metodologie utilizzate per i rating e i dati ESG, aumentando così il rischio di informazioni fuorvianti e di vendita impropria di prodotti ESG, con potenziali ripercussioni finanziarie, di reputazione e sulla stabilità finanziaria;

d. Gli obiettivi di neutralità climatica dell'UE richiedono che diverse attività economiche intraprendano un percorso di transizione verso la sostenibilità, rendendo necessaria una maggiore trasparenza su questi sforzi per supportare gli investitori nelle loro decisioni;

e. Esiste un bisogno crescente di rafforzare le competenze, l'esperienza e le risorse dell'ESMA e delle autorità nazionali in materia di finanza sostenibile e nelle relative

attività di vigilanza, inclusa la conoscenza delle questioni di sostenibilità e la loro integrazione nella finanza responsabile;

f. Il rischio di disallineamento tra le preferenze ESG degli investitori e i prodotti offerti è in aumento, dovuto in parte alla limitata educazione finanziaria sugli investimenti ESG e alla mancanza di competenze ESG tra i consulenti finanziari e altri attori della catena del valore degli investimenti;

g. I mercati ESG, in rapida evoluzione, necessitano di un monitoraggio regolare e coordinato a livello UE, richiedendo un accesso efficace ai dati ESG strutturati e non strutturati, nonché lo sviluppo di metodologie per valutare l'impatto finanziario dei rischi ESG, come i rischi climatici.

Le azioni per affrontare le sfide descritte pocanzi, sono state organizzate all'interno del Documento, in tre aree principali che costituiscono le priorità dell'ESMA per il periodo preso in considerazione: la prima macroarea è quella riguardante il greenwashing, (il cui contenuto verrà ripreso più approfonditamente all'interno dell'ultimo capitolo di questo elaborato), che viene definito come una distorsione delle informazioni relative alla sostenibilità di prodotti finanziari o emittenti. Questo fenomeno può ingannare gli investitori, che potrebbero essere portati a credere che un prodotto sia più sostenibile di quanto effettivamente sia, a questo proposito l'ESMA ritiene fondamentale individuare le cause profonde di queste pratiche, spesso derivanti da informazioni errate lungo la catena del valore degli investimenti, e agire in maniera coordinata per risolvere il problema.

Ciò implica anche affrontare i rischi legati all'arbitraggio normativo, ovvero all'uso delle differenze tra le normative per trarre vantaggi ingiusti, che può aggravare il fenomeno del greenwashing.

La seconda area di sfida riguarda la formazione delle autorità nazionali nella transizione verso una finanza sostenibile, in tale ottica il compito principale per l'ESMA è quello di fargli acquisire una profonda conoscenza sia delle normative che delle intersezioni tra sostenibilità e mercati finanziari. Per rafforzare queste competenze, saranno necessarie iniziative di formazione e la condivisione delle esperienze di vigilanza. L'obiettivo è creare una cultura di vigilanza comune in tutta l'UE, che integri pienamente la sostenibilità nei mercati finanziari.

Nel raggiungimento dell'obiettivo sopra enunciato, le principali azioni che verranno messe in atto in questo ambito si possono racchiudere in questi tre punti: 1. Promuovere la condivisione di conoscenze e informazioni sulle iniziative ESG tra le ANC, mediante la creazione e l'implementazione di un piano di formazione sulla finanza sostenibile destinato alle ANC e al personale dell'ESM; 2. Tenere regolarmente discussioni sui casi di vigilanza e sull'applicazione delle norme nei comitati permanenti e nelle reti dell'ESMA, oltre a organizzare confronti con i gruppi di lavoro consultivi su questioni relative alla finanza sostenibile; 3. Elaborare standard di vigilanza uniformi per le principali tematiche legate all'ESG, ad esempio tramite l'adozione di un Manuale comune di vigilanza.

L'ultima macroarea alla quale l'ESMA ha dato priorità assoluta riguarda il monitoraggio continuo dei mercati finanziari legati ai criteri ESG (ambientali, sociali e di governance), un'azione essenziale per identificare tempestivamente i rischi per gli investitori e la stabilità del mercato.

L'ESMA intensificherà il monitoraggio dei mercati del carbonio dell'UE e lavorerà in collaborazione con altre autorità europee e internazionali per sviluppare metodologie comuni e soluzioni tecnologiche (RegTech e SupTech)⁸ per l'analisi dei dati ESG.

Mantenendo la stessa direzione intraprenderà anche altre azioni come l'utilizzo di "Test di stress CCP"⁹.

⁸ Regtech: "Regulatory Technology", si riferisce all'uso di tecnologie innovative, come l'intelligenza artificiale e il machine learning, per aiutare le istituzioni finanziarie a rispettare i requisiti normativi in modo più efficiente e meno costoso. (Arner, D. W., Barberis, J., & Buckley, R. P., 2016).

Suptech: "Supervisory Technology", riguarda l'uso di tecnologie avanzate da parte delle autorità di vigilanza per migliorare il monitoraggio, la supervisione e l'applicazione delle normative nel settore finanziario. (Di Castri, S., Hohl, S., Kulenkampff, A., & Prenio, J., 2019).

⁹ CCP: Controparte Centrale

2.2.1: CCP Stress Test

La Controparte Centrale (CCP) è il soggetto che, in una transazione, si interpone tra due contraenti evitando che questi siano esposti al rischio di inadempienza della propria controparte contrattuale e garantendo il buon fine dell'operazione.¹⁰

L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), l'ente responsabile della regolamentazione e supervisione dei mercati finanziari nell'Unione Europea, ha avviato il suo quinto esercizio di stress test per le controparti centrali (CCP) in conformità con il regolamento sulle infrastrutture dei mercati europei (EMIR). Questo esercizio include quattordici CCP autorizzate nell'UE e due CCP del Regno Unito, classificate come Tier 2 (LCH Ltd, ICE Clear Europe Ltd). Il quadro di riferimento per questi stress test è arricchito da uno scenario di mercato avverso sviluppato dall'European Systemic Risk Board (ESRB).

La Presidente dell'ESMA, Verena Ross, in un comunicato stampa¹¹ ha sottolineato l'importanza dello stress test delle CCP come strumento cruciale di supervisione, spiegando che l'esercizio attuale esamina le principali categorie di rischio,

¹⁰ cfr: www.bancaditalia.it

¹¹ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-fifth-stress-test-exercise-central-counterparties>

valutando anche l'eventuale propagazione di tali rischi all'intero sistema finanziario.

Klaus Löber, presidente del comitato di vigilanza delle CCP, ha evidenziato come l'esercizio di quest'anno, basato sull'esperienza acquisita in precedenza, introduca nuovi scenari di stress, includendo anche la valutazione del rischio climatico, oltre ai rischi di liquidità, credito e concentrazione.

Il quadro dello stress test delle CCP, sviluppato da ESMA in collaborazione con le autorità nazionali competenti e il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), comprende vari componenti: lo stress creditizio, il rischio di concentrazione, lo stress di liquidità, il rischio climatico e il *reverse stress*, che esplora i limiti di resilienza delle CCP sotto scenari estremi. La BCE, in collaborazione con ESRB ed ESMA, ha elaborato un nuovo scenario di mercato avverso per testare la resilienza delle CCP in condizioni di mercato particolarmente severe ma plausibili.

Infine, i dati raccolti saranno validati e analizzati dall' ESMA e dalle autorità nazionali competenti, con i risultati finali che verranno pubblicati nella seconda metà del 2024. ESMA continuerà a monitorare periodicamente la resilienza delle CCP dell'UE e di quelle di paesi terzi di livello 2, per identificare eventuali criticità nella gestione dei rischi.

Capitolo 3

La transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio richiede un impegno significativo da parte delle aziende nell'adattare le proprie operazioni per contribuire agli obiettivi climatici globali, basandosi sulla fiducia di consumatori e investitori. Tuttavia, il greenwashing minaccia questa fiducia, compromettendo la credibilità delle iniziative di sostenibilità aziendale. Questo fenomeno non solo distorce la percezione dell'impatto ambientale delle attività, ma ostacola anche il progresso verso un'economia sostenibile. Monitorare e affrontare il greenwashing è quindi essenziale per garantire coerenza tra le dichiarazioni aziendali e le azioni concrete per il clima. Questo capitolo analizzerà le dinamiche e i rischi del greenwashing, esplorando le strategie per contrastarlo e salvaguardare la fiducia nella sostenibilità aziendale.

3.1: Definizione e diffusione del Greenwashing nel sistema finanziario

Il termine "greenwashing" si riferisce alla pratica di presentare un'immagine di sostenibilità ambientale non supportata da azioni concrete o verificabili, spesso per migliorare la reputazione dell'ente coinvolto.

Tale fenomeno è emerso negli anni '80 come risposta alla crescente sensibilità dei consumatori verso le problematiche ambientali e alla necessità percepita da parte delle aziende di allineare le loro attività con le aspettative di sostenibilità del pubblico.

Il termine è stato coniato dall'ambientalista Jay Westerveld nel 1986, in riferimento alla pratica di alcune catene alberghiere di promuovere la riutilizzazione degli asciugamani come prova del loro impegno ecologico, mentre, in realtà, non attuavano misure significative per ridurre il loro impatto ambientale complessivo (Westerveld, 1986).

L'idea alla base del greenwashing si è rapidamente diffusa, portando con sé una crescente consapevolezza del fatto che molte imprese stavano sfruttando la retorica della sostenibilità più come strumento di marketing che come impegno genuino. In un contesto storico segnato dall'espansione dei movimenti ambientalisti e dalla nascita delle prime normative ambientali, il greenwashing si è manifestato come una risposta strategica da parte di aziende che cercavano di mantenere la loro competitività senza dover affrontare i costi associati a una vera trasformazione sostenibile.

Questo fenomeno, originariamente associato al settore commerciale, ha trovato terreno fertile anche nel sistema finanziario, dove viene utilizzato per attrarre investitori sensibili alle tematiche ambientali. Nel contesto finanziario, il greenwashing si manifesta attraverso la promozione di prodotti finanziari, come fondi d'investimento e obbligazioni, che vengono etichettati come sostenibili o verdi senza che tali affermazioni siano pienamente giustificate da evidenze empiriche o controlli rigorosi (European Securities and Markets Authority, 2021).

Un esempio significativo di *greenwashing* legato alle obbligazioni verdi riguarda l'emissione di titoli sovrani da parte della Polonia nel 2016. Questo paese è stato il primo al mondo a emettere *green bonds* sovrani, raccogliendo 750 milioni di euro. Tuttavia, la destinazione dei fondi ha sollevato diverse critiche, poiché parte di questi è stata utilizzata per finanziare il miglioramento di infrastrutture legate all'industria del carbone. Nonostante l'etichetta "verde", l'allocazione di risorse a tali progetti ha messo in discussione l'effettivo contributo di queste obbligazioni alla sostenibilità ambientale, sollevando dubbi sulla loro autentica conformità agli obiettivi di riduzione delle emissioni (Environmental Finance, 2016).

Un altro esempio rilevante è quello della società petrolifera spagnola Repsol, che nel 2017 ha emesso obbligazioni verdi per finanziare progetti volti a ridurre le emissioni di gas serra nelle sue raffinerie. Nonostante l'obiettivo dichiarato di migliorare l'efficienza ambientale delle sue operazioni, l'emissione di *green bonds* da parte di un'azienda profondamente coinvolta nell'industria dei combustibili fossili ha destato preoccupazioni. Molti osservatori hanno percepito questa operazione come un caso di *greenwashing*, poiché il *core business* di Repsol rimane legato a un'elevata produzione di emissioni di carbonio, rendendo discutibile l'efficacia reale dei suoi progetti in termini di sostenibilità (Climate Bonds Initiative, 2017).

Infine sento di dover citare un altro caso molto discusso riguardante per l'appunto alcuni *green bonds* cinesi utilizzati per progetti di energia fossile "pulita", come le centrali a carbone ad alta efficienza.

Sebbene tali progetti siano stati presentati come miglioramenti rispetto alle tecnologie più inquinanti, molti analisti hanno messo in dubbio la loro reale capacità di contribuire alla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. Questo ha sollevato preoccupazioni sul fatto che tali investimenti, pur etichettati come "verdi", non soddisfino realmente i criteri di sostenibilità desiderati (International Institute for Sustainable Development, 2018).

Questi esempi dimostrano come l'assenza di standard chiari e globali per le obbligazioni verdi possa facilitare pratiche di greenwashing, dove progetti che non sono realmente sostenibili vengono promossi come tali, ingannando gli investitori e il pubblico.

Come si può notare dallo schema riportato qui di seguito (fonte: ESMA TRV Risk Analysis “The financial impact of greenwashing controversies”) le controversie legate al Greenwashing che inizialmente si sono concentrate nel settore delle imprese commerciali ad oggi si sono diffuse su una più ampia gamma di settori industriali e soprattutto finanziari. Ad oggi possiamo raggruppare queste controversie in tre settori principali: il settore del petrolio e del gas, seguito da quello finanziario e infine quello alimentare e delle bevande; che costituiscono il 50% dei casi di controversie di greenwashing totali.

Greenwashing controversies by sector
Controversies concentrated in three sectors



Note: Number of greenwashing controversies grouped by sector.
Sources: RepRisk, ESMA.

3.2: Ruolo ed iniziative adottate dall'Unione Europea e dall' ESMA

Come precedentemente enunciato negli ultimi anni, l'Unione Europea e l'ESMA hanno intrapreso un percorso ambizioso per promuovere la finanza sostenibile, introducendo una serie di regolamenti volti a garantire la trasparenza e la credibilità degli investimenti ESG (Environmental, Social, and Governance). Tra le principali normative, il Regolamento sulla Tassonomia (Regolamento (UE) 2020/852) e il Regolamento sull'informativa di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR - Sustainable Finance Disclosure Regulation) hanno svolto un ruolo centrale nel delineare il quadro normativo per gli attori del mercato finanziario.

Il Regolamento sulla Tassonomia è stato adottato con l'obiettivo di creare un sistema di classificazione unificato a livello europeo per identificare quali attività economiche possano essere considerate sostenibili dal punto di vista ambientale. Questo strumento è fondamentale per evitare il greenwashing, in quanto fornisce criteri chiari e dettagliati per la valutazione della sostenibilità degli investimenti. Il regolamento definisce sei obiettivi ambientali principali, tra cui la mitigazione e l'adattamento ai cambiamenti climatici, la transizione verso un'economia circolare, e la protezione della biodiversità. Le attività economiche devono soddisfare criteri rigorosi per essere considerate allineate alla tassonomia, evitando così che progetti non autenticamente sostenibili possano essere etichettati come "verdi" (European Commission, 2020).

Il SFDR, entrato in vigore nel marzo 2021, obbliga gli operatori del settore finanziario a fornire informazioni trasparenti su come i rischi di sostenibilità sono integrati nei loro processi decisionali e sui potenziali impatti negativi delle loro decisioni in materia di sostenibilità. Il regolamento distingue tra prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali (articolo 8) e quelli che hanno obiettivi di investimento sostenibile (articolo 9), imponendo requisiti di divulgazione più stringenti per questi ultimi. Lo scopo del SFDR è garantire che gli investitori dispongano di informazioni chiare e comparabili, riducendo così il rischio di greenwashing (European Commission, 2021)¹².

L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ha anch'essa un ruolo cruciale nell'attuazione e nella supervisione di queste normative. L'ESMA, in collaborazione con le altre autorità di vigilanza europee (EBA per il settore bancario e EIOPA per il settore delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), ha sviluppato linee guida e norme tecniche per supportare l'applicazione pratica del SFDR e della Tassonomia.

¹² European Commission. (2021). *Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR)*. Official Journal of the European Union.

Uno dei contributi chiave dell'ESMA è la pubblicazione delle Norme tecniche di regolamentazione (RTS) relative al SFDR, che specificano in dettaglio il contenuto, la metodologia e la presentazione delle informazioni da divulgare. Le RTS includono modelli di reportistica standardizzati che devono essere utilizzati dagli operatori del mercato finanziario per comunicare come i fattori ESG vengono considerati nelle loro decisioni di investimento.

Queste norme mirano a garantire un elevato grado di trasparenza e a facilitare il confronto tra prodotti finanziari, contribuendo a ridurre il rischio di greenwashing (ESMA, 2021a)¹³; eccone alcuni esempi: 1. RTS sulle Informazioni Precontrattuali: specificano le informazioni che devono essere fornite prima della conclusione di un contratto di investimento, in particolare per i prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali e per quelli che hanno un obiettivo di investimento sostenibile. Queste norme richiedono una descrizione chiara degli obiettivi di sostenibilità, della strategia di investimento e della modalità di valutazione dell'impatto; 2. RTS sulle Informazioni Periodiche: regolano la divulgazione periodica di informazioni relative alla sostenibilità da parte dei prodotti finanziari. Queste informazioni devono includere i risultati raggiunti rispetto agli obiettivi di sostenibilità dichiarati e come questi risultati sono stati misurati;

¹³ ESMA. (2021a). *Final Report on draft Regulatory Technical Standards under the SFDR*.

3. RTS sul Sito Web: stabiliscono le modalità con cui le informazioni relative alla sostenibilità devono essere rese pubbliche sui siti web delle imprese finanziarie, garantendo trasparenza e accessibilità agli investitori. Questo include la pubblicazione delle politiche di sostenibilità e i dettagli su come i rischi di sostenibilità sono integrati nei processi decisionali di investimento.

Queste RTS sono cruciali per garantire che le informazioni divulgate siano coerenti e trasparenti, contribuendo a ridurre il rischio di greenwashing e a promuovere la fiducia degli investitori nei prodotti finanziari sostenibili.

Inoltre, l'ESMA ha svolto un ruolo attivo nella promozione della coerenza e dell'armonizzazione delle pratiche di vigilanza tra i vari Stati membri. Ha emesso linee guida per le autorità nazionali competenti, fornendo indicazioni su come monitorare l'applicazione delle norme SFDR e Tassonomia da parte delle imprese finanziarie. L'obiettivo è garantire che i requisiti di sostenibilità siano rispettati in modo uniforme in tutta l'UE, evitando lacune normative che potrebbero essere sfruttate per pratiche di greenwashing (ESMA, 2021b)¹⁴.

¹⁴ ESMA. (2021b). *Supervisory briefing – Sustainability risks and disclosures in the area of investment management.*

Conclusioni:

L'analisi approfondita svolta in questa tesi ha evidenziato l'importanza cruciale dell'ESMA nel promuovere una finanza sostenibile all'interno dell'Unione Europea. La crescente attenzione verso i criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) ha trasformato il sistema finanziario globale, rendendo necessario un approccio regolamentare che garantisca non solo la stabilità, ma anche l'integrità e la trasparenza dei mercati. In questo contesto, l'ESMA ha dimostrato di essere un attore fondamentale, capace di guidare la transizione verso un sistema finanziario che integri pienamente i principi della sostenibilità.

Le iniziative dell'ESMA, come la strategia sulla finanza sostenibile e la Roadmap 2022-2024, rappresentano un approccio strutturato e lungimirante per affrontare le sfide complesse del nostro tempo. Queste iniziative si concentrano sull'integrazione dei fattori ESG nelle decisioni di investimento, sulla trasparenza delle informazioni finanziarie e sulla protezione degli investitori. Tali sforzi non solo migliorano la qualità delle decisioni finanziarie, ma contribuiscono anche a ridurre il rischio di pratiche dannose come il greenwashing, che potrebbero compromettere la fiducia nel mercato.

Tuttavia, il percorso verso un'economia realmente sostenibile è ancora lungo e ricco di ostacoli. La mancanza di una completa armonizzazione normativa tra gli Stati membri dell'UE e la complessità crescente del quadro regolamentare rappresentano sfide significative per il raggiungimento di un'economia realmente sostenibile.

È essenziale che l'ESMA continui a collaborare strettamente con le autorità nazionali e internazionali per garantire che le normative siano applicate in modo uniforme e che le pratiche di vigilanza siano costantemente aggiornate e migliorate. Un altro aspetto cruciale emerso dalla ricerca è la necessità di un continuo rafforzamento delle competenze e delle risorse all'interno delle autorità di vigilanza. Solo attraverso una formazione continua e una maggiore consapevolezza delle questioni di sostenibilità, sarà possibile mantenere alta la qualità della supervisione e rispondere efficacemente ai cambiamenti del mercato. La promozione di una cultura di vigilanza comune, che integri pienamente la sostenibilità nei mercati finanziari, sarà determinante per il successo delle future iniziative regolamentari.

In conclusione, sento di poter affermare che l'ESMA ha già compiuto passi significativi nel promuovere una finanza sostenibile, ma il successo a lungo termine di queste iniziative dipenderà dalla sua capacità di adattarsi e rispondere alle nuove sfide. La sua leadership nella regolamentazione e nella promozione della trasparenza continuerà a essere fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità dell'Unione Europea. L'evoluzione del sistema finanziario globale verso una maggiore sostenibilità richiederà un impegno costante, una vigilanza attiva e una cooperazione internazionale rafforzata, elementi su cui l'ESMA dovrà continuare a lavorare con determinazione. Solo attraverso un approccio integrato e collaborativo sarà possibile garantire che la finanza sostenibile non rimanga un obiettivo teorico, ma diventi una realtà concreta e duratura per le generazioni future.

Bibliografia

M. Dobb, Problemi di storia del capitalismo, Roma, Editori Riuniti, 4a ediz. 1971

I fattori dello sviluppo economico: la finanza (parte seconda: l'età contemporanea) n. 8 (Nuova Serie), Aprile 2012; Senato della Repubblica

Vincenzo Comito, Storia della finanza d'impresa. Torino, UTET, 2002.

Umberto A. de Girolamo, La depressione economica del 1929-33. Fatti, teorie, pratiche. Foggia, Claudio Grenzi Editore, 2005.

Eric Helleiner, States and the reemergence of global finance. From Bretton Woods to the 1990s. Ithaca-London, Cornell university press, 1994.

Silvano Andriani, L'ascesa della finanza. Risparmio, banche, assicurazioni: i nuovi assetti dell'economia mondiale. Roma, Donzelli, 2006.

Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) (europa.eu)

Regolamento - 1095/2010 - EN - EUR-Lex (europa.eu)

Crescenzi, A. (a cura di), Biraschi, P., & Altri. (2010). *La crisi mondiale: Storia di tre anni difficili*. Luiss University Press.

The high-level group on financial supervision in the EU. De Larosière (https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf)

Arner, D. W., Barberis, J., & Buckley, R. P. (2016). FinTech, RegTech, and the reconceptualization of financial regulation. *Nw. J. Int'l L. & Bus.*, 37, 371.

Di Castri, S., Hohl, S., Kulenkampff, A., & Prenio, J. (2019). The SupTech Generations, FSI Insights on policy implementation, no 19.

Sitografia

www.consob.it/web/investor-education/i-mercati-degli-strumenti-finanziari

www.consob.it/web/investor-education/la-finanza-nella-storia

www.esma.europa.eu/esmas-activities

www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_sustainable_finance_strategy.pdf

www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_annual_work_programme.pdf

European Securities and Markets Authority. (2021). *ESMA Strategy on Sustainable Finance*.

European Commission. (2021). Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy.

European Parliament and Council. (2020). Regulation (EU) 2020/852 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment. Official Journal of the European Union.

European Commission. (2020). Regulation (EU) 2020/852 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment. Official Journal of the European Union.

European Commission. (2021). Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR). Official Journal of the European Union.

ESMA. (2021a). Final Report on draft Regulatory Technical Standards under the SFDR.

ESMA. (2021b). Supervisory briefing – Sustainability risks and disclosures in the area of investment management.

ESMA. (2022). Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No. 1, 2022.