



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

LA TASSONOMIA EUROPEA E IL SUO RUOLO
VERSO UN SISTEMA FINANZIARIO ORIENTATO
ALLA SOSTENIBILITÀ

THE EUROPEAN TAXONOMY AND ITS ROLE
TOWARDS A SUSTAINABILITY-ORIENTED
FINANCIAL SYSTEM

Relatore:
Prof. Pietro Vozzella

Rapporto Finale di:
Valentina Novelli

Anno Accademico 2022/2023

Indice

Introduzione	2
Capitolo 1: Le origini della Tassonomia UE	
1.1 L'accordo di Parigi	4
1.2 Il Piano d'Azione per la finanza sostenibile	5
Capitolo 2: La Tassonomia UE	
2.1 Il Regolamento della Tassonomia UE	10
2.2 Gli Atti delegati	14
2.2.1 Il Disclosure Delegated Act	14
2.2.2 Il Climate Delegated Act e il Complementary Climate Delegated Act	18
2.2.3 L'Environmental Delegated Act e gli amendments to the Climate Delegated Act	19
2.3 Altri strumenti e organi a supporto della Tassonomia	20
Capitolo 3: Gli effetti della Tassonomia sul settore finanziario	
3.1 L'impatto sui prestiti bancari	22
3.2 Il Green Asset Ratio	24
3.3 La gestione dei rischi ambientali climatici	30
Conclusione	32
Bibliografia	33
Sitografia	35

Introduzione

Il cambiamento climatico è un argomento entrato con fatica nei parlamenti e nelle assemblee internazionali di tutto il mondo, ma negli ultimi anni gli sforzi di attivisti e manifestanti per l'ambiente stanno finalmente stimolando la sensibilizzazione del legislatore verso norme e regolamenti a favore della transizione ecologica.

In particolare, l'ONU sta trainando i suoi Paesi membri verso una maggiore attenzione ai rischi derivanti dai cambiamenti climatici, prendendo impegni reciproci come avviene ogni anno al Vertice Mondiale sull'Azione per il clima (Conferenza delle Parti, COP dell'UNFCCC¹) o con l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, un programma d'azione che ingloba 17 obiettivi per lo sviluppo sostenibile.

Anche l'Unione Europea ha intrapreso un percorso normativo volto a favorire la lotta contro i cambiamenti climatici, come l'impegno emerso dal Consiglio Europeo nel 2019 a conseguire la neutralità climatica entro il 2050 attraverso il Green Deal europeo, un pacchetto di iniziative strategiche che mira ad avviare l'UE sulla strada della transizione verde. Per sostenere finanziariamente questo percorso la Commissione europea ha pubblicato il Piano d'Azione per la finanza sostenibile, da cui derivano proposte di regolamenti, atti delegati e studi volti alla sua attuazione.

All'interno del Piano d'azione per la finanza sostenibile è stato approvato un regolamento riguardo l'istituzione di una classificazione di attività economiche considerabili come sostenibili e lo sviluppo di parametri di riferimento per facilitare gli investimenti sostenibili, la Tassonomia dell'Unione Europea. Questo regolamento è stato pubblicato nel 2020 e successivamente implementato. Esso obbliga determinate aziende a divulgare

¹ United Nations Framework Convention on Climate Change

informazioni sulle misure ESG (Environmental, Social, Governance²) da loro adottate per creare un quadro di riferimento per la valutazione e il confronto delle attività sostenibili. Ma quanto la Tassonomia UE influenza il settore finanziario? Le banche sono tenute a calcolare e divulgare determinati indici di allineamento alla Tassonomia delle loro attività, oltre ad essere obbligate alla trasparenza ed alla divulgazione delle loro performance di investimento in attività green, per poi proseguire con un processo di miglioramento delle stesse. In questa sede si prenderà in considerazione il ruolo delle banche nell'applicazione della Tassonomia dell'UE e quali sono gli effetti economico-finanziari che ne derivano già adesso e che si può supporre ne deriveranno in futuro.

² Sono tre criteri considerati dagli investitori per valutare i prodotti finanziari o le performance di un'impresa più coerenti con criteri ambientali, sociali e di governance.

Capitolo 1: Le origini della Tassonomia UE

La Tassonomia UE è solo uno dei frutti dell'impegno dell'Unione Europea nella transizione globale verso un futuro migliore e si posiziona in un ampio contesto di progressiva decarbonizzazione e riduzione delle emissioni di gas serra, iniziate a livello internazionale. In particolare, è stata l'ONU ad iniziare per prima a riunire rappresentanti istituzionali dei Paesi di tutto il mondo per parlare dei problemi derivanti dai cambiamenti climatici.

1.1 L'Accordo di Parigi

La Conferenza sui cambiamenti climatici di Berlino del 1995 è stata la prima Conferenza delle Parti (COP) delle Nazioni Unite, per discutere sui risultati scientifici ottenuti dall'Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) sull'innalzamento delle temperature globali di 0,6°C dal periodo preindustriale, dovuto alle attività umane. Ogni anno i rappresentanti dei Paesi e della società civile si riuniscono nella Conferenza delle Parti la cui importanza è diventata evidente per tutti soprattutto nel 2015, alla COP21 di Parigi, quando 197 Paesi si sono riunite promettendosi di mantenere l'innalzamento della temperatura globale sotto i 2°C rispetto ai livelli preindustriali e se possibile guidare gli sforzi per mantenerla sotto i 1,5°C. I Paesi puntano a raggiungere il picco globale di emissioni quanto prima per poi iniziare una rapida riduzione delle stesse raggiungendo un equilibrio tra emissioni e assorbimento nella seconda metà del secolo. Per raggiungere questi obiettivi così ambiziosi vengono impiegati strumenti finanziari specifici per rendere più consistenti le azioni dei Paesi in via di sviluppo, soprattutto nei contesti più fragili, in linea con gli obiettivi dichiarati. Questo Accordo può favorire una transizione verso economie a basso tenore di carbonio in tutto il mondo tramite una legge quadro che per essere implementata ha bisogno di leggi applicative. La firma dell'accordo di Parigi

ha avuto luogo a New York a partire dal 22 aprile 2016 e la sua entrata in vigore è avvenuta il 4 novembre dello stesso anno con la firma di almeno 55 Paesi che rappresentano circa il 55% del totale delle emissioni globali di gas serra.

1.2 Il Piano d'Azione per la finanza Sostenibile

A seguito della COP21, l'Unione Europea si è dedicata ad applicare gli obiettivi prefissati ed ha elaborato diversi progetti di sostegno alla transizione verde; i principali sono il Green deal europeo e il Piano d'Azione per la finanza sostenibile. Il primo è un insieme di progetti che hanno l'obiettivo principale di ridurre le emissioni di gas serra di almeno il 55% entro il 2030 e di raggiungere il saldo netto di emissioni pari a zero entro il 2050. È un progetto ambizioso che l'UE pensa di realizzare invitando i Paesi membri a migliorare le norme in materia di finanza sostenibile, potenziando il sistema di scambio di quote di emissione dell'UE, stimolando l'innovazione rispettosa dell'ambiente e garantendo equità ed efficacia in termini di costi, come enunciato nella Legge Europea sul clima³ e nella Strategia dell'UE di adattamento ai cambiamenti climatici⁴.

Per il secondo, a marzo del 2018 la Commissione Europea ha pubblicato il Piano d'Azione per la finanza sostenibile⁵ che delinea le strategie e le misure per creare un sistema finanziario che promuove uno sviluppo sostenibile dal punto di vista economico, sociale e ambientale, contribuendo ad attuare l'accordo di Parigi e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite. Il piano d'azione si propone di riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva, gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, dall'esaurimento delle risorse, dal degrado ambientale e dalle questioni sociali; nonché promuovere la trasparenza e la

³ European Parliament and Council, *Regulation (EU) 2021/1119 establishing the framework for achieving climate neutrality and amending Regulations (EC) No 401/2009 and (EU) 2018/1999 ('European Climate Law')*, Official Journal of European Union, Luglio.

⁴European Commission (2021), *Forging a climate-resilient Europe – The new Strategy on Adaptation to Climate Change*, Official Journal of the European Union, Febbraio.

⁵ European Commission (2018), *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, Official Journal of the European Union, Marzo.

visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie. Il piano d'azione si propone di:

1. Istituire un sistema unificato di classificazione delle attività sostenibili a livello UE; l'elaborazione di una Tassonomia dell'UE per i cambiamenti climatici e le attività sostenibili sotto il profilo ambientale e sociale.
2. Creare una normativa Green Bonds Standard e valutare un marchio Ecolabel UE ai prodotti finanziari verdi.
3. Promuovere gli investimenti in progetti sostenibili attraverso il Piano di investimenti per un'Europa sostenibile, InvestEU⁶ e altri fondi UE, a sostegno degli investimenti nell'UE e nei Paesi partner.
4. Integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria, considerando i rischi fisici e di transizione nella governance dei prodotti finanziari.
5. Elaborare degli indici di sostenibilità, atti delegati sulla trasparenza del metodo e caratteristiche degli indici.
6. Migliorare l'integrazione della sostenibilità nel rating e nella ricerca di mercato rafforzando le modalità di valutazione dei fattori ESG e verificando il modo in cui le agenzie di rating applicano le linee guida sugli obblighi informativi dell'European Securities and Markets Authority (ESMA).
7. Chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività attraverso una normativa che esemplifica i doveri degli investitori in materia di servizi finanziari.
8. Integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali UE per i patrimoni di banche e assicurazioni, delegare all'European Banking Authority (EBA) l'individuazione dei principi e metodi di inclusione dei rischi ESG nella valutazione delle autorità di vigilanza e valutazione della solidità prudenziale dell'introduzione del fattore ambientale nel trattamento dei rischi.

⁶ Programma dell'UE per favorire gli investimenti, si inserisce nella strategia europea per aumentare gli investimenti in Europa, sostenere la ripresa e preparare l'economia per il futuro.

9. Rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e l'elaborazione delle norme contabili attraverso l'implementazione dell'informativa di carattere non finanziario e la revisione della Non-Financial Reporting Directive (NFRD).
10. Promuovere una governance societaria sostenibile, attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali, supportare il rafforzamento e la divulgazione dei fattori ESG.

Nel 2021 la Commissione Europea ha pubblicato la nuova Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile⁷ che arricchisce il quadro del Piano d'Azione 2018 allo scopo di supportare i finanziamenti per la transizione con sei nuovi punti:

1. Sviluppare un framework più ampio sulla finanza sostenibile per facilitare l'accesso al finanziamento della transizione. La Commissione esamina una proposta di normativa per sostenere attività economiche che riducono le emissioni di gas serra, valuta l'estensione della Tassonomia UE per riconoscere gli sforzi nella transizione con l'aggiunta di criteri tecnici per settori non inclusi nel primo Atto Delegato sul clima, intende introdurre un Atto Delegato per gli altri quattro criteri ambientali (art. 9 Regolamento Tassonomia UE).
2. Rendere la finanza sostenibile più inclusiva nei confronti di PMI e consumatori fornendo loro strumenti e incentivi per accedere al finanziamento della transizione, esplorando le opportunità offerte dalle tecnologie digitali, aumentando la protezione dai rischi climatici e ambientali tramite assicurazioni, favorendo una minor esposizione ai rischi e sostenendo gli investimenti sociali credibili.
3. Migliorare la resilienza del sistema economico e finanziario ai rischi fisici e di transizione. La commissione si impegna a sviluppare standard finanziari che considerino i rischi ambientali, promuove la contabilità del capitale neutrale e

⁷ European Commission (2021), *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, Official Journal of the European Union, Luglio.

lavora per integrare i rischi ESG nei rating creditizi e nella gestione del rischio bancario, allo scopo di incorporarli nel quadro prudenziale delle assicurazioni per preservare la stabilità finanziaria e limitare il rischio sistemico.

4. Aumentare il contributo del settore finanziario alla sostenibilità potenziando gli obiettivi scientifici, gli obblighi di disclosure e monitoraggio nel settore finanziario, chiarendo doveri fiduciari e regole di amministrazione degli investitori per supportare il Green Deal e migliorare integrità e trasparenza nelle ricerche di mercato e nei rating ESG.
5. Garantire l'integrità del sistema finanziario dell'UE e monitorare la sua transizione ordinata verso la sostenibilità, contrastando il greenwashing⁸ con un framework di monitoraggio dei progressi finanziari dell'UE, migliorando la cooperazione tra le Autorità per allineare il sistema finanziario dell'UE al Green Deal e potenziando la ricerca sulla finanza sostenibile.
6. Sviluppare iniziative e standard internazionali di finanza sostenibile appoggiando i Paesi partner dell'UE, promuovendo il consenso internazionale con l'espansione della Piattaforma sulla Finanza Sostenibile e assistendo i Paesi a basso/medio reddito nell'accesso alla finanza sostenibile.

In un intervento al Festival dello Sviluppo Sostenibile nel 2021 Giuseppe Sarni⁹, il Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, afferma che: *“Il primo e forse il più importante - riferendosi ai progetti enunciati nel Piano d’Azione - è la definizione di una tassonomia europea delle attività sostenibili, che consente alle imprese finanziarie e non finanziarie di condividere una definizione comune di sostenibilità. Ciò fornisce un quadro di riferimento certo per le scelte degli operatori e offre una protezione contro i rischi del greenwashing”*. Queste parole fanno intuire

⁸ Il greenwashing avviene quando si affermano informazioni false o ingannevoli sulla sostenibilità di un'attività o vengono omesse informazioni rilevanti confondendo gli investitori sulle reali intenzioni di usare le risorse finanziarie in un processo di transizione o per attività sostenibili.

⁹ Siani G. (2021), *L'impatto del processo di attuazione dell'Action Plan sulla Finanza sostenibile*, Festival dello Sviluppo Sostenibile (ASVIS), “Le imprese di fronte agli Obiettivi dell’Agenda 2030: le nuove sfide della regolazione europea e di Next generation Eu”, p. 3.

quanto sia grande la necessità di un sistema chiaro di classificazione degli investimenti green, di modo che i finanziamenti privati (oltre a quelli pubblici) possano diventare il propulsore per la transizione.

Tra gli altri aspetti importanti scaturiti dal Piano d'Azione per la finanza sostenibile ci sono anche gli obblighi di divulgazione al pubblico per le imprese finanziarie (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) e non finanziarie (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD), per creare consapevolezza negli investitori sull'approccio ai temi della sostenibilità dei fornitori di servizi finanziari e chiedere alle imprese non finanziarie di pubblicare annualmente informazioni sulle loro politiche ESG. Anche l'introduzione di indici benchmark allineati alla transizione e all'accordo di Parigi, promuove l'integrità e la fiducia nel mercato insieme alla creazione di un EU Green Bond Standard e un marchio Ecolabel UE per i prodotti finanziari retail. Tutti questi elementi insieme possono contribuire efficacemente a finanziare le attività economiche allineate alla Tassonomia.

Capitolo 2: La Tassonomia UE

La Tassonomia UE fornisce un linguaggio comune alle imprese, agli investitori e alle istituzioni pubbliche per classificare le attività ecosostenibili, le descrive come attività che forniscono un contributo sostanziale ad almeno uno degli obiettivi climatici e ambientali dell'UE, senza danneggiarli in modo significativo e rispettando le garanzie di tutela minime. La Regolamentazione Europea sulla finanza sostenibile è il risultato della necessità di distinguere, tra le varie attività finanziarie, quelle effettivamente etichettabili come ecosostenibili da quelle che non hanno tali caratteristiche. Infatti, prima della sua pubblicazione, la classificazione di “sostenibile” era lasciata alle iniziative private e di mercato, concretizzandosi, di fatto, il rischio di greenwashing per alcuni prodotti finanziari che volevano risultare più competitivi sul mercato senza però impegnarsi davvero in politiche ESG. La Commissione Europea sottolinea che la Tassonomia non è un elenco di attività di investimento obbligatorie, e non stabilisce requisiti obbligatori sulle prestazioni ambientali delle imprese o dei prodotti finanziari; comunque prevede che essa incoraggi nel tempo la transizione verso la sostenibilità per il raggiungimento degli obiettivi climatici e ambientali UE (di cui il più importante è il raggiungimento di un'economia neutra dal punto di vista climatico entro il 2050).

2.1. Il Regolamento della Tassonomia UE

La Regolamentazione Europea sulla finanza sostenibile introduce, con il Regolamento UE 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio, la Tassonomia (o classificazione) per le attività economiche ecosostenibili, (d'ora in poi chiamato TR, Taxonomy Regulation). Il Regolamento si applica agli operatori dei mercati finanziari, agli emittenti di attività finanziarie, obbligazioni societarie rese disponibili come ecosostenibili o prodotti finanziari e ad imprese soggette all'obbligo di informativa non finanziaria. L'articolo 3 del TR definisce “*ecosostenibile*” l'investimento in una o più attività

economiche che contribuiscono in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più obiettivi ambientali dell'articolo 9 senza che arrechino nessun danno significativo ai suddetti obiettivi, e che rispettino le garanzie minime sociali e i criteri di vaglio tecnico.

Quando si investe in attività ecosostenibili si ha l'obbligo di dichiarare informazioni non finanziarie che comprendono sia gli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9 del TR a cui contribuiscono i loro investimenti, sia una descrizione di come e quanto questi si riferiscono ad attività ecosostenibili in percentuale. Anche i prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali, nelle informative precontrattuali e nelle relazioni periodiche, devono distinguere chiaramente quali attività di investimento sono ecosostenibili secondo i criteri UE e quali no. Allo stesso tempo, tutti gli altri prodotti finanziari vi sono soggetti. Le imprese soggette all'obbligo di pubblicazione di informazioni non finanziarie devono indicare anche come e quanto le loro attività sono associate ad attività economiche ecosostenibili. In particolare, le imprese non finanziarie devono comunicare quanta parte del loro fatturato proviene da attività ecosostenibili e quante delle loro spese sono associate a queste.

L'articolo 9 enuncia gli obiettivi ambientali che qualificano il contributo di un'attività finanziaria alla transizione e sono:

- a. La mitigazione dei cambiamenti climatici, intesa come processo per mantenere l'aumento della temperatura media mondiale ben al di sotto di 2 °C e di proseguire gli sforzi per limitarlo a 1,5 °C rispetto ai livelli preindustriali, come stabilito dall'accordo di Parigi.
- b. L'adattamento ai cambiamenti climatici, inteso come il processo di adeguamento ai cambiamenti climatici attuali, previsti e ai loro effetti.
- c. L'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine.
- d. La transizione verso un'economia circolare.
- e. La prevenzione e la riduzione dell'inquinamento.
- f. Tutela e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Un'attività economica dà un *contributo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici* quando concorre a stabilizzare le concentrazioni di gas serra nell'atmosfera evitando o riducendo le emissioni di queste o aumentandone l'assorbimento attraverso la produzione, trasmissione, stoccaggio, distribuzione. Oppure attraverso l'uso di energie rinnovabili, miglioramento dell'efficienza energetica, promozione della mobilità pulita, utilizzo di materiali rinnovabili, adozione di tecnologie di cattura ed utilizzo del carbonio, potenziamento dei pozzi di assorbimento del carbonio nel suolo, creazione di infrastrutture per la decarbonizzazione, produzione di combustibili puliti e sostegno ad attività climaticamente sostenibili. Si considerano “*attività economiche di transizione*” quelle che non hanno alternative tecnologiche a basse emissioni di carbonio ma sostengono la transizione ad un'economia climaticamente neutra eliminando gradualmente le proprie emissioni di gas serra e da combustibili fossili e svolgono la loro attività con la migliore performance a livello di consumi; inoltre non ostacolano lo sviluppo di alternative a basse emissioni e non dipendono da attivi ad alta intensità di carbonio.

Un'attività economica dà un *contributo sostanziale all'adattamento ai cambiamenti climatici* se incorpora soluzioni di adattamento che riducono in modo sostanziale il rischio di impatti climatici sull'attività economica senza aumentare il rischio su persone, natura o attività. In alternativa, l'attività può contribuire in modo sostanziale prevenendo o riducendo il rischio di impatti climatici sulle persone, la natura o gli attivi, senza generare rischi aggiuntivi. Le soluzioni di adattamento vengono valutate e classificate in base alle migliori proiezioni climatiche disponibili, puntando a prevenire o ridurre gli effetti negativi dei cambiamenti climatici su un luogo o contesto economico specifico.

Un'attività economica contribuisce sostanzialmente all'uso sostenibile e alla protezione delle acque e delle risorse marine se contribuisce al buono stato dei corpi idrici (superficiali e sotterranei) e al buono stato ecologico delle acque marine, prevenendone il deterioramento.

Un'attività economica contribuisce sostanzialmente alla transizione verso un'economia circolare se adotta pratiche come l'efficiente utilizzo delle risorse, l'aumento della

durabilità e riciclabilità dei prodotti, la riduzione di sostanze pericolose, la promozione del riutilizzo e riciclaggio dei rifiuti.

Un'attività economica contribuisce sostanzialmente alla prevenzione e riduzione dell'inquinamento se si impegna nella prevenzione delle emissioni inquinanti, nell'incremento della qualità di aria, acqua e suolo, nella gestione sicura delle sostanze chimiche, nella pulizia delle dispersioni di rifiuti e nell'appoggio a tali pratiche.

Un'attività economica contribuisce sostanzialmente alla protezione e al ripristino della biodiversità e degli ecosistemi se promuove la conservazione della natura, gestisce sostenibilmente il territorio, adotta pratiche agricole e forestali sostenibili e sostiene attivamente queste iniziative.

Si considerano “*attività economiche abilitanti*” quelle che consentono direttamente ad altre attività di fornire un contributo sostanziale ad un obiettivo ambientale.

Si considera “*significativamente dannosa agli obiettivi ambientali*” un'attività economica che, durante il ciclo di vita dei suoi prodotti e servizi causa significative emissioni di gas serra, peggiora gli effetti negativi dei cambiamenti climatici, danneggia l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine, danneggia l'economia circolare con inefficienze nell'uso delle risorse e nella gestione dei rifiuti, danneggia l'ambiente aumentando le emissioni di sostanze inquinanti, se nuoce alle buone condizioni e resilienza degli ecosistemi o la conservazione della biodiversità.

Un'impresa attua le “*garanzie di salvaguardia minime*” se rispetta il principio di non arrecare un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali dell'articolo 9 (principio Do Not Significant Harm, DNSH). I requisiti dei criteri al vaglio tecnico considerano l'impatto ambientale di un'attività economica e dei suoi prodotti/servizi in tutto il loro ciclo di vita.

All'articolo 20 il TR istituisce la Piattaforma sulla finanza sostenibile, un gruppo eterogeneo di esperti che fornisce consulenza alla Commissione su vari aspetti, tra cui i criteri al vaglio tecnico, l'analisi di impatto, le richieste di revisione dei criteri, la contabilità sostenibile, i flussi di capitali sostenibili e la disponibilità dei dati; accetta segnalazioni da partecipanti ai mercati finanziari su attività economiche ritenute

ecosostenibili non conformi ai criteri del TR. La piattaforma sostituisce e prosegue i lavori del Technical Expert Group on sustainable finance (TEG) ed è composta dall'agenzia europea dell'ambiente, dalle Autorità Europee di Vigilanza, dalla Banca europea per gli investimenti e dall'agenzia dell'UE per i diritti fondamentali, oltre che da diversi esperti.

Il TR delega la vigilanza e le sanzioni ad autorità competenti interne ai singoli Stati, esso è entrato in vigore il 12 luglio 2020.

2.2 Gli Atti Delegati

Nel testo originale del TR è già citata la necessità di Atti Delegati che approfondiscano e chiariscano alcuni punti per indicare alle autorità competenti e ai partecipanti al mercato quali obblighi debbano adempiere. Per ogni obiettivo ambientale del TR vengono identificate una serie di attività che possono contribuire in modo sostanziale agli obiettivi ambientali e non vi causino danni significativi. Gli Atti Delegati, quindi completano gradualmente il quadro del TR aggiungendo periodicamente altre attività al vaglio tecnico per i criteri che contribuiscono in modo sostanziale agli obiettivi ambientali.

2.2.1 Il Disclosure Delegated Act

Il Disclosure Delegated Act è il Regolamento Delegato UE 2021/2178 della Commissione Europea¹⁰ pubblicato il 10 dicembre 2021. Questo atto delegato chiarisce il modo in cui le imprese non finanziarie, i gestori di attività finanziarie, gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione e di riassicurazione devono pubblicare informazioni di carattere non finanziario nelle loro relazioni annuali. Esso

¹⁰ European Commission, *Delegated Regulation (EU) 2021/2178 supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by specifying the content and presentation of information to be disclosed by undertakings subject to Articles 19a or 29a of Directive 2013/34/EU concerning environmentally sustainable economic activities and specifying the methodology to comply with that disclosure obligation*, Official Journal of the European Union, Dicembre.

specifica in che misura le attività di questi attori sono ammissibili/idonee alla Tassonomia (Taxonomy eligible) e allineate alla Tassonomia (Taxonomy aligned). Le imprese che non rientrano nella normativa CSRD possono divulgare le informazioni non finanziarie su base volontaria al fine di migliorare i propri requisiti di sostenibilità e accedere a maggiori finanziamenti. Questo atto delegato descrive nel dettaglio l'articolo 8 del TR descrivendo contenuto, metodo e presentazione delle informazioni non finanziarie riguardo la percentuale di attività ecosostenibili nelle attività commerciali, di investimento e di prestito delle imprese. L'obiettivo del regolamento (e delle normative CSRD e SFRD) è quello di incrementare la trasparenza del mercato sulla sostenibilità. La normativa sarà tanto più efficace quante più imprese saranno coinvolte nella divulgazione di informazioni trasparenti riguardo ai criteri di ecosostenibilità delle loro attività.

Un'attività economica è “*ammissibile dalla Tassonomia*” se contribuisce in modo sostanziale ad uno o più obiettivi ambientali del TR e rispetta i principi DNSH.

Un'attività economica è “*allineata alla Tassonomia*” quando è considerata ecosostenibile dal TR, quando contribuisce in modo sostanziale a uno o più obiettivi ambientali del TR, rispetta il principio DNSH ed è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione. Gli obblighi di informativa entrano in vigore con le seguenti tempistiche:

- Le attività finanziarie e non finanziarie devono comunicare la loro percentuale di idoneità alla Tassonomia per l'esercizio precedente a partire da gennaio 2022.
- Le attività non finanziarie devono comunicare la loro percentuale di idoneità alla Tassonomia ed allineamento alla Tassonomia per l'esercizio precedente, mentre le attività finanziarie devono comunicare solo la percentuale della loro idoneità alla Tassonomia dell'esercizio precedente a partire da gennaio 2023.
- Le attività finanziarie e non finanziarie devono comunicare la loro percentuale di Idoneità alla Tassonomia ed allineamento alla Tassonomia per l'esercizio precedente a partire da gennaio 2024.

- Le attività finanziarie possono includere stime sull'allineamento alla Tassonomia per le valutazioni DNSH di investimenti in Paesi terzi, soggette al periodo di revisione dell'esercizio precedente, a partire dal 2025.
- Gli enti creditizi devono divulgare il Key Performance Indicator (KPI)¹¹ relativo alle commissioni ed ai compensi e le informazioni inerenti al Green Asset Ratio (GAR) per il portafoglio di negoziazione a partire da gennaio 2026.

Le imprese non finanziarie adempiono agli obblighi informativi del TR divulgando i KPI o indicatori fondamentali di prestazione, le modalità di valutazione della conformità al TR, la natura delle attività ammissibili ed allineate alla Tassonomia e altre precisazioni tecniche sul calcolo dei KPI. Se le attività economiche contribuiscono a più obiettivi ambientali del TR devono dimostrare la conformità a tali obiettivi e specificare che il fatturato, le spese in conto capitale e le spese operative derivanti da tali attività contribuiscono a diversi obiettivi. I KPI delle imprese non finanziarie sono relativi:

- Alla quota di fatturato composta da attività allineate alla Tassonomia o altre attività ad essa collegate.
- Alla quota di spese in conto capitale (CapEx) composta da attività allineate alla Tassonomia o altre attività ad essa collegate.
- Alla quota di spese operative (OpEx) composta da attività allineate alla Tassonomia o altre attività ad essa collegate.

I gestori di attività finanziarie adempiono agli obblighi informativi del TR divulgando il loro indicatore fondamentale di prestazione KPI, il suo metodo di preparazione e comunicazione. Il numeratore del KPI consiste in una media ponderata del valore degli investimenti in attività economiche allineate alla Tassonomia delle imprese beneficiarie

¹¹ "Gli indicatori fondamentali di prestazione riguardano soltanto gli obiettivi di mitigazione dei cambiamenti climatici e di adattamento ai cambiamenti climatici [...]" articolo 8, paragrafo 5 del Disclosure Act.

degli stessi. Il denominatore del KPI consiste nel valore di tutte le attività finanziarie risultanti dalla gestione collettiva ed individuale dei portafogli dei gestori delle stesse.

Gli enti creditizi adempiono gli obblighi informativi del TR divulgando i loro KPI e la metodologia di definizione degli stessi. I KPI degli enti creditizi sono:

- Il GAR, o coefficiente di attivi verdi, indica il rapporto tra gli asset creditizi che finanziano attività allineate alla Tassonomia al numeratore e le attività totali nel bilancio al denominatore. Esso viene calcolato specificatamente per tutti i tipi di attività finanziarie e non finanziarie e in modo aggregato.
- Il KPI per le garanzie finanziarie alle imprese corrisponde al rapporto tra le garanzie finanziarie a sostegno di strumenti di debito che finanziano attività economiche allineate alla Tassonomia al numeratore e l'insieme delle garanzie finanziarie a sostegno di titoli di debito delle imprese al denominatore.
- Il KPI per le attività finanziarie gestite consiste nel rapporto tra le attività finanziarie gestite di imprese che finanziano attività economiche allineate alla Tassonomia al numeratore e il totale delle attività finanziarie gestite al denominatore.
- Il KPI per i ricavi da commissioni e compensi legati a servizi associati ad attività economiche allineate alla Tassonomia consiste nel rapporto tra ricavi da commissioni addebitate alle imprese derivanti da prodotti o servizi diversi dal prestito e associati ad attività allineate alla Tassonomia al numeratore e il totale dei ricavi da commissioni e compensi derivati da prodotti o servizi diversi dal prestito e associati ad attività allineate alla Tassonomia al denominatore.

Le imprese di investimento adempiono agli obblighi informativi del TR divulgando i loro KPI e il relativo metodo di calcolo. I KPI delle imprese di investimento che negoziano per conto proprio sono relativi alla quota dei loro attivi sotto forma di attività economiche ammissibili alla Tassonomia, attivi associati ad attività allineate alla Tassonomia nell'ambito di quelle ammissibili alla Tassonomia e attivi associati ad attività allineate alla Tassonomia nell'ambito degli attivi totali (GAR). I KPI delle imprese di investimento

che non negoziano per conto proprio sono relativi a ricavi da commissioni, compensi e altri benefici monetari. La quota dei ricavi da servizi e attività di investimento può essere associata ad attività ammissibili alla Tassonomia nell'ambito del loro totale, ad attività allineate alla Tassonomia nell'ambito dei ricavi da servizi, attività di investimento in attività ammissibili alla Tassonomia, attività di investimento in attività allineate alla Tassonomia nell'ambito dei ricavi da servizi e attività di investimento totali (GAR).

Le imprese di assicurazione e di riassicurazione adempiono agli obblighi informativi del TR divulgando i loro KPI e il relativo metodo di calcolo. I KPI delle imprese assicurative e riassicurative sono:

- Il KPI relativo agli investimenti calcolato come media ponderata degli investimenti allineati alla Tassonomia, indicata in percentuale e valore assoluto.
- Il KPI relativo ad attività di sottoscrizione, presentando i ricavi derivanti dai premi corrispondenti alle attività allineate alla Tassonomia.

Questi KPI sono indicati in percentuale rispetto ai premi lordi, ai ricavi di assicurazione non vita contabilizzati, al totale dei premi lordi e ricavi di riassicurazione contabilizzati.

2.2.2 Il Climate Delegated Act e il Complementary Climate Delegated Act

Il Climate Delegated Act è il Regolamento Delegato UE 2021/2139 della Commissione Europea¹² pubblicato il 9 dicembre 2021 e in vigore da gennaio 2022. Questo atto delegato implementa il TR stabilendo i criteri al vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si può considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale ai primi due obiettivi ambientali e rispetta il principio DNSH. Il

¹²European Commission, *Delegated Regulation (EU) 2021/2139 supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by establishing the technical screening criteria for determining the conditions under which an economic activity qualifies as contributing substantially to climate change mitigation or climate change adaptation and for determining whether that economic activity causes no significant harm to any of the other environmental objectives*, Official Journal of European Union, Dicembre.

Climate Delegated Act stila una lista di attività economiche inerenti a: silvicoltura, attività di protezione e rispetto dell'ambiente, attività manifatturiere, energia, fornitura di acqua, reti fognarie, trattamento dei rifiuti, decontaminazione, trasporti, edilizia, attività immobiliari, informazione, comunicazione, attività professionali, attività scientifiche, attività tecniche, ripristino delle zone umide, attività finanziarie, attività assicurative, istruzione, sanità, assistenza sociale, attività artistiche, di intrattenimento e di divertimento. Per ogni attività vengono specificati una descrizione ed i criteri al vaglio tecnico che definiscono il contributo alla mitigazione o all'adattamento climatico di un'attività, inoltre il regolamento indica una classificazione dei pericoli legati al clima ed i criteri DNSH generici per gli altri obiettivi ambientali del TR.

Il Regolamento Delegato UE 2022/1214 della Commissione Europea¹³ pubblicato il 15 luglio 2022 apporta delle piccole modifiche al Disclosure Delegated Act sugli obblighi informativi e sulle quote ed importi di alcune voci. Esso modifica anche il Climate Disclosure Act aggiungendo alcune attività economiche tra quelle di cui si stabiliscono i criteri al vaglio tecnico per determinare a quali condizioni si può considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale ai primi due obiettivi ambientali e rispetta il principio DNSH.

2.2.3 L'Environmental Delegated Act e l'Amendments to the Climate delegated Act

Il Regolamento delegato UE 2023/2486 della Commissione Europea¹⁴ o Environmental Delegated Act, pubblicato il 21 novembre 2023 fissa i criteri al vaglio tecnico che

¹³ European Commission, *Delegated Regulation (EU) 2022/1214 amending Delegated Regulation (EU) 2021/2139 as regards economic activities in certain energy sectors and Delegated Regulation (EU) 2021/2178 as regards specific public disclosures for those economic activities*, Official Journal of European Union, Luglio.

¹⁴ European Commission, *Delegated Regulation (EU) 2023/2486 supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by establishing the technical screening criteria for determining the conditions under which an economic activity qualifies as contributing substantially to the sustainable use and protection of water and marine resources, to the transition to a circular economy, to pollution prevention and control, or to the protection and restoration of biodiversity and ecosystems and for determining whether that economic activity causes no significant harm to any of the other environmental objectives and amending Commission Delegated Regulation (EU) 2021/2178 as regards specific public disclosures for those economic activities*, Official Journal of the European Union, Novembre.

consentono di determinare a quali condizioni si può considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale agli altri quattro obiettivi ambientali del TR. Tali obiettivi sono considerati sempre nel rispetto del principio DNSH e sono: *“uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine”*, *“transizione verso un'economia circolare”*, *“prevenzione e riduzione dell'inquinamento”* e *“protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi”*. Il regolamento aggiunge anche gli obblighi informativi di tali attività nel Disclosure Delegated Act.

Il Regolamento delegato UE 2023/2485 della Commissione Europea¹⁵ o Amendments to the Climate Delegated Act pubblicato il 21 novembre 2023 fissa i criteri al vaglio tecnico supplementari che consentono di determinare a quali condizioni si può considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se rispetta il principio DNSH.

2.3 Altri strumenti e organi a supporto della Tassonomia

Il TEG (Technical Expert Group on sustainable finance) è un gruppo di esperti istituito nel 2018 che supporta la Commissione Europea nella legificazione della Tassonomia e nell'elaborazione dei criteri di vaglio tecnico. Lavora anche alla creazione di un EU Green Bond Standard, di Benchmark di riferimento UE relativi alla transizione allineati all'Accordo di Parigi e alla creazione di una guida agli obblighi di disclosure riguardanti il clima per le imprese.

Il Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio, pubblicato il 9 dicembre 2019 e consolidato nel 2020, è relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari ed è comunemente chiamato Sustainable Finance Disclosure

¹⁵European Commission, *Delegated Regulation (EU) 2023/2485 amending Delegated Regulation (EU) 2021/2139 establishing additional technical screening criteria for determining the conditions under which certain economic activities qualify as contributing substantially to climate change mitigation or climate change adaptation and for determining whether those activities cause no significant harm to any of the other environmental objectives*, Official Journal of the European Union, Novembre.

Regulation (SFDR). Il regolamento impone agli operatori del settore finanziario di divulgare informazioni sul modo in cui considerano i fattori ESG nei processi decisionali, insieme alle informazioni sui prodotti finanziari che mettono a disposizione. Nel regolamento è inoltre contenuta la definizione di investimento sostenibile e altri elementi su cui si appoggia la Tassonomia. Il SFDR è entrato in vigore a partire da marzo 2021.

La Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 amplia gli obblighi di rendicontazione sulla sostenibilità delle società, è nota anche come Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) e modifica la Non-Financial Reporting Directive (NFRD) del 2014. È una normativa che punta alla trasparenza delle informazioni ESG di carattere non finanziario i cui principi per la rendicontazione raccolgono fattori ambientali, fattori sociali in materia di diritti umani e fattori di governance, per compilare una dichiarazione sulla sostenibilità. I principi di rendicontazione sui fattori ambientali sono gli obiettivi ambientali del TR. La CSRD allarga l'ambito di applicazione degli obblighi di divulgazione a tutte le grandi imprese e a tutte le società quotate, entra in vigore a partire da gennaio 2024 e si estenderà progressivamente fino al 2028 con l'inclusione delle PMI.

Il meccanismo di suggerimenti degli stakeholders per la Tassonomia dell'UE è stato istituito dalla Commissione UE e dalla Piattaforma sulla finanza sostenibile il 17 ottobre 2023. Questo meccanismo consente agli stakeholders di presentare suggerimenti basati su prove scientifiche e/o tecniche su nuove attività economiche che potrebbero essere aggiunte alla Tassonomia o su potenziali revisioni dei criteri di vaglio tecnico delle attività esistenti. I suggerimenti verranno presi in esame dai tecnici della Piattaforma sulla finanza sostenibile che poi risponderanno con una sintesi delle richieste ricevute, il modo in cui sono state valutate e le raccomandazioni formulate sulla base delle richieste.

Capitolo 3: Gli effetti della Tassonomia sul settore finanziario

Preso atto della situazione normativa esistente si può presumere che in un prossimo futuro altre istituzioni internazionali e nazionali arricchiranno il quadro normativo in materia di clima e sostenibilità. Già ora gli effetti della Tassonomia si estendono fuori dall'Unione Europea per le imprese esterne che operano all'interno dell'eurozona. Si può immaginare anche che il TR sarà un punto di riferimento per altri Paesi che intendono sviluppare classificazioni simili. In questo capitolo si procede ad analizzare gli effetti che il TR sta producendo e potrebbe produrre in futuro sul settore finanziario.

3.1 L'impatto sui prestiti bancari

Il rapporto tra Tassonomia UE ed i prestiti bancari è fondamentale per capire in che modo, in che misura e con quali tempistiche la transizione sostenibile riuscirà a finanziarsi. Dopotutto nell'UE gli enti creditizi finanziano il 70% degli investimenti delle imprese. Diversi studi recenti raccolgono risultati simili sull'andamento dei prestiti bancari per le imprese "green" nei periodi precedenti e contemporanei all'entrata in vigore del TR.

Uno studio del 2020¹⁶ mette in luce l'associazione tra performance ambientale delle imprese e accesso al credito, analizzando il livello di emissioni di CO2 e la distanza del fallimento di un campione di 458 imprese tra il 2007 e il 2017. I risultati dello studio evidenziano che le imprese maggiormente inquinanti hanno un rischio di fallimento maggiore, mantenendo costanti gli altri fattori. Questo andamento può essere spiegato dal fatto che le norme a protezione dell'ambiente sono sempre più vincolanti e obbligano le imprese ad investire sempre più risorse finanziarie nella riduzione del loro impatto ambientale. L'aumento della rischiosità delle imprese ad elevate emissioni induce gli

¹⁶ Capasso G., Gianfrate G. & Spinelli M. (2020), *Climate change and credit risk*, Journal of Cleaner Production, vol. 266, 121634

investitori a richiedere rendimenti maggiori o maggiori garanzie. l'effetto di pressione sulle imprese ad alte emissioni potrebbe portare imprese ed investitori al di fuori della portata della Tassonomia ad applicare i principi del TR per attirare capitale.

Anche le banche potrebbero iniziare a disincentivare i finanziamenti alle imprese che non sono allineate alla Tassonomia favorendo concessioni di prestiti a progetti ed imprese che vi sono allineati, come dimostra uno studio del 2023 *“When Green meets Green”*¹⁷. Questo studio analizza l'impatto delle nuove normative, tra cui la Tassonomia UE, sul comportamento delle banche in materia di prestiti da cui emerge che i fattori ESG adottati dalle imprese influenzano le condizioni sui prestiti soprattutto dopo l'accordo di Parigi. Le banche con un orientamento “green” privilegiano le imprese considerate ecosostenibili con tassi di interesse più bassi rispetto a quelle con impatto ambientale elevato. Lo stesso studio presume che l'effetto “Green meets Green” sarà più evidente nelle industrie inquinanti che saranno più colpite da un potenziale irrigidimento delle normative sul clima e a causa della loro maggiore dispersione di emissioni di carbonio.

Nel 2022 uno studio chiamato *“The EU Taxonomy and the Syndicated Loan Market”*¹⁸ si è proposto di produrre dei risultati empirici sugli effetti del TR per attività sostenibili sui mercati finanziari, utilizzando un campione di 14.422 contratti di prestito nel periodo che va dal 2005 al 2018 in 36 Paesi. Questo studio dà rilievo ai finanziamenti che seguono i criteri di allineamento alla Tassonomia, ottenendo il risultato secondo cui le imprese con maggiori quote di ricavi allineati alla Tassonomia hanno pagato tassi d'interesse più bassi sui finanziamenti. Gli effetti dello sconto sull'accesso al credito sono più evidenti nei Paesi più esposti a rischi climatici e politiche climatiche più stringenti, questo perché, come ben noto, investimenti più rischiosi richiedono garanzie e tassi di interesse maggiori.

¹⁷ Degrise H., Goncharenko R., Theunisz C. & Vadasz T. (2023), *When Green meets Green*, Journal of Corporate Finance, vol.78, 102355.

¹⁸ Sautner Z., Yu J., Zhong R. & Zhou X. (2022), *The EU Taxonomy and the Syndicated Loan Market*, available at SSRN.

L'UE intende usare la Tassonomia per identificare i rischi climatici degli asset di banche, imprese e come base per i requisiti patrimoniali e prudenziali delle banche. I principi del TR saranno completati in futuro ed i primi risultati effettivi sull'allineamento alla Tassonomia da parte degli enti creditizi si concretizzeranno a partire dal 2024, per questo non è ancora del tutto chiaro quali conseguenze porterà il TR, soprattutto nei rapporti tra banche e imprese. Infatti, le imprese sono soggette a barriere informative (soprattutto le PMI) quando richiedono finanziamenti per il loro processo di transizione, il peso su di loro potrebbe essere alleggerito se le informazioni non finanziarie fossero divulgate senza costi elevati (costi di raccolta, valutazione ed elaborazione delle informazioni).

Tra le varie previsioni sui possibili effetti della Tassonomia, come visto negli studi citati in precedenza, molte concordano sul fatto che essa avrà un grande impatto nella riallocazione dei capitali dalle imprese “*brown*” a quelle “*green*” grazie alla diminuzione del costo del capitale per le seconde. Altri studi¹⁹ ipotizzano invece che la Tassonomia avrà un impatto limitato sull'allocazione e sul costo del capitale, questo perché gli operatori del mercato hanno sviluppato autonomamente dei sistemi di classificazione e perché le imprese “*brown*” sono naturalmente più rischiose delle imprese “*green*” e quindi il processo di riallocazione del capitale sarebbe già in atto.

3.2 Il Green Asset Ratio

I KP sono indicatori che indicano l'efficacia con la quale si raggiungono certi obiettivi di performance, qualificano l'ammontare di attività green svolte e/o incluse negli attivi dalle imprese. Il KPI più importante per gli enti creditizi è il GAR, sviluppato dalla Commissione su raccomandazione dell'EBA. Il GAR indica il rapporto tra gli asset creditizi che finanziano attività allineate alla Tassonomia (al numeratore) e le attività totali nel bilancio (al denominatore). Lo scopo principale del GAR e degli altri KPI della

¹⁹Pastor L., Stambaugh R. F. & Taylor L. A. (2021), *Sustainable investing in equilibrium*, Journal of Financial Economics, vol, 142, 2, pp. 550-571.

Tassonomia è di permettere agli stakeholders di avere indicatori di facile comprensione per valutare, misurare e confrontare l'allineamento alla Tassonomia dei portafogli delle banche. Il GAR totale aggregato (GAR_T) riflette la proporzione degli esposti di un ente creditizio relativi agli asset allineati alla Tassonomia (GA, Green Assets) rispetto al totale degli asset coperti (TAC - Total Assets Covered). Esso è calcolato considerando prestiti, anticipi, titoli di debito, partecipazioni azionarie, garanzie collaterali recuperate, altri strumenti rappresentativi di capitale e altri asset in bilancio (figura 1).

Nelle formule sottoindicate LN rappresenta prestiti e anticipi, DS i titoli di debito, EH le partecipazioni azionarie, RC le garanzie collaterali recuperate e OA tutti gli altri asset coperti sul bilancio.

$$GAR_T = \frac{GA}{TAC}$$

$$GA = \sum_i LN_{TAi} + \sum_i DS_{TAi} + \sum_i EH_{TAi} + \sum_i RC_{TAi}$$

$$TAC = \sum_i LN_i + \sum_i DS_i + \sum_i EH_i + \sum_i RC_i + \sum_i OA_i$$

Il GAR totale può essere suddiviso in GAR parziali per obiettivi ambientali e per ciascun gruppo di controparti. Le categorie di controparti enunciate sono le imprese non finanziarie, le imprese finanziarie, le famiglie, le esposizioni al dettaglio, l'edilizia residenziale, la pubblica amministrazione, le garanzie immobiliari, residenziali e commerciali. Il GAR calcolato per le attività di finanziamento rivolte a imprese non finanziarie è la proporzione dei prestiti allineati alla Tassonomia rispetto al totale dei prestiti, per tutti gli obiettivi ambientali. Il GAR calcolato per le attività di finanziamento rivolte a imprese finanziarie rappresenta la proporzione cumulativa di prestiti, titoli di debito e partecipazioni azionarie verso enti finanziari che finanziano attività allineate al TR rispetto al totale dei prestiti, titoli di debito e partecipazioni azionarie di enti finanziari, per tutti gli obiettivi ambientali. Il GAR può essere anche analizzato per stock, posizione attuale (figura 2), e flussi, variazione nel tempo (figura 3), per valutare l'evoluzione nel tempo dell'allineamento alla Tassonomia.

Figura 2: KPI GAR (stock)

1. I dati sono comunicati in questo modo: 1) I dati sulle voci di passivo sono il totale dei rimborsati nel periodo T, sugli attivi coperti, e suddivisi in base a quanto richiesto nel presente articolo.
 2. Le informazioni sul GAR finanziarie e di altri settori delle attività finanziarie (il "bilancio di parte contabile") sono riferite su base lorda (cioè, dopo aver sottratto i costi di gestione).
 3. Oltre alle informazioni di valore del passivo rimborsato, gli enti creditizi possono indicare la quota di altri che finanziere settori pertinenti per la tassonomia e che sono esentati dall'aderire alla tassonomia. Questi dati possono essere utilizzati per calcolare la quota di altri rimborsati e la quota di altri finanziatori.

%	Data di riferimento dell'informazioe T												Data di riferimento dell'informazioe T-1											
	Mitigazione dei cambiamenti climatici (CCM)				Adattamento ai cambiamenti climatici (CCA)				TOTALE (CCM + CCA)				Mitigazione dei cambiamenti climatici (CCM)				Adattamento ai cambiamenti climatici (CCA)				TOTALE (CCM + CCA)			
	Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (ammisibili alla tassonomia)				Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (ammisibili alla tassonomia)				Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (ammisibili alla tassonomia)				Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (ammisibili alla tassonomia)				Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (ammisibili alla tassonomia)				Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (ammisibili alla tassonomia)			
	Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)		Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)		Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)		Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)		Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)		Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)		Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)		Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)		Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)		Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)		Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)			
	Di cui finanziamenti specializzati	Di cui di transizione	Di cui abilitante		Di cui finanziamenti specializzati	Di cui di transizione	Di cui abilitante		Di cui finanziamenti specializzati	Di cui di transizione	Di cui abilitante		Di cui finanziamenti specializzati	Di cui di transizione	Di cui abilitante		Di cui finanziamenti specializzati	Di cui di transizione	Di cui abilitante		Di cui finanziamenti specializzati	Di cui di transizione	Di cui abilitante	
1	GAR - Attivi coperti sia di numerazione che di denominazione																							
1	Prestiti e attività, titoli di debito e strumenti rappresentativi di capitale con vocazione per la mitigazione ambientale per il calcolo del GAR																							
2	Imprese finanziarie																							
3	Imprese finanziarie																							
4	Imprese finanziarie																							
5	Prestiti e attività																							
6	Titoli di debito, compresi LHM																							
7	Strumenti rappresentativi di capitale																							
8	Altre imprese finanziarie																							
9	di cui imprese di investimento																							
10	Prestiti e attività																							
11	Titoli di debito, compresi LHM																							
12	Strumenti rappresentativi di capitale																							
13	di cui società di gestione																							
14	Prestiti e attività																							
15	Titoli di debito, compresi LHM																							
16	Strumenti rappresentativi di capitale																							
17	di cui imprese di assicurazione																							
18	Prestiti e attività																							
19	Titoli di debito, compresi LHM																							
20	Strumenti rappresentativi di capitale																							
21	Imprese non finanziarie																							
22	Imprese non finanziarie soggette agli obblighi di informativa NFRD																							
23	Prestiti e attività																							
24	Titoli di debito, compresi LHM																							
25	Strumenti rappresentativi di capitale																							
26	Finanziarie																							
27	di cui prestiti garantiti da immobili residenziali																							
28	di cui prestiti per la ristrutturazione di edifici																							
29	di cui prestiti per veicoli a motore																							
30	Finanziamento delle amministrazioni locali																							
31	Rapporti reali ottenute mediante presa di possesso immobili residenziali o non residenziali																							
32	Altri finanziamenti delle amministrazioni locali																							
33	Totale attivi GAR																							

Fonte: Commission Delegated Regulation (EU) 2021/2178, Annex VI

Figura 3: KPI GAR (flusso)

1. L'ente deve comunicare in questo modello i KPI GAR sul flusso di prestiti calcolati (prestiti nuovi su base netta) a partire dai dati comunicati nel modello 1, sugli attivi coperti, e applicando le formule proposte nel presente modello.

	Data di riferimento dell'Informativa T															
	Mitigazione dei cambiamenti climatici (CCM)			Adattamento ai cambiamenti climatici (CCA)			TOTALE (CCM + CCA)						Quota del totale degli attivi nuovi coperti			
	Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (ammissibili alla tassonomia)			Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (ammissibili alla tassonomia)			Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (ammissibili alla tassonomia)									
	Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)			Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)			Quota del totale degli attivi coperti che finanziano settori pertinenti per la tassonomia (allineati alla tassonomia)									
Di cui finanziamenti specializzati	Di cui di transizione	Di cui abilitante	Di cui finanziamenti specializzati	Di cui di transizione	Di cui abilitante	Di cui finanziamenti specializzati	Di cui di transizione	Di cui abilitante	Di cui finanziamenti specializzati	Di cui di transizione	Di cui abilitante					
1	GAR - Attivi coperti sia al numeratore che al denominatore															
2	Prestiti e anticipi, titoli di debito e strumenti rappresentativi di capitale non posseduti per la negoziazione ammissibili per il calcolo del GAR															
3	Imprese finanziarie															
4	Enti creditizi															
5	Prestiti e anticipi															
6	Titoli di debito, compresi UoP															
7	Strumenti rappresentativi di capitale															
8	Altre imprese finanziarie															
9	di cui imprese di investimento															
10	Prestiti e anticipi															
11	Titoli di debito, compresi UoP															
12	Strumenti rappresentativi di capitale															
13	di cui società di gestione															
14	Prestiti e anticipi															
15	Titoli di debito, compresi UoP															
16	Strumenti rappresentativi di capitale															
17	di cui imprese di assicurazione															
18	Prestiti e anticipi															
19	Titoli di debito, compresi UoP															
20	Strumenti rappresentativi di capitale															
21	Imprese non finanziarie															
22	Imprese non finanziarie soggette agli obblighi di informativa NFRD															
23	Prestiti e anticipi															
24	Titoli di debito, compresi UoP															
25	Strumenti rappresentativi di capitale															
26	Famiglie															
27	di cui prestiti garantiti da immobili residenziali															
28	di cui prestiti per la ristrutturazione di edifici															
29	di cui prestiti per veicoli a motore															
30	Finanziamento delle amministrazioni locali															
31	Garanzie reali ottenute mediante presa di possesso: immobili residenziali e non residenziali															
32	Altri finanziamenti delle amministrazioni locali															
49	Totale attivi GAR															

Fonte: Commission Delegated Regulation (EU) 2021/2178, Annex VI

Questi diversi punti di vista di analisi forniscono agli investitori una comprensione approfondita del grado di sostenibilità delle attività di prestito, titoli di debito, partecipazioni azionarie ecc. di una banca rispetto agli obiettivi ambientali del TR. Esiste anche un GAR modificato, il Banking Book Taxonomy Alignment Ratio (BTAR) che differisce dal GAR perché il numeratore include anche gli asset allineati alla Tassonomia delle PMI. Le disposizioni sulla divulgazione dei rischi ESG sono applicabili dal 1° gennaio 2024. Dalla complessità del calcolo del GAR, come degli altri KPI, emerge che gli obblighi di disclosure generano, per tutti gli istituti di credito ma soprattutto per le piccole banche, significativi costi aggiuntivi; per questo il GAR potrebbe essere più indicato per gli investitori istituzionali. Per il momento il GAR include solo le imprese soggette agli obblighi della NFRD e riguarda solo i primi due obiettivi ambientali del TR. In futuro le banche potrebbero sfruttare i report sulle nuove informazioni non finanziarie per confrontarsi con i concorrenti e migliorare le loro performance in materia di allineamento alla Tassonomia. Gli obblighi di disclosure potrebbero anche stimolare un maggiore afflusso di capitali verso i finanziamenti green grazie alla riduzione dei rischi delle attività interessate.

3.3 La gestione dei rischi climatici

Quando si parla di rischi climatici si intendono i rischi di perdita economica legati ai cambiamenti climatici, questi rischi possono influenzare facilmente il settore bancario. Per un ente creditizio esporsi a questi rischi significa imbattersi nella possibilità di perdite finanziarie, danni patrimoniali, responsabilità legale e rischi reputazionali.

I rischi fisici derivano dalla possibilità del verificarsi di eventi meteorologici estremi, di mutamenti graduali del clima, di degrado ambientale (inquinamento atmosferico, dell'acqua e del suolo), difficoltà di accesso all'acqua potabile, perdita di biodiversità e deforestazione. I rischi fisici si dividono in acuti (eventi estremi) e cronici (cambiamenti progressivi), questi possono provocare danni materiali o cali di produttività.

I rischi di transizione derivano dalla possibilità del verificarsi di perdite finanziarie durante il processo di transizione ad un modello produttivo a basse emissioni di carbonio, per un'impresa. Questi rischi potrebbero essere causati da politiche climatiche, progresso tecnologico, perdita di fiducia da parte del mercato e cambiamenti nelle preferenze sul mercato.

La gestione dei rischi climatici presenta molte sfide a causa dell'incertezza sui cambiamenti climatici, questa potrebbe influire sui tassi d'interesse e mettere a rischio la stabilità dei prezzi nell'eurozona. La BCE privilegia imprese orientate alla transizione ecologica, valuta il loro impatto sulle emissioni di carbonio e semplifica loro l'accesso al credito. Per questo sono stati introdotti vari strumenti per integrare i suddetti rischi nelle strutture di governance delle banche. Gli obblighi di Disclosure per le banche vengono integrati al terzo pilastro degli accordi di Basilea III, di conseguenza i rischi climatici entrano tra i criteri di determinazione del patrimonio prudenziale; in questo contesto la trasparenza e la responsabilità sono cruciali per valutare e gestire efficacemente questi rischi. Nel 2020 la BCE ha pubblicato una "*Guida sui rischi climatici e ambientali*", identificando i rischi climatici come fondamentali nei criteri per il meccanismo di vigilanza. La guida suggerisce agli enti creditizi di integrare questi rischi con un approccio strategico, completo e a lungo termine, per favorire una transizione ordinata. Inoltre, la BCE usa degli Stress Test periodici per valutare la solidità degli enti creditizi e trovare le vulnerabilità su diversi scenari, compresi quelli sui rischi climatici.

Conclusione

In conclusione, la Tassonomia UE avrà sicuramente un impatto sul sistema finanziario, quello che resta da vedere è l'entità dei suoi effetti. È certo che il TR comporta una serie di benefici, tra cui la capacità di sensibilizzare investitori e banche nei confronti delle implicazioni ambientali delle loro decisioni finanziarie e li incoraggia a valutare in modo più riflessivo l'impatto e le conseguenze delle loro attività. La Tassonomia potrebbe influenzare significativamente la riallocazione dei capitali dalle imprese "brown" a quelle "green" e rendere le sfide legate al cambiamento climatico più concrete, promuovendo la transizione verso un'economia sostenibile. Tuttavia, emergono anche alcune criticità, come i requisiti di rendicontazione ancora incompleti che rendono difficile per le istituzioni finanziarie rispettare gli standard richiesti. Inoltre, l'alto costo associato all'allineamento alla Tassonomia per le imprese solleva preoccupazioni sull'effettivo ritorno economico degli investimenti; nonostante ciò, vi sono prospettive positive che indicano come nel lungo termine l'incorporazione dei criteri della Tassonomia sarà redditizia. Infine, alcuni ritengono che il mercato abbia già iniziato un processo di riallocazione basato sulla valutazione del rischio e che quindi gli effetti del TR potrebbero risultare attenuati. In ogni caso le banche devono necessariamente integrare i rischi ambientali nella loro gestione, secondo i criteri del TR e le imprese vengono incoraggiate a migliorare il proprio profilo di sostenibilità utilizzando informazioni certificate ed indicatori chiave di performance. L'UE, di fronte alla necessità di perfezionare i modelli e raccogliere dati per affrontare il cambiamento climatico in modo tempestivo, deve gestire l'urgenza dell'escalation di fenomeni climatici estremi, per questo l'attenzione continua ai mercati finanziari è cruciale. Nonostante le incertezze attuali, l'attenzione crescente alle questioni ambientali ed il graduale spostamento verso un'economia sostenibile suggeriscono che la Tassonomia avrà un impatto duraturo sul settore finanziario, promuovendo un approccio diffuso e responsabile nei decenni a venire.

Bibliografia

Brühl V. (2023), *The Green Asset Ratio (GAR): a new key performance indicator for credit institutions*, Eurasian Economic Review, vol. 13, pp. 57-83.

Capasso G., Gianfrate G. & Spinelli M. (2020), *Climate change and credit risk*, Journal of Cleaner Production, vol. 266, 121634.

Degrise H., Goncharenko R., Theunisz C. & Vadasz T. (2023), *When Green meets Green*, Journal of Corporate Finance, vol.78, 102355.

European Central Bank (2020), *Guide on climate-related and environmental risks Supervisory expectations relating to risk management and disclosure*, Banking Supervision section of EBC.

European Commission (2021), *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, Official Journal of the European Union, Luglio.

European Commission, *Delegated Regulation (EU) 2021/2139*, Official Journal of European Union, Dicembre.

European Commission, *Delegated Regulation (EU) 2021/2178*, Official Journal of European Union, Dicembre.

European Commission, *Delegated Regulation (EU) 2022/1214*, Official Journal of European Union, Luglio.

European Commission, *Delegated Regulation (EU) 2023/2485*, Official Journal of the European Union, Novembre.

European Commission, *Delegated Regulation (EU) 2023/2486*, Official Journal of European Union, Novembre.

European Parliament and Council, *Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector*, Official Journal of the European Union, Dicembre.

European Parliament and Council, *Regulation (EU) 2020/82 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088*, Official Journal of European Union, Giugno.

European Parliament and Council, *Directive (EU) 2022/2464 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting*, Official Journal of the European Union, Dicembre.

Iorio M., La Motta S. & Valardi M. (2021), *Il cambiamento climatico, la COP 26 e i giovani*, ENEA magazine “Energia, Ambiente e Innovazione”, vol. 2/2021 pp. 65-67.

Pastor L., Stambaugh R. F. & Taylor L. A. (2021), *Sustainable investing in equilibrium*, Journal of Financial Economics, vol, 142, 2, pp. 550-571.

Sautner Z., Yu J., Zhong R. & Zhou X. (2022), *The EU Taxonomy and the Syndicated Loan Market*, available at SSRN.

Siani G. (2021), *L'impatto del processo di attuazione dell'Action Plan sulla Finanza sostenibile*, Festival dello Sviluppo Sostenibile (ASVIS), “Le imprese di fronte agli Obiettivi dell'Agenda 2030: le nuove sfide della regolazione europea e di Next generation Eu”.

Sitografia

Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union (2018), *Technical expert group on sustainable finance (TEG)*, Finance department of European Commission website, (https://finance.ec.europa.eu/publications/technical-expert-group-sustainable-finance-teg_en).

Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union (2018), *Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth*, Finance department of European Commission website (https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en).

Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union (2020), *EU taxonomy for sustainable activities*, Finance department of European Commission website, (https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en).

Ringraziamenti

Desidero ringraziare i miei fratelli Alessandra e Nicolò che sono sempre di grande sostegno e che amo dal profondo del cuore. Voglio ringraziare anche i miei genitori per essermi sempre vicini nel momento del bisogno e tutti coloro che mi vogliono bene.

Un grazie speciale va a Giacomo insieme al quale sono cresciuta tanto come persona, che mi è sempre stato vicino in questi anni e con il quale ho tanti progetti futuri.

Voglio ringraziare anche il mio relatore, il Professor Pietro Vozzella per il grande aiuto nella stesura dell'elaborato finale.