

*Dipartimento di IMPRESA E MANAGEMENT*  
*Cattedra di ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI*

**SOSTENIBILITÀ D'IMPRESA E INVESTIMENTI ESG: IL QUADRO  
NORMATIVO E GLI IMPATTI PER GLI INTERMEDIARI FINANZIARI**

**Relatore:**

**Prof. Francesco Cerri**

**Candidato: Laura Mansi**

**Matricola: 207761**

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	4
<b>Capitolo 1: IL PERCORSO VERSO LA SOSTENIBILITA' D'IMPRESA</b>	
1.1 Lo sviluppo sostenibile e le politiche per la sostenibilità .....	7
1.2 Il ruolo delle imprese per la sostenibilità .....	13
1.2.1 La sostenibilità: un percorso virtuoso e necessario .....	13
1.2.2 I modelli di riferimento per “gestire” la sostenibilità .....	17
1.2.3 Le linee guida del Codice di Autodisciplina per le società quotate .....	20
1.2.4 Trend in atto sull'integrazione dei fattori ESG nei modelli di business .....	22
1.3 Il ruolo dell'informativa societaria e la comunicazione delle non-financial information (NFI) .....	23
1.3.1 Il quadro normativo di riferimento .....	23
1.3.2 Contenuto della DNF e standard di riferimento .....	26
1.3.3 Compiti dell'organo di amministrazione e degli organi di controllo in materia di DNF .....	29
1.3.4 Tendenze in atto sulla rendicontazione delle informazioni non finanziarie .....	29
<b>Capitolo 2: LA FINANZA SOSTENIBILE</b>	
2.1 Prodotti finanziari ESG e strategie di investimento SRI .....	31
2.2 La misurazione dei fattori ESG in ambito finanziario: indici di sostenibilità e rating .....	37
<b>Capitolo 3: LA RECENTE EVOLUZIONE DELLA REGOLAMENTAZIONE EUROPEA IN AMBITO ESG E GLI IMPATTI PER GLI INTERMEDIARI FINANZIARI</b>	
3.1 Il quadro regolamentare europeo in materia di finanza sostenibile .....	47
3.1.1 I fattori ESG nel recepimento delle Direttive UE “IORP II” e “SHRD II” .....	48
3.1.2 EU Action Plan on Financing Sustainable Growth .....	49
3.1.3 Le proposte di modifica regolamentare del 24 maggio 2018 .....	54
3.1.3.1 La Proposta di Regolamento UE 2018/0178: la tassonomia .....	55
3.1.3.2 La Proposta di Regolamento UE 2018/0179 .....	61
3.1.3.3 La Proposta di Regolamento UE 2018/0180 .....	63
3.1.4 Le proposte di modifica di ulteriori regolamenti europei per integrare la sostenibilità nei servizi di consulenza .....	64
3.2 Gli impatti della finanza sostenibile sugli intermediari finanziari .....	65
3.2.1 Corporate Governance e requisiti organizzativi .....	66
3.2.2 Product Governance e target market .....	68
3.2.3 Distribuzione dei prodotti e adeguatezza .....	68
3.2.4 Trasparenza informativa alla clientela .....	69
3.2.5 Focus sull'inclusione dei fattori ESG nelle strategie di investimento relative all'attività di asset	

management .....	69
3.2.6 Casi di impatto dei fattori ESG sui fondi pensione.....	72
3.2.7 Il percorso verso la sostenibilità delle banche centrali .....	76
<b>Capitolo 4: PRIME ANALISI SUI RENDIMENTI DEI PORTAFOGLI ESG, RISULTATI EMERSI E RELATIVE CRITICITA'</b> .....	<b>78</b>
<b>CONCLUSIONI</b> .....	<b>88</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>90</b>
<b>SITOGRAFIA</b> .....	<b>94</b>

## INTRODUZIONE

In questo lavoro affrontiamo il recente fenomeno della sostenibilità d'impresa e degli investimenti finanziari sostenibili analizzandone il quadro normativo di riferimento e gli impatti per gli intermediari finanziari. In particolare, il lavoro sarà organizzato in quattro distinti capitoli.

Il primo capitolo, ha la finalità di introdurre in termini generali il lungo percorso verso la sostenibilità d'impresa inquadrando gli aspetti più rilevanti dello sviluppo sostenibile, così come definiti dall'Agenda Globale delle Nazioni Unite che ha individuato gli obiettivi da raggiungere per il 2030.

Si affronterà, in particolare, il ruolo delle imprese per la sostenibilità, analizzando i modelli di riferimento per l'integrazione dei fattori ESG (Ambientali, Sociali e di Governance) nelle strategie di business, nei processi di gestione dei rischi, negli assetti organizzativi e di controllo interno, nella informativa societaria, attraverso l'analisi dei principali framework di riferimento e le tendenze previste nei Codici di Autodisciplina per le società quotate; si approfondirà inoltre l'importante previsione della Direttiva Europea 2014/95 sulla rendicontazione non finanziaria delle imprese, recepita dal D.Lgs 254/2016 di cui si analizzeranno contenuti e standard di riferimento e le principali tendenze in atto da parte delle imprese sulla base dei primi due anni di entrata in vigore delle dichiarazioni non finanziarie.

Completata l'analisi generale ed introduttiva sui temi della sostenibilità d'impresa, si passerà nel secondo capitolo, ad analizzare più specificatamente il tema della finanza sostenibile, della crescente importanza delle performance ESG oltre ai tradizionali obiettivi di performance finanziaria. La finanza sostenibile quindi da ambito di nicchia ad un vero e proprio modo di fare finanza. In questo contesto analizzeremo i principali prodotti finanziari ESG e la classificazione delle principali strategie di investimento sostenibile secondo la *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA).

Passeremo poi ad analizzare le modalità di misurazione dei fattori ESG nei prodotti finanziari, introducendo il tema degli indici ESG che altro non sono che indici finanziari formati da titoli che sono stati scelti non solo sulla base delle classiche caratteristiche finanziarie ma anche sulla base di fattori sociali, ambientali e di *governance*. Il fenomeno degli indici ESG è in grande crescita. Analizzeremo, alcuni dei principali indici ESG a disposizione sui mercati finanziari (*Dow Jones Sustainability, FTSE Russell, MSCI Global SRI e Morningstar Sustainability*). In particolare, tratteremo quelle che sono le caratteristiche qualitative dei suddetti indici, analizzando le metodologie di costruzione degli stessi e le metodologie di assegnazione dei *rating* ESG sulla base dei quali tali indici vengono costruiti, affrontando in maniera più ampia anche il fenomeno delle agenzie di rating ESG. E' evidente che le diverse modalità di definizione dei KPI ESG non possono non avere una influenza significativa sui rating ESG comparativi delle imprese e dei fondi.

In sintesi, emerge che la mancanza di metriche standard di misurazione delle performance ESG, globali e di settore, è un aspetto di estrema rilevanza che vede coinvolte le diverse autorità di regolamentazione e rappresenta un elemento chiave per il corretto sviluppo della finanza sostenibile. Tale aspetto verrà

approfondito nel terzo capitolo dedicato all'evoluzione del quadro regolamentare Europeo, che risulta essere il contesto normativo più avanzato in materia di finanza sostenibile, a partire dall' *EU Action Plan on Financing Sustainable Growth*, e dalle direttive europee, già recepite in Italia, a partire dalla direttiva della Direttiva 2014/95 in materia di regole per la *disclosure* delle informazioni non finanziarie, la Direttiva 2016/2341, "IORP II", relativa alle attività e alla vigilanza delle forme pensionistiche complementari (IORP II) che prevede l'obbligo di incorporare i fattori ESG negli investimenti, e la Direttiva 2017/828, "*Shareholders Right II*" sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

L'analisi del quadro regolamentare europeo proseguirà con l'esame delle nuove proposte di regolamentazione, in fase di avanzata finalizzazione, indispensabili per completare il quadro previsto dall' *EU Action Plan on Financing Sustainable Growth*, ed in particolare il lavoro del *Technical Expert Group* sulla finanza sostenibile (TEG), istituito dalla Commissione Europea con l'incarico di elaborare raccomandazioni per i criteri di screening tecnici relativi alle attività economiche sostenibili e al raggiungimento di quattro specifici obiettivi: (1) realizzare una tassonomia europea per poter verificare la sostenibilità di un'attività economica; (2) definire uno standard europeo sui *green bond*; (3) individuare dei *benchmark* sulle strategie di investimento *low-carbon*; (4) sviluppare delle linee guida per migliorare la *disclosure* delle aziende in ambito climatico.

La disamina del quadro normativo europeo in fase di evoluzione proseguirà con l'analisi della proposta di regolamento europeo sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (UE) 2016/2341 che stabilisce per gli investitori istituzionali l'obbligo di integrare i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel loro processo decisionale di investimento e i nuovi adempimenti informativi nei confronti dei clienti riguardo alle modalità con cui tali fattori di sostenibilità sono integrati nelle decisioni di investimento al fine di aumentare la trasparenza nei confronti degli investitori finali.

Verrà infine analizzata la proposta di modifica del regolamento (UE) 2016/1011 contenuta nel pacchetto di misure presentate dalla Commissione Europea nel mese di maggio del 2018 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio, nonché con la proposta di Regolamento per integrare la sostenibilità nei servizi di consulenza.

Una volta analizzato il quadro normativo in fase di evoluzione nel capitolo si affronteranno gli aspetti di impatto per l'integrazione dei fattori ESG per gli intermediari finanziari, ed in particolare si analizzeranno i seguenti ambiti: *corporate governance* e requisiti organizzativi; *product governance* e *target market*; distribuzione dei prodotti e adeguatezza; trasparenza informativa alla clientela.

L'analisi d'impatto proseguirà con alcune casistiche concrete ed in particolare con l'analisi della strategia di investimento ESG adottata dal Gruppo Generali nelle attività di *asset management* e le relative modalità applicative all'interno delle procedure organizzative interne, nonché con l'analisi specifica di impatto dell'integrazione dei fattori ESG nell'ambito delle strategie di investimento di Fondi pensione e Banche Centrali.

Il lavoro si concluderà con il quarto capitolo in cui si analizzeranno le relazioni tra rating ESG e performance di mercato sulla base di studi disponibili in materia per rispondere alla domanda: quanto rende la sostenibilità?

In particolare, verranno analizzate e commentate recenti ricerche, quella svolta dal Politecnico di Milano, Dipartimento di ingegneria gestionale e Banor SIM, sui titoli dell'indice Stoxx Europe 600 nel periodo 2012-2017 e lo Studio Morningstar dal titolo *Morningstar's ESG indexes exhibit attractive investment attributes*, che ha analizzato i *benchmark* proprietari costruiti secondo criteri ESG, confrontandoli con quelli tradizionali. I rapporti evidenziano che gli indici e i portafogli ESG performano nel lungo periodo spesso meglio degli equivalenti indici tradizionali, ma anche che tendono ad investire in aziende meno volatili,

Nelle conclusioni si commenteranno infine anche gli aspetti critici relativi alle analisi basate sui rating ESG sottolineando che le valutazioni ESG svolgono sì un ruolo significativo ma non sono sufficienti per guidare da sole le decisioni finali di investimento.

Gli investitori attenti ai dati ESG, infatti, necessitano di delineare un contesto di riferimento e, in questo senso, può essere d'aiuto l'utilizzo di più rating; al tempo stesso le analisi di assessment sui fattori ESG sono sempre più complesse e si riflettono anche all'interno delle singole società.

Rispondere ai questionari di assessment richiede spesso uno sforzo interdisciplinare, coinvolgendo tutte le funzioni e costruendo relazioni all'interno dell'organizzazione che si rivelano fondamentali.

Accanto alle imprese direttamente coinvolte nella produzione dei loro dati ESG, contribuiscono sia i player finanziari tradizionali che si stanno muovendo per offrire prodotti volti a cogliere le opportunità degli investimenti sostenibili e responsabili, sia i *provider* di dati ESG e di piattaforme che tradizionalmente forniscono dati e informazioni economico-finanziarie che si stanno attrezzando per rispondere alle esigenze informative dei loro utilizzatori.

E' evidente che la disponibilità di dati "certificati" per la misurazione delle performance ESG è condizione indispensabile per una finanza sostenibile trasparente ed evitare fenomeni distorsivi sul mercato (effetto *greenwashing*), pure messo in evidenza da alcune recenti ricerche.

Ritorna quindi il tema centrale della regolamentazione che rappresenta un elemento chiave per il corretto sviluppo della finanza sostenibile attraverso la definizione di standard globali di classificazione e misurazione delle performance ESG; a riguardo risulta interessante l'intervista rilasciata da Larry Flynt, CEO di Blackrock, nei suoi recenti incontri con la comunità finanziaria italiana. Flynt, nel commentare la crescente importanza della finanza ESG, evidenzia che: "abbiamo bisogno di provare che gli investimenti in imprese che rispettano obiettivi ambientali o di sostenibilità producono risultati e rendimenti validi. Senza dati, si potrebbe generare una bolla sugli investimenti definiti sostenibili. Anche perché non ci possiamo permettere di avere un pianeta più pulito a costi socialmente regressivi».

# CAPITOLO 1: IL PERCORSO VERSO LA SOSTENIBILITÀ D'IMPRESA

## 1.1 LO SVILUPPO SOSTENIBILE E LE POLITICHE PER LA SOSTENIBILITÀ

Il concetto di sviluppo sostenibile è stato definito per la prima volta nel 1987 dalla Commissione Mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo delle Nazioni Unite<sup>1</sup>, che ha redatto il documento “*Our common future*”, anche noto come rapporto di Brundtland<sup>2</sup>. Tale documento evidenziava la necessità di attuare una strategia, a livello globale, in grado di integrare le esigenze dello sviluppo e dell'ambiente. La definizione attribuita al concetto di “sviluppo sostenibile” è stata allora la seguente: “*lo sviluppo che è in grado di soddisfare i bisogni della generazione presente, senza compromettere la possibilità che le generazioni future riescano a soddisfare i propri*”.

In linea con tale obiettivo, il 25 settembre 2015, le Nazioni Unite hanno approvato l’“Agenda Globale per lo sviluppo sostenibile”, dichiarando l’insostenibilità dell’attuale modello di sviluppo ambientale, economico e sociale. “*The new agenda is a promise by leaders to all people everywhere. It is an agenda for people, to end poverty in all its forms – an agenda for the planet, our common home*” (Ban Ki-moon, Segretario Generale delle Nazioni Unite). L’agenda individua 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS)<sup>3</sup> che si ispirano ai principi della Dichiarazione dei Diritti Umani, e 169 *target*, o sotto-obiettivi, da raggiungere entro l’anno 2030<sup>4</sup>. Tali obiettivi danno seguito ai risultati degli Obiettivi di Sviluppo del Millennio<sup>5</sup> (*Millennium Development Goals*) e presentano il carattere dell’*universalità* perché “riguardano il mondo intero, paesi sviluppati e in via di sviluppo in ugual misura”<sup>6</sup>. Da qui l’impegno internazionale a definire strategie per raggiungere gli obiettivi delineati, da attuare attraverso il coinvolgimento di tutte le componenti della società, dai governi alle imprese, dalle organizzazioni della società civile ai singoli cittadini.

Lo sviluppo sostenibile disegnato nell’Agenda 2030 si basa su tre dimensioni:

- (a) Ambientale, intesa come capacità di mantenere qualità e riproducibilità delle risorse naturali;
- (b) Sociale, intesa come capacità di garantire condizioni di benessere umano (salute, istruzione, partecipazione e giustizia);
- (c) Economica, intesa come capacità di generare reddito e lavoro.

---

<sup>1</sup> La Commissione, nota anche con il nome di *World Commission for Environment and Development*, nasce nel 1983 sotto l’impulso del Segretario Generale delle Nazioni Unite che rivolge al Primo Ministro Norvegese Brundtland la richiesta di creare un’organizzazione indipendente affinché si focalizzi su ambiente e sviluppo.

<sup>2</sup> Prende il nome da Gro Harlem Brundtland, che fu nominato Presidente della Commissione mondiale sull’ambiente e lo sviluppo delle Nazioni Unite.

<sup>3</sup> Noti anche come “*Sustainable Development Goals*” (SDGs).

<sup>4</sup> E’ per questo motivo che l’agenda è anche nota come “Agenda 2030”.

<sup>5</sup> Si tratta di otto obiettivi di sviluppo sostenibile stabiliti dalle Nazioni Unite nel 2000 e da raggiungere entro il 2015. Essi hanno avuto il merito di coordinare i governi su alcune aree prioritarie e raggiungere risultati importanti come: la riduzione delle infezioni da HIV/AIDS del 40% rispetto al 2000, l’estensione dell’istruzione a un maggior numero di soggetti, la riduzione della mortalità infantile. Nonostante ciò, sono stati esclusi alcuni temi di fondamentale importanza e alcuni paesi dall’ambito di applicazione. Website: <https://www.un.org/millenniumgoals/>

<sup>6</sup> Definizione inclusa nel documento dell’Assemblea Generale, “Risoluzione adottata dall’Assemblea Generale il 25 settembre 2015”; website: [http://asvis.it/public/asvis/files/Agenda\\_2030\\_ITA\\_UNRIC.pdf](http://asvis.it/public/asvis/files/Agenda_2030_ITA_UNRIC.pdf)

Le tre dimensioni sono fortemente integrate fra loro rendendo gli obiettivi di sviluppo sostenibile di seguito elencati interconnessi e indivisibili:

1. *No poverty*: porre fine alla povertà in tutte le sue forme in tutto il mondo;
2. *Zero Hunger*: porre fine alla fame, raggiungere la sicurezza alimentare, migliorare la nutrizione e promuovere un'agricoltura sostenibile;
3. *Good health and well-being*: assicurare la salute e il benessere per tutti e per tutte le età;
4. *Quality education*: fornire un'educazione di qualità, equa ed inclusiva, e opportunità di apprendimento per tutti;
5. *Gender equality*: raggiungere l'uguaglianza di genere ed emancipare tutte le donne e le ragazze;
6. *Clear water and sanitation*: garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua e delle strutture igienico-sanitarie;
7. *Affordable and clean energy*: assicurare a tutti l'accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni;
8. *Decent work and economic growth*: incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva e un lavoro dignitoso per tutti;
9. *Industry innovation and infrastructure*: costruire un'infrastruttura resiliente, promuovere l'innovazione e un'industrializzazione equa, responsabile e sostenibile;
10. *Reduced inequalities*: ridurre le disuguaglianze all'interno e fra le Nazioni;
11. *Sustainable cities and communities*: rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, duraturi, sostenibili;
12. *Responsible consumption and production*: garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo;
13. *Climate action*: adottare misure urgenti, a tutti i livelli, per combattere i cambiamenti climatici;
14. *Life below water*: conservare e utilizzare in modo durevole gli oceani, i mari e le risorse marine per uno sviluppo sostenibile;
15. *Life on land*: proteggere, ripristinare e favorire un uso sostenibile dell'ecosistema terrestre, gestire sostenibilmente le foreste, contrastare la desertificazione, arrestare e far retrocedere il degrado del terreno e fermare la perdita di biodiversità biologica;
16. *Peace, justice and strong institutions*: promuovere società pacifiche ed inclusive per uno sviluppo sostenibile, rendere disponibile l'accesso alla giustizia per tutti e creare organismi efficaci, responsabili ed inclusivi a tutti i livelli;
17. *Partnership for the goals*: rafforzare i mezzi di attuazione degli obiettivi e rinnovare il partenariato mondiale per lo sviluppo sostenibile.





Fonte: UN, 2012

Al fine di garantire il monitoraggio a livello internazionale dell'Agenda 2030 è stato istituito l'*High Level Political Forum* (Hlpf). Esso si riunisce annualmente a livello ministeriale presso il Comitato Economico e Sociale (Ecosoc) dell'Onu e ogni quattro anni presso l'Assemblea Generale con la partecipazione di Capi di Stato e di Governo. In particolare tale organismo si occupa di valutare i progressi, i risultati relativi agli obiettivi e ai *target* dell'Agenda, nonché di assicurare che essa continui ad essere "rilevante ed ambiziosa".

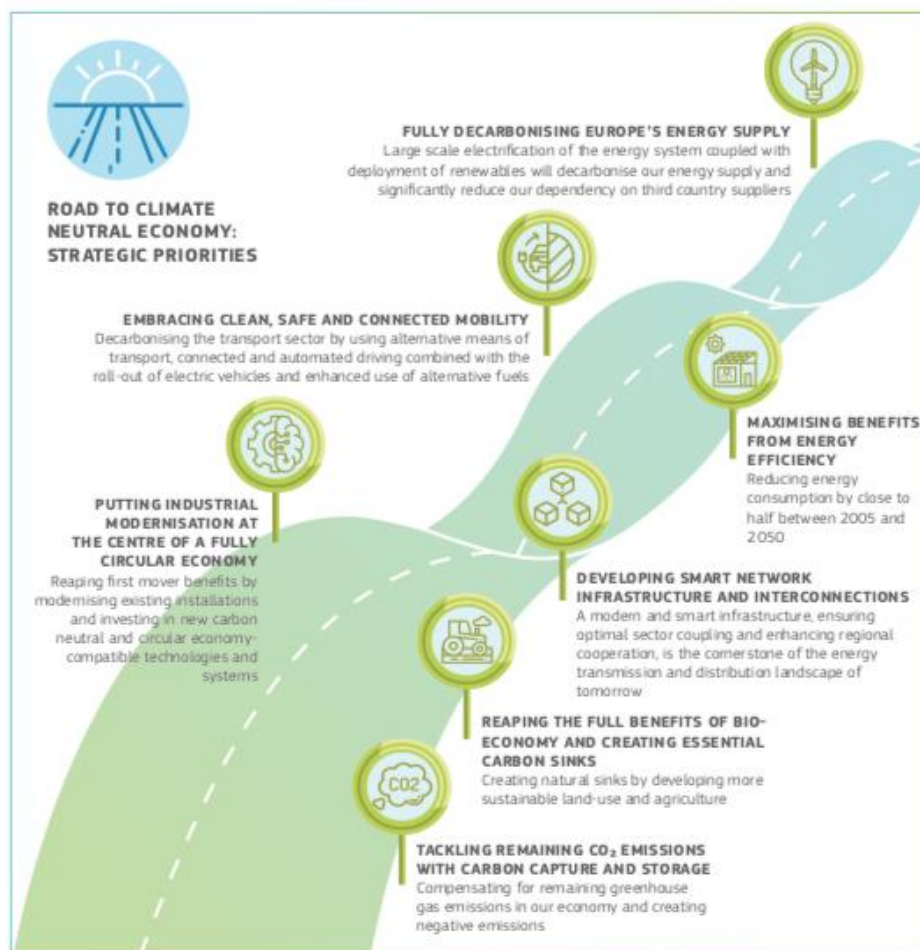
Nel mese di dicembre 2015, per dar seguito ad uno degli OSS inserito nell'"Agenda 2030" relativo al problema del riscaldamento globale<sup>7</sup>, si è tenuta la Conferenza sul clima di Parigi, COP21<sup>8</sup> durante la quale è stato firmato il primo accordo universale e giuridicamente vincolante sul clima mondiale (c.d. "Accordo di Parigi"). La conferenza riveste particolare importanza poiché ha visto la partecipazione di 195 paesi che hanno deciso di indirizzare i loro sforzi verso un problema, quello del cambiamento climatico, dai confini transnazionali e che richiede un'azione concertata di tutti gli attori politici ed economici a livello globale per la sua risoluzione. L'accordo stabilisce l'impegno comune di contenere il riscaldamento terrestre ben al di sotto dei +2°C rispetto ai livelli preindustriali, facendo il possibile affinché si mantenga entro +1,5°C. Esso entrerà in vigore nel 2020 e le regole per la sua attuazione sono contenute nel *Paris Rulebook*, approvato nella COP 24, tenutasi a Katowice nel 2018.

A tale fine, la Commissione Europea, nel 2018, ha presentato la strategia di lungo periodo per un'economia europea "prospera, moderna, competitiva e a emissioni zero entro il 2050"; questo percorso posiziona l'Europa fra i leader globali per la sfida climatica. In particolare, per riuscire a rispettare l'Accordo di Parigi, l'Unione Europea si è posta l'obiettivo di ridurre, rispetto al 1990, le emissioni di gas a effetto serra dell'80% nel 2050 (-40% entro il 2030 e -60% entro il 2040) attraverso una trasformazione di tutti i settori (produzione di energia, industria, trasporti, edifici, edilizia, agricoltura). Tale strategia include sette blocchi progettuali: (1) efficienza energetica; (2) energie rinnovabili; (3) mobilità intelligente e pulita; (4) economia

<sup>7</sup> Questo tema è trattato all'interno dell'OSS 13: "Promuovere azioni, a tutti i livelli, per combattere il cambiamento climatico".

<sup>8</sup> Si tratta del ventunesimo incontro annuale delle Nazioni Unite per portare avanti l'azione climatica a livello globale.

circolare<sup>9</sup>; (5) infrastrutture intelligenti e interconnessioni; (6) bio-economia; (7) stoccaggio del carbonio. Si tratta di un progetto ambizioso poiché tale transizione, che investe la società e l'economia, richiederà investimenti per circa 270 miliardi di euro entro il 2050, pari a circa l'1,5% del PIL europeo all'anno.



Fonte: “Strategia a lungo termine per la riduzione delle emissioni di gas serra”, Commissione Europea

Le politiche di sostenibilità, definite in ambito UE per recepire le strategie globali, rappresentano un'indicazione importante per i Paesi Membri nella definizione finale dei rispettivi obiettivi strategici.

L'Italia, coerentemente con gli impegni sottoscritti nel settembre del 2015, ha elaborato la “Strategia Nazionale per lo Sviluppo Sostenibile” (SNSVS) declinando gli OSS dell'Agenda 2030” nell'ambito della programmazione economica, sociale e ambientale.

L'approccio utilizzato per la definizione del percorso di elaborazione della SNSVS, evidenziato nel riquadro che segue, si basa sulla condivisione della sostenibilità come modello di sviluppo e sul coinvolgimento dei soggetti che sono parte attiva nello sviluppo sostenibile, fra cui le imprese.

<sup>9</sup> Si definisce con tale espressione un'economia in grado di rigenerarsi da sola. A livello di business questo comporta, ad esempio, il riutilizzo di materiali in cicli produttivi successivi, riducendo al massimo gli sprechi.



Fonte: “Processo di definizione della SNSVS”, Ministero dell’ambiente e della tutela del territorio e del mare

La Strategia nazionale, approvata dal governo italiano nel 2017, prevede per ciascuna delle aree di sostenibilità, obiettivi e attività dedicate:

(1) *Persone:*

- (a) Contrastare la povertà e l’esclusione sociale eliminando i divari territoriali
- (b) Garantire le condizioni per lo sviluppo del potenziale umano
- (c) Promuovere la salute e il benessere

(2) *Pianeta:*

- (a) Arrestare la perdita di biodiversità
- (b) Garantire una gestione sostenibile delle risorse naturali
- (c) Creare comunità e territori resilienti, custodire i paesaggi e i beni culturali

(3) *Prosperità:*

- (a) Finanziare e promuovere ricerca e innovazioni sostenibili
- (b) Garantire piena occupazione e formazione di qualità
- (c) Affermare i modelli sostenibili di produzione e consumo
- (d) Decarbonizzare l’economia

(4) *Pace:*

- (a) Promuovere una società non violenta ed inclusiva
- (b) Eliminare ogni forma di discriminazione
- (c) Assicurare la legalità e la giustizia

(5) *Partnership:*

- (a) *Governance*, diritti e lotta alle disuguaglianze
- (b) Migrazione e sviluppo
- (c) Salute
- (d) Istruzione

- (e) Agricoltura sostenibile e sicurezza alimentare
- (f) Ambiente, cambiamenti climatici ed energia per lo sviluppo
- (g) La salvaguardia del patrimonio culturale e naturale
- (h) Il settore privato

(6) *Vettori di sostenibilità:*

- (a) Conoscenza comune
- (b) Monitoraggio e valutazione di politiche, piani, progetti
- (c) Istituzioni, partecipazione e partenariati
- (d) Educazione, sensibilizzazione, comunicazione
- (e) Efficienza della pubblica amministrazione e gestione delle risorse finanziarie pubbliche

Le iniziative nell'ambito delle persone sono orientate a ridurre la disuguaglianza territoriale e delle fasce più deboli della popolazione, mentre le iniziative in campo ambientale si focalizzano soprattutto sull'ambiente marino e costiero e sulle risorse idriche. Un aspetto di rilievo presente nella strategia nazionale è la politica di resilienza e adattamento per poter preservare i beni naturali e culturali del Paese. A tal fine l'Italia ha sviluppato un piano nazionale di adattamento volto a ridurre gli impatti degli eventi catastrofici estremi che sono sempre più intensi e frequenti nel nostro Paese e che hanno causato danni sociali ed economici, non solo a istituzioni e privati cittadini ma anche alle imprese. Il piano mira a identificare le zone e i settori vulnerabili e a ridurre gli impatti degli eventi estremi che non possono essere evitati. Esso si declina in una serie di azioni che vanno ad aumentare il grado di preparazione dei Comuni ai rischi specifici delle proprie aree, in un'ottica di gestione dei cambiamenti climatici futuri. Questo aspetto è particolarmente cruciale per le aziende che devono mappare al meglio i rischi naturali tra i rischi d'impresa per poter elaborare piani contingenti.

L'Istat è chiamato dalla Commissione statistica delle Nazioni Unite a svolgere un ruolo attivo di coordinamento nazionale nella produzione degli indicatori per la misurazione dello sviluppo sostenibile e il monitoraggio dei suoi obiettivi.

Oltre alle iniziative pubbliche, anche il settore privato ha mosso passi importanti verso la definizione di piani per la sostenibilità. A gennaio 2018 Confindustria, in qualità di attore e rappresentante del sistema produttivo italiano, ha lanciato il manifesto "*La responsabilità sociale per l'industria 4.0*", il quale contiene dieci punti rivolti alle imprese che intendono cambiare e innovarsi per rendere il Paese più sostenibile. Il Manifesto affronta i temi della *governance*, le problematiche e le opportunità sociali e ambientali, nonché il sostegno all'innovazione dei modelli di business e delle strategie aziendali per contribuire al raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile indicati nell'Agenda 2030. Oltre a questi temi, Confindustria punta alla promozione della formazione e della ricerca, nonché al supporto ai sistemi di gestione per contrastare la corruzione.

Le politiche su esposte e i relativi strumenti attuativi rappresentano uno dei fattori che contribuiscono all'adozione da parte delle imprese di strategie improntate agli obiettivi di sviluppo sostenibile. Come verrà

più diffusamente analizzato nel paragrafo successivo, le imprese dovranno maturare la consapevolezza del proprio ruolo di attore centrale del processo di sviluppo sostenibile attraverso la comprensione e la gestione dei rischi legati ai temi della sostenibilità e contestualmente cogliere le opportunità derivanti dalle politiche europee e nazionali.

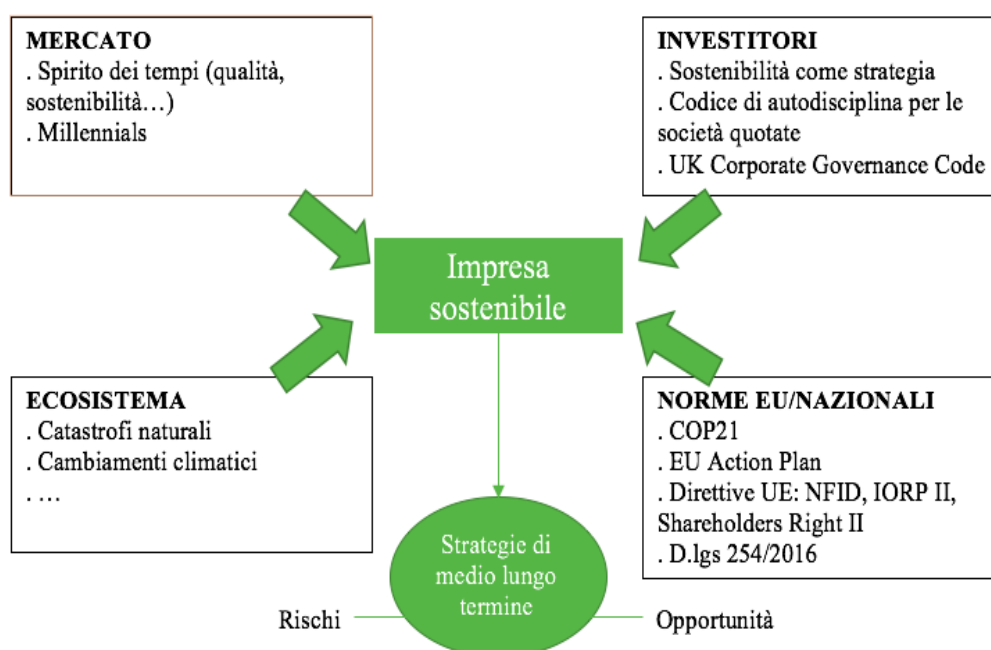
## 1.2 IL RUOLO DELLE IMPRESE PER LA SOSTENIBILITÀ

### 1.2.1 La sostenibilità: un percorso virtuoso e necessario

Affinché sia concretamente realizzato lo sviluppo sostenibile da tutti i punti di vista, non solo da quello ambientale, è necessario che le imprese abbraccino un nuovo paradigma, innovando profondamente i propri modelli di business. L'impresa deve quindi farsi carico delle attese degli *stakeholder* (consumatori, investitori, società civile, autorità pubbliche) e integrare la sostenibilità nelle proprie strategie e pratiche operative, non soltanto per ragioni etiche o di riconoscibilità aziendale, ma con la consapevolezza che ciò si tradurrà anche in un vantaggio competitivo per se stessa e per il contesto in cui opera.

Inoltre, per le imprese che vogliono prosperare e crescere in un contesto caratterizzato da cambiamenti sempre più imprevedibili e dirompenti, la sostenibilità diventa uno strumento imprescindibile, concreto e dinamico di gestione del rischio nel lungo periodo. Essere sostenibili significa quindi “anticipare e gestire rischi e opportunità di carattere economico, sociale e ambientale”.<sup>10</sup>

Nel riquadro che segue sono rappresentate in forma schematica le spinte che provengono dal contesto esterno verso la sostenibilità d'impresa, nonché la risposta dell'impresa in termini di strategie orientate alla gestione dei rischi e delle opportunità.



<sup>10</sup> DOW Jones Sustainability Index – The essence of value, Robeco SAM



Le spinte vengono dal mercato (in tal senso è noto come i millennials siano consumatori molto attenti alla sostenibilità): secondo Gfk Eurisko, oltre un terzo degli acquirenti considera la sostenibilità un fattore decisivo almeno quanto qualità e prezzo; dalle politiche internazionali e dai regolatori, dalle problematiche ambientali e sociali cui assistiamo con sempre maggiore frequenza, dagli investitori sia in termini di dimensione del mercato globale degli investimenti sostenibili che si stima rappresenti almeno il 31% del totale gestito (fonte Gsia Global Sustainable Alliance) sia in termini rendimenti/volatilità. Possiamo quindi vedere come, in ambito aziendale, la sostenibilità assuma diverse connotazioni: (1) responsabilità sociale d'impresa, (2) strumento di gestione dei rischi (reputazionale, legale, operativo, di transizione), (3) opportunità (innovazione, efficienza, competitività, resilienza).

A titolo esemplificativo vale la pena citare un recentissimo studio<sup>11</sup>, pubblicato nel mese di luglio 2019 da FAIRR<sup>12</sup>, sull'industria alimentare globale che evidenzia come essa sia soggetta ad una rapida evoluzione che sposterà la sua dipendenza dalle proteine animali verso fonti proteiche alternative c.d. “*protein diversification*”.

I principali *driver* di questo cambiamento sono di seguito rappresentati e analizzati.



(1) *Opportunità di mercato per soddisfare la crescente domanda di alimenti a base vegetale*: i consumatori danno sempre più importanza a prodotti e ingredienti “etici” ossia senza l’impiego di proteine animali e sono disposti anche a pagare prezzi più alti per prodotti di qualità. Essi, infatti, sono sempre più consapevoli delle implicazioni sulla salute e sull’ambiente.<sup>13</sup> Sulla base di una recente indagine condotta nel mercato USA, i cui risultati sono riportati nel riquadro che segue, risulta chiara la tendenza espressa dal

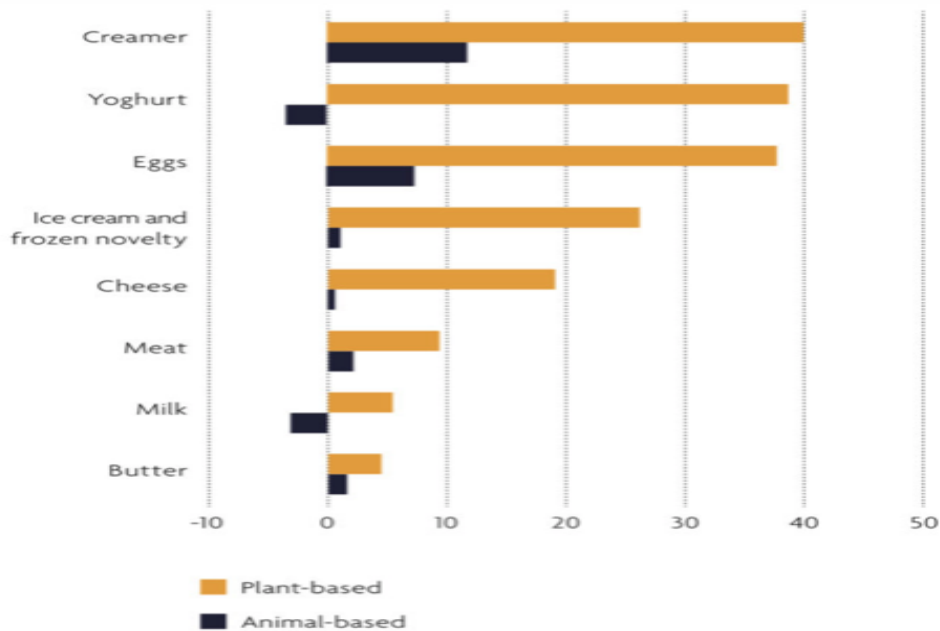
<sup>11</sup> FAIRR “*Appetite for disruption: How leading food companies are responding to the alternative protein boom*” (July 23, 2019)

<sup>12</sup> FAIRR (*Farm Animal Investment Risk and Return*) è un’organizzazione internazionale che ha lo scopo di sensibilizzare gli investitori sui rischi ESG, causati dall’allevamento intensivo, che potrebbero impattare sul loro portafoglio.

<sup>13</sup> La produzione di bestiame rappresenta il 14,5% delle emissioni di gas a effetto serra (più del settore dei trasporti globale); alcuni studi dimostrano chiaramente che non sarà possibile limitare gli aumenti di temperatura a +2 °C, obiettivo concordato con la COP21, se il consumo di carne e latticini non viene ridotto rispetto ai livelli attuali. Inoltre, l’allevamento contribuisce alla scarsità delle risorse, soprattutto idriche, ma anche alla deforestazione, al degrado del suolo, all’inquinamento dell’acqua e dell’aria. Tutti fenomeni che generano potenziali rischi e impatti materiali per gli investitori.

mercato.

*Dollar sales growth (%) in plant-based categories compared to animal-based categories, year ending April 2019*  
(Source: Good Food Institute)



Fonte: FAIRR "Appetite for disruption: How leading food companies are responding to the alternative protein boom

- (2) *Innovazione accelerata nella tecnologia alimentare*: la crescita della domanda di alimenti a base di proteine alternative, soprattutto vegetali, ha comportato innovazioni nella tecnologia alimentare per fornire sostituti proteici senza l'impiego di animali. Tale innovazione è stata possibile grazie agli investimenti effettuati da investitori strategici e da produttori diretti. Risulta pertanto evidente il ruolo decisivo degli intermediari finanziari in tema di sostenibilità. Nell'anno 2018 gli investimenti suindicati hanno registrato un incremento del 39% rispetto al 2017.
- (3) *Aumento della consapevolezza degli impatti economico, sociali e ambientali relativi alla produzione intensiva di bestiame*: la valutazione dei rischi e delle opportunità, effettuata dalle imprese e dagli investitori, stanno spingendo il settore verso le proteine alternative. Le strategie aziendali adottate dal settore alimentare si stanno sempre più orientando verso la riformulazione dei prodotti e l'ampliamento dell'offerta, l'adozione di un packaging "sostenibile", la promozione di scelte più sostenibili attraverso politiche di marketing ed educative verso i consumatori, la ricerca & sviluppo indirizzate verso tecnologie sostenibili. La "*protein diversification*" nel settore alimentare aumenta così la competitività dell'azienda e la resilienza finanziaria e operativa ed è sempre più riconosciuta dagli investitori istituzionali. Essa, infatti, essendo direttamente collegata a molteplici questioni sociali e ambientali, aiuta gli investitori a migliorare le prestazioni del proprio portafoglio rispetto agli Obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS). In molti casi, gli investitori stanno valutando sia i rischi associati all'intensa produzione e consumo di proteine animali, sia le opportunità associate al passaggio a fonti alternative di proteine.

## The environmental impact of animal protein

The livestock sector now produces

**14.5%**  
of global GHG emissions.



Last year, the US National Oceanic and Atmospheric Administration announced the largest

**'dead zone'**

ever recorded in the Gulf of Mexico, caused by extensive soy and corn cultivation in the area to feed livestock farms.



On a per gram of protein basis, beef's water footprint is

**6X**

that of pulses, milk, eggs and poultry are around 1.5 x more.

Worldwide, more than

**131,000 tonnes**

of medically important antibiotics were used in farm animals in 2013. By 2030 it is estimated that India, China and US usage will increase by 82%, 59% and 22% respectively.

## Growing market opportunity

In 2017, sales of plant-based alternatives to animal proteins rose

**8.1%**

on contrast to declining food sales in the same category.



In Germany,

**1 in 10**

consumers buy meat alternatives



Rising to

**1 in 5**

for Germans aged between 16 and 24.



Plant-based products, such as soy and almond milk, now make up

**10%**

of the overall dairy market.

**30%**

of millennials eat meat alternatives every day.

**50%**

eat meat alternatives a few times a week.

Fonte: "Appetite for disruption: How leading food companies are responding to the alternative protein boom", FAIRR

(4) *Supporto e regolamentazione*: in tale ambito rileva sia il ruolo di *engagement* svolto dagli investitori, che stanno sempre di più interagendo con le aziende per comprendere come le stesse stiano mitigando e / o capitalizzando rischi/opportunità legate al processo di diversificazione, che la regolamentazione da parte delle istituzioni. Infatti, i governi possono legiferare e inserire sempre più normative che dettano la necessità di un'azione progressiva da parte delle imprese per affrontare una più ampia gamma di problemi di sostenibilità. Ad esempio, la Danimarca sta prendendo in considerazione proposte per introdurre una tassa sulla carne rossa per ridurre l'impatto del settore zootecnico sui cambiamenti climatici.

Molti studi evidenziano come la maggioranza delle grandi imprese stia assumendo impegni ben precisi in merito agli OSS delineati nell'"Agenda 2030".<sup>14</sup> In particolare, al fine di promuovere il loro impegno in materia di sostenibilità, alcune imprese hanno iniziato ad analizzare le implicazioni di natura sostenibile all'interno della loro visione strategica, con l'obiettivo di adottare comportamenti socialmente responsabili (*Corporate Social Responsibility*), monitorando e rispondendo alle aspettative economiche, ambientali, sociali di tutti gli *stakeholder* per cogliere anche vantaggi competitivi e massimizzare gli utili di lungo periodo.

<sup>14</sup> A titolo esemplificativo, su iniziativa della Fondazione Unipolis e dell'Università "Tor Vergata" di Roma è nata l'Alleanza Italiana per lo Sviluppo sostenibile che raggruppa oltre 100 associazioni con l'obiettivo di promuovere a livello nazionale il perseguimento degli OSS.



Pertanto la *Corporate Social Responsibility (CSR)*, basata sulla *compliance* verso le normative e sull'attenzione ai temi della responsabilità sociale, si sta evolvendo sempre più rapidamente verso il concetto di "*Corporate Shared Value (CSV)*", ossia di creazione di valore sia per l'organizzazione (*Business Value*) che per il contesto in cui opera (*Social Value*). A tal proposito risulta significativo riportare un estratto della lettera scritta nel 2018 da Larry Fink, CEO di BlackRock, la più grande società di investimento nel mondo con sede a New York, indirizzata ai CEO, in cui rimarcava il ruolo delle imprese per dare un contributo positivo alla società: "*Society is demanding that companies, both public and private, serve a social purpose. To prosper over time, every company must not only deliver financial performance, but also show how it makes a positive contribution to society*".

Le considerazioni su esposte evidenziano la crescente importanza per le imprese del rispetto dei c.d. "fattori ESG"<sup>15</sup> (*Environmental, Social, Governance*) oltre ai tradizionali obiettivi di performance finanziaria.

I fattori ESG, posti alla base della definizione del nuovo trend del business aziendale e degli investimenti (da "etici" a "sostenibili"), sono fortemente interrelati e connessi e risultano, a titolo esemplificativo, riportati nella seguente tabella:

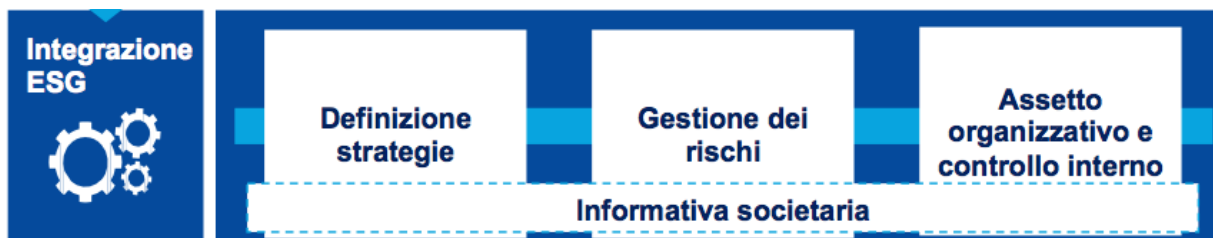


Fonte: Strategic Insight SimFund, BofA Merrill Lynch U.S. Equity and Quantitative Strategy

### 1.2.2 I modelli di riferimento per "gestire" la sostenibilità

Si passa ora ad analizzare come le imprese integrano i fattori ESG all'interno dei loro processi. Come schematicamente rappresentato, l'integrazione dei fattori ESG richiede:

<sup>15</sup> L'acronimo ESG nasce nel 2005 con la pubblicazione del Rapporto "Show me the money: linking Environmental, Social and Governance issue to Company value" prodotto da UNEP FI Asset Management Working Group



(1) *La definizione di una strategia che includa i fattori ESG.*

Ciò significa che le imprese dovranno: (a) diffondere una cultura aziendale orientata alla sostenibilità, mediante iniziative di comunicazione e formazione che aumentino la consapevolezza sui temi ESG e favoriscano la definizione di un linguaggio comune; (b) formalizzare policy e linee guida in tema di sostenibilità (esempio codice etico, codice di condotta fornitori); (c) integrare la sostenibilità nel processo di pianificazione strategica assicurando che gli obiettivi aziendali definiti lungo l’arco temporale coprano anche i fattori ESG rilevanti per l’impresa; (d) definire adeguati indicatori di misurazione delle *performance* (ad esempio, tasso di riduzione delle emissioni, percentuale di veicoli elettrici/ibridi sul totale di veicoli impiegati nell’attività di logistica); integrare gli obiettivi di sostenibilità all’interno dei piani di incentivazione del management. In tale ambito il Consiglio di Amministrazione riveste un ruolo chiave; dovrà pertanto fornire le linee guida per integrare gli obiettivi ESG nel piano strategico e collaborare con il management per giungere alla valutazione, definizione e calcolo di indicatori specifici (KPI) che gli permettono di monitorare i risultati rispetto agli obiettivi definiti. Diventa essenziale allora l’inclusione tra gli organi apicali di componenti che abbiano competenze sulle tematiche ESG collegate al business specifico in cui opera l’azienda, al fine di assicurare una buona *governance*, sia nell’ottica della continuità aziendale che in quella del raggiungimento degli obiettivi di breve e lungo termine.

(2) *La gestione dei rischi ESG*

Ciò significa che le imprese dovranno: (a) stabilire una *governance* sul processo di *risk management*; (b) identificare i rischi esterni ed interni di natura ESG attraverso analisi preliminari del contesto di operatività dell’impresa anche attraverso *benchmark* esterni (*best practice e competitor*); (c) valutare i rischi ESG identificati in termini di probabilità di accadimento e impatto per l’impresa e prioritizzarli; (d) gestire i rischi ESG attraverso la definizione e l’implementazione di strategie e azioni dirette alla loro mitigazione. A titolo esemplificativo, rischi esterni ESG possono riguardare: evoluzioni derivanti dal cambiamento climatico, scarsità o aumento del costo delle materie prime non rinnovabili, evoluzioni nelle preferenze dei consumatori, introduzione di normative vincolanti in tema di impatti aziendali. Fra i rischi interni si possono comprendere: incidenti agli *asset* (impianti, centrali, ecc.) con impatti sull’ambiente, mancato rispetto dei diritti umani nella catena di fornitura, eventi di corruzione, infortuni sul lavoro con conseguenti impatti sociali e reputazionali.

In relazione al tema relativo alla gestione dei rischi ESG appare utile riassumere le analisi riflesse nel

documento “*Global Risk Report 2019*”<sup>16</sup>, recentemente pubblicato dal *World Economic Forum*. Esso si basa su un sondaggio condotto fra esperti e decision-maker dei vari settori dell’economia globale in merito alla percezione dei rischi a livello internazionale. Da tale documento emerge che l’80% dei rischi significativi identificati, in termini di “probabilità di accadimento” e di “impatto”, appartengono alla categoria ESG. In particolare, le catastrofi climatiche sono ancora il principale rischio ma il report evidenzia la crescente preoccupazione per il cambiamento climatico. Inoltre evidenzia come negli ultimi dieci anni si sia sviluppata una maggiore sensibilità ai rischi ESG; infatti, nel report del 2009 compariva un unico rischio ESG tra i “*Top Global Risk*”.

The Evolving Risks Landscape, 2009 – 2019: Top risks according to the WEF			
	2009	2014	2019
Top 5 Global Risks in Terms of Likelihood	Asset price collapse	Income disparity	Extreme weather events
	Slowing Chinese economy (<6%)	Extreme weather events	Failure of climate-change mitigation and adaptation
	Chronic disease	Unemployment and underemployment	Natural disasters
	Global governance gaps	Climate change	Data fraud or theft
	Retrenchment from globalization	Cyber-attacks	Cyber-attacks
Top 5 Global Risks in Terms of Impact	Asset price collapse	Fiscal crises	Weapons of mass destruction
	Retrenchment from globalization (developed)	Climate change	Failure of climate-change mitigation and adaptation
	Oil and gas price spike	Water crises	Extreme weather events
	Chronic disease	Unemployment and underemployment	Water crises
	Fiscal crises	Critical information infrastructure breakdown	Natural disasters

- Economic
- Environmental
- Geopolitical
- Social
- Technological

Fonte: The Global Risks Report 2019

(3) *Un assetto organizzativo e un sistema di controllo interno adeguato.*

L’adeguatezza dell’assetto organizzativo e di un sistema di controllo interno per la gestione delle tematiche ESG rientra nelle competenze del Consiglio di Amministrazione. Pertanto il rischio di sostenibilità dovrà essere integrato nell’organizzazione, nelle procedure e più in generale nel sistema di controllo interno. Le funzioni di *compliance* e l’*internal audit* dovranno essere adeguate a supportare tale integrazione. Il Consiglio di Amministrazione potrebbe avvalersi di un comitato, composto da soggetti con competenze specifiche in tema ESG, per svolgere un importante ruolo di supporto in suo favore. Inoltre alcune aziende, come risulta da un recente studio pubblicato da CSR Manager Network e Altis,<sup>17</sup> hanno inserito nella loro organizzazione la figura del *CSR Manager* cui vengono attribuiti i seguenti compiti e responsabilità: (1) assicurare che la

<sup>16</sup> *The Global Risks Report 2019 – 14th Edition*

<sup>17</sup> CSR e Altis, in collaborazione con Assonime, Rapporto 2018 “Cda e politiche di sostenibilità”

gestione delle tematiche ESG sia integrate in un più ampio processo di business; (2) identificare i principali *trend* e *issue* che possono avere impatti significativi sulla capacità dell'impresa di creare valore nel lungo termine; (3) rendere le diverse funzioni aziendali capaci e pronte a cogliere le opportunità di sviluppo dei prodotti e servizi e interagire con tutti i vertici aziendali.

Per completare l'analisi dell'integrazione dei fattori ESG nei processi aziendali occorre sottolineare, come sarà più diffusamente trattato nei paragrafi successivi, l'importanza dell'informativa societaria in materia di sostenibilità verso gli *stakeholder* in termini di definizione di strategie, gestione dei rischi ESG e assetto organizzativo e di controllo interno adottato.

A livello internazionale sono stati elaborati alcuni *framework* che rappresentano per le imprese importanti guide per lo sviluppo della sostenibilità. Fra essi sono da annoverare:

- a) lo standard “*ISO 26000*”<sup>18</sup> che rappresenta una guida su: principi e pratiche riguardanti la CRS anche con riferimento all'integrazione, implementazione e promozione di comportamenti socialmente responsabili all'interno dell'impresa e nella sua sfera di influenza; identificazione e coinvolgimento degli *stakeholder*; comunicazione degli impegni e delle performance raggiunte ai terzi;
- b) le “*Sustainability Reporting Guidelines*” emanate dalla *Global Reporting Initiative*<sup>19</sup> (*GRI*) e conosciuti come “*GRI Standard*” utilizzati dalle imprese per comunicare e rendicontare i propri risultati economici, sociali e ambientali; essi collocano la “materialità” al centro dello sviluppo di una sostenibilità efficace incoraggiando le imprese a identificare temi ESG rilevanti per gli *stakeholder*;
- c) il “*COSO ERM Framework*”<sup>20</sup> che guida le imprese nel processo di *risk management* e quindi a comprendere la portata dei rischi, gestirli e comunicarli in maniera efficace. In particolare, a questo proposito, risulta essere interessante l'evoluzione delle linee guida sviluppate congiuntamente dalla *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (*COSO*) e dal *World Business Council for Sustainable Development* (*WBCSD*), il cui *framework*, pubblicato nel 2018, è volto a promuovere l'integrazione dei rischi di natura ambientale, sociale e di *governance* nei tradizionali processi di *enterprise risk management*.

### **1.2.3 Le linee guida del Codice di Autodisciplina per le società quotate**

Il tema della sostenibilità è il principale oggetto dell'evoluzione in atto nei Codici di Autodisciplina a livello internazionale e anche di quello italiano, la cui revisione è stata recentemente avviata dal Comitato per la *Corporate Governance* e che dovrebbe concludersi entro il 2019.

---

<sup>18</sup> Lo Standard è stato pubblicato dall'International Organization for Standardization (*ISO*) nel novembre 2010

<sup>19</sup> Si tratta di un'iniziativa congiunta tra l'organizzazione governativa statunitense “*Coalition for Environmentally Responsible Economies – CERES*” e il Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente (*United Nations Environment Programme – UNEP*”).

<sup>20</sup> Si tratta del modello pubblicato dal “*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission – COSO*” e aggiornato nel 2017 allo scopo di guidare le imprese per valutare e migliorare la gestione dei rischi aziendali attraverso un modello integrato che comprende anche i rischi ESG.

In particolare, risulta molto interessante l'analisi del *UK Corporate Governance Code*<sup>21</sup> che prevede che “*a successful company is led by an effective and entrepreneurial board, whose role is to promote the long-term sustainable success of the company, generating value for shareholders and contributing to wider society*”.

Anche il Codice di Autodisciplina, promosso da Borsa Italiana, contiene raccomandazioni che costituiscono un modello di *best practice* per l'organizzazione e il funzionamento delle società quotate italiane. Le raccomandazioni del Codice non sono vincolanti, ma le società quotate devono, in conformità alle Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana, tenere informati sia il mercato sia i propri azionisti in merito alla propria struttura di *governance* e al grado di adesione al Codice. A tal fine, le società quotate sono tenute alla pubblicazione di un'apposita relazione, in occasione della pubblicazione dei dati di bilancio, che viene messa a disposizione dell'assemblea dei soci e contestualmente trasmessa a Borsa Italiana, che la mette a disposizione del pubblico.

Il Codice di Autodisciplina emanato nel mese di luglio 2018 già contiene riferimenti ai temi della sostenibilità. Infatti, è previsto che: (1) il Consiglio di Amministrazione definisce la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'emittente, includendo nelle proprie valutazioni tutti i rischi che possono assumere rilievo *nell'ottica della sostenibilità* nel medio-lungo periodo dell'attività dell'emittente”; (2) “nelle società appartenenti all'indice FTSE-Mib, il Consiglio di Amministrazione valuta l'opportunità di costituire un apposito *comitato dedicato alla supervisione delle questioni di sostenibilità* connesse all'esercizio dell'attività dell'impresa e alle sue dinamiche di interazione con tutti gli stakeholder; in alternativa, il consiglio valuta di raggruppare o distribuire tali funzioni tra gli altri comitati”; (3) “la struttura della remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche dovrebbe *promuovere la sostenibilità nel medio- lungo periodo* dell'emittente e garantire che la remunerazione sia basata sui risultati effettivamente conseguiti”; (4) “l'emittente applica *criteri di diversità*, anche di genere, nella composizione del consiglio di amministrazione, nel rispetto dell'obiettivo prioritario di assicurare adeguata competenza e professionalità dei suoi membri”; (5) “il Comitato auspica, inoltre, che gli emittenti *adottino misure per promuovere la parità di trattamento e di opportunità* tra i generi all'interno dell'intera organizzazione aziendale, monitorandone la concreta attuazione”.

Si evidenzia infine che nell'ambito del processo di aggiornamento in corso del Codice di Autodisciplina, il Comitato per la *Corporate Governance* a riunitosi a luglio 2019, ha evidenziato che particolare enfasi verrà attribuita all'integrazione della sostenibilità, anche ambientale e sociale, nelle strategie, nella gestione dei rischi e nelle politiche di remunerazione delle società quotate e allo sviluppo di un più intenso dialogo tra queste ultime e i loro investitori e gli altri *stakeholder* rilevanti.

---

<sup>21</sup> *The UK Corporate Governance Code*, pubblicato a luglio 2018, è entrato in vigore il 1 gennaio 2019.

#### 1.2.4 Trend in atto sull'integrazione dei fattori ESG nei modelli di business

Come evidenziato nei paragrafi precedenti, integrare obiettivi di sostenibilità nei processi di business diventa per le imprese un elemento necessario per: 1) perseguire performance sostenibili nel tempo, (2) ridurre il profilo di rischio, (3) identificare nuove opportunità di business, (3) innovare i propri processi operativi.

Al fine di identificare come le imprese stanno affrontando il cambiamento in chiave sostenibile, rispondendo alle aspettative del mercato e della società, sono stati analizzati alcuni piani strategici di società operanti in diversi settori. Dall'analisi svolta sono emerse alcune modalità di integrazione dei fattori ESG che di seguito riepiloghiamo:

a) *Settore manufacturing&logistics*: (1) integrare i principi di sostenibilità all'interno della *supply chain* attraverso la verifica di criteri ESG nel processo di qualifica dei fornitori; (2) sviluppare soluzioni innovative per ridurre gli impatti ambientali della rete logistica; (3) estendere nei confronti dei fornitori gli impegni della politica aziendale sul rispetto dei diritti umani.

b) *Commercial Banking*: adottare modelli interni di rating che includano i criteri ESG per l'erogazione del credito.

c) *Oil&Gas*: (1) investire su tecnologie innovative nelle attività *upstream* e di raffinazione per contenere gli impatti ambientali; (2) valutare i potenziali impatti dei progetti *upstream* sulla salute delle comunità locali; (3) definire nuovi prodotti e servizi in ottica di espansione della catena di valore; (4) rispondere alle necessità di sviluppo sostenibile attraverso la realizzazione di *partnership* strategiche.

d) *Investment Banking*: strutturare attività di *project financing* di infrastrutture che rispettino standard ESG.

e) *Financial Services*: strutturare prodotti di investimento con criteri ESG: emissione di green bond.

f) *Private Banking/Asset Management*: adottare policy di investimento responsabile e costruire portafogli ESG.

Infine, per evidenziare la crescente importanza attribuita dalle imprese alla sostenibilità nella definizione dei loro *business model*, appare utile menzionare una ricerca condotta da KPMG e l'Economist Intelligence Unit nel 2018 su aziende leader a livello internazionale. Da tale studio è emerso quanto segue: (1) i CEO di tali aziende considerano la sostenibilità tra le prime dieci sfide da affrontare; (2) il 38% delle aziende coinvolte ha confermato che il proprio CEO vede la sostenibilità come una leva strategica indispensabile per creare valore nel medio-lungo termine; (3) i fattori che spingono all'adozione di politiche di sostenibilità sono: l'orientamento all'innovazione di prodotto/processo/modello organizzativo, la riduzione dei costi dovuta ad un miglioramento nell'efficienza operativa, il *risk management*, il miglioramento della reputazione, il dialogo con le istituzioni.

Dall'Osservatorio risulta che la maggior parte delle società quotate hanno attribuito ad un Comitato del Consiglio di Amministrazione i compiti e le responsabilità relativi alla gestione delle tematiche legate alla sostenibilità. Inoltre, tali società hanno definito un sistema di incentivazione variabile che prevede l'assegnazione di obiettivi legati alla performance socio-ambientale sia ai membri del CdA che al vertice

aziendale.

Lo studio ha inoltre evidenziato che le imprese operanti in settori caratterizzati da un forte impatto ambientale affrontano le tematiche ESG anche operando lungo la catena produttiva. Ciò significa individuare fornitori e partner commerciali guidati da criteri di trasparenza e legalità e, più in generale, condividere principi di responsabilità sociale per ridurre il consumo delle risorse naturali, delle emissioni inquinanti e dei rifiuti, nonché adottare sistemi di gestione ambientale sottoposti a verifiche indipendenti da parte di enti accreditati. Inoltre si evidenzia l'attenzione che le istituzioni finanziarie dedicano all'inserimento nei prodotti finanziari e assicurativi, nonché nelle loro prassi e procedure, di parametri di sostenibilità ESG, educando da una parte il pubblico ad una maggiore consapevolezza finanziaria in grado di orientare le scelte d'investimento coerentemente con i profili di rischio relativi al ciclo di vita e al contesto economico, e dall'altra sviluppando una politica di finanziamento e sostegno (con adeguati e personalizzati programmi, strumenti e strutture organizzative) collegati alla virtuosità delle aziende. Il tutto al fine di favorire un impatto sociale positivo, da una parte verso l'accumulazione di risparmio da parte delle famiglie e dall'altro di sostenere le imprese virtuose.

### **1.3 IL RUOLO DELL'INFORMATIVA SOCIETARIA E LA COMUNICAZIONE DELLE NON-FINANCIAL INFORMATION (NFI)**

#### **1.3.1 Il quadro normativo di riferimento**

Il contesto normativo europeo e nazionale si è evoluto adattandosi alle pressioni politiche e finanziarie volte al miglioramento dell'informativa sulle performance sociali e ambientali delle imprese. Al fine di assicurare maggiore trasparenza, in relazione allo sviluppo sostenibile delle imprese, nel 2013 il Parlamento Europeo ha adottato due risoluzioni<sup>22</sup> che hanno dato impulso alla direttiva 2014/95/UE<sup>23</sup> sulla rendicontazione non finanziaria. Il provvedimento, entrato in vigore in Italia il 25 gennaio 2017 mediante il D. Lgs n. 254 del 30 dicembre 2016<sup>24</sup>, prevede l'obbligo, da parte di imprese di grandi dimensioni e di interesse pubblico<sup>25</sup>, *di redigere e pubblicare*, per ogni esercizio finanziario, *una dichiarazione individuale di carattere*

---

<sup>22</sup> Risoluzione del Parlamento Europeo, "Responsabilità sociale delle imprese: comportamento commerciale trasparente e responsabile e crescita sostenibile" del 28 gennaio 2013 e "Responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso una ripresa sostenibile e inclusiva", del 6 febbraio 2013.

<sup>23</sup> Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.

<sup>24</sup> D. Lgs.254/2016 di "Attuazione della direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni". Tale decreto è stato da ultimo modificato con la Legge di bilancio 2019, "L. 30/12/2018, n. 145, pubblicata nella G.U. del 31/12/2018, che ha introdotto, nell'ambito della disciplina in tema di informazioni non finanziarie, l'obbligo di descrivere anche le modalità di gestione dei principali rischi.

<sup>25</sup> I c.d. "Enti di Interesse Pubblico Rilevanti" o EIRP.



*non finanziario* (di seguito “DNF”). In particolare, la disposizione si rivolge agli enti di interesse pubblico<sup>26</sup> che presentino i seguenti requisiti: abbiano avuto, in media, durante l’esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a 500 e, alla data di chiusura del bilancio, abbiano superato almeno uno dei due seguenti limiti dimensionali: a) totale dello stato patrimoniale: 20 milioni di euro; b) totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40 milioni di euro. Per le società madri di un gruppo di grandi dimensioni è previsto l’obbligo di redazione della DNF consolidata<sup>27</sup>. La DNF può essere predisposta, su base volontaria, anche da soggetti che non rientrano nella categoria degli Enti di Interesse Pubblico Rilevanti<sup>28</sup>.

L’importanza della rendicontazione non finanziaria va ricercata nella possibilità offerta agli stakeholder di comparare le performance non finanziarie delle imprese, e come espresso dall’art. 3 della Direttiva, è “... *fondamentale per gestire la transizione verso un'economia globale sostenibile coniugando redditività a lungo termine, giustizia sociale e protezione dell'ambiente. In tale contesto, la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario contribuisce a misurare, monitorare e gestire i risultati delle imprese e il relativo impatto sulla società.*” Pertanto, l’informativa delle imprese si è evoluta passando da un’informativa “consuntiva” a un’informativa “strategica” che garantisce la trasparenza nel medio-lungo periodo.



<sup>26</sup> Ai sensi dell’art. 16, comma 1, d.lgs. n. 39/2010, sono Enti di Interesse Pubblico: “a) le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e dell’Unione europea e quelle che hanno richiesto tale ammissione alla negoziazione; b) le banche; c) le imprese di assicurazione di cui all’articolo 1, comma 1, lettera u), del codice delle assicurazioni private; d) le imprese di riassicurazione di cui all’articolo 1, comma 1, lettera cc), del codice delle assicurazioni private, con sede legale in Italia, e le sedi secondarie in Italia delle imprese di riassicurazione extracomunitarie di cui all’articolo 1, comma 1, lettera cc-ter), del codice delle assicurazioni private; e) le società emittenti strumenti finanziari, che, ancorché non quotati su mercati regolamentati, sono diffusi tra il pubblico in maniera rilevante; f) le società di gestione dei mercati regolamentati; g) le società che gestiscono i sistemi di compensazione e di garanzia; h) le società di gestione accentrata di strumenti finanziari; i) le società di intermediazione mobiliare; l) le società di gestione del risparmio; m) le società di investimento a capitale variabile; n) gli istituti di pagamento di cui alla direttiva 2009/64/CE; o) gli istituti di moneta elettronica; p) gli intermediari finanziari di cui all’articolo 107 del TUB”.

<sup>27</sup> Come previsto dall’art 4 D.Lgs. 254/2016

<sup>28</sup> Le DNF volontarie devono essere redatte in conformità alle previsioni dell’art. 7 D.Lgs. 254/2016



In tema di fonti normative di riferimento, riguardanti la DNF, occorre menzionare il *Regolamento Consob*<sup>29</sup> che disciplina le modalità di pubblicazione delle dichiarazioni, le informazioni da fornire alla Consob, i compiti attribuiti al revisore incaricato della revisione legale del bilancio nonché i contenuti della relazione redatta e congiuntamente pubblicata con la dichiarazione<sup>30</sup>, i criteri che l’Autorità stessa è tenuta ad utilizzare per l’esame delle dichiarazioni non finanziarie.

Per completare il quadro di riferimento in tema di DNF occorre evidenziare che la Commissione Europea, in data 26 giugno 2017, ha emanato, con la Comunicazione 2017/C 215/01<sup>31</sup> (di seguito “Comunicazione”), proprie linee guida sulla rendicontazione non finanziaria al fine di aiutare le imprese a comunicare informazioni che siano di qualità, pertinenti, utili, coerenti, comparabili e che possano garantire trasparenza agli stakeholder, in conformità con gli obblighi stabiliti dalla Direttiva. Come chiarito dalla Commissione, la Comunicazione “*fornisce orientamenti non vincolanti e non introduce nuovi obblighi giuridici*”. Anche l’ESMA<sup>32</sup>, il 26 ottobre 2018, ha precisato nel suo *Public Statement*, indirizzato alle società finanziarie quotate, l’utilità delle linee guida emanate dalla Commissione Europea relative alla rendicontazione non finanziaria. Anche l’ASSONIME<sup>33</sup> ha emanato le *circolari* n. 13 del 12 giugno 2017 e la n. 4 dell’11 febbraio 2019, riguardanti gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie e le

---

<sup>29</sup> *Regolamento di attuazione d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario* (pubblicato nella Gazzetta ufficiale n. 21 del 26 gennaio 2018).

<sup>30</sup> Il revisore incaricato indica nella propria relazione l’avvenuta approvazione da parte dell’organo amministrativo della DNF e rilascia un’apposita relazione, indirizzata all’organo amministrativo, che: “a) indica il presupposto normativo ai sensi del quale la relazione viene rilasciata; b) identifica la dichiarazione non finanziaria approvata dall’organo amministrativo e sottoposta a verifica; c) indica le metodologie e i principi previsti dallo standard di rendicontazione utilizzato quale riferimento o dalla metodologia di rendicontazione autonoma utilizzata dall’organo amministrativo nella redazione della dichiarazione non finanziaria; d) contiene una descrizione della portata del lavoro svolto e delle procedure di verifica poste in essere ai fini del rilascio dell’attestazione; e) indica il principio internazionale, riconosciuto dagli ordini e dalle associazioni professionali, utilizzato per lo svolgimento dell’incarico di attestazione; f) contiene una dichiarazione sul rispetto dei principi sull’indipendenza e degli altri principi etici stabiliti dai codici internazionali riconosciuti dagli ordini e dalle associazioni professionali, utilizzati per lo svolgimento dell’incarico di attestazione; g) esprime un’attestazione che, sulla base del lavoro svolto, non sono pervenuti all’attenzione del revisore designato elementi che facciano ritenere che la dichiarazione non finanziaria non sia stata redatta, in tutti gli aspetti significativi, in conformità a quanto richiesto dagli articoli 3 e 4 del decreto e dallo standard di rendicontazione o dalla metodologia di rendicontazione autonoma utilizzata. In alternativa a quanto previsto dal co. 1, lettera g), l’organo amministrativo che redige la dichiarazione non finanziaria può richiedere al revisore designato di attestare che, a giudizio di quest’ultimo, la dichiarazione non finanziaria o alcune specifiche informazioni in essa contenute sono state redatte, in tutti gli aspetti significativi, in conformità a quanto richiesto dagli articoli 3 e 4 del decreto e dallo standard di rendicontazione o dalla metodologia di rendicontazione autonoma utilizzata. Nel caso in cui il revisore designato esprima un’attestazione con rilievi, un’attestazione negativa o rilasci una dichiarazione di impossibilità di esprimere un’attestazione, la relazione illustra analiticamente i motivi delle conclusioni.” (art. 5 del Regolamento).

<sup>31</sup> Tale Comunicazione è intitolata “Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario)”

<sup>32</sup> Si tratta dell’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati

<sup>33</sup> A livello nazionale sono presenti diverse iniziative volte a supportare e promuovere l’applicazione omogenea e corretta della disciplina sull’informativa non finanziaria, anche tenendo conto delle specificità di settore (a titolo esemplificativo si richiamano le Linee Guida ABI).

modalità di gestione dei principali rischi generati o subiti, connessi ai temi non finanziari.

### **1.3.2 Contenuto della DNF e standard di riferimento**

In merito al contenuto della DNF, gli ambiti tematici sono ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, alla diversity. In merito a tali temi, nella misura in cui essi risultino rilevanti tenendo conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa, la DNF deve contenere, (1) la descrizione del modello aziendale di gestione ed organizzazione delle attività dell'impresa, (2) le politiche adottate relativamente agli obiettivi perseguiti e alle modalità pianificate per il loro raggiungimento, (3) i principali rischi, generati o subiti, che derivano dall'attività dell'impresa, 4) le procedure di gestione del rischio e di rendicontazione delle informazioni non finanziarie, anche mediante l'utilizzo di indicatori di performance. A titolo esemplificativo gli aspetti da includere nella DNF possono essere i seguenti:

- (1) *Aspetti ambientali*: utilizzo di risorse energetiche, distinguendo fra quelle prodotte da fonti rinnovabili e non rinnovabili, impiego di risorse idriche, emissioni di gas a effetto serra e emissioni inquinanti in atmosfera;
- (2) *Aspetti sociali*: impatto attuale e prevedibile su ambiente, salute e sicurezza; gestione delle relazioni con le comunità, i clienti e i fornitori e principali iniziative e progetti svolti;
- (3) *Aspetti attinenti al personale*: aspetti sociali incluse le azioni poste in essere per garantire la parità di genere, le misure volte ad attuare le convenzioni di organizzazioni internazionali e sovranazionali in materia e le modalità con cui è realizzato il dialogo con le parti sociali;
- (4) *Rispetto dei diritti umani*: misure adottate per prevenirne le violazioni, nonché azioni poste in essere per impedire atteggiamenti e azioni comunque discriminatori;
- (5) *Lotta alla corruzione*: lotta sia attiva che passiva, con indicazione degli strumenti a tal fine adottati;
- (6) *Diversity*: aspetti relativi alla gestione della diversità nel personale, comprese le azioni in essere per garantire la parità di genere.

La dichiarazione non finanziaria non si limita a fornire elenchi di indicatori di prestazioni su fattori di sostenibilità ma affianca le informazioni qualitative a quelle quantitative.

La direttiva, consentendo al mercato di valutare l'approccio delle imprese rispetto alla sostenibilità nel medio-lungo termine, ha indirizzato le imprese verso la realizzazione di numerose iniziative di sostenibilità e verso l'avviamento di percorsi di responsabilità sociale, contribuendo anche a una maggiore spinta per il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS). Inoltre le aziende devono definire, gestire e controllare i processi per la gestione dei rischi che, collocandosi su archi temporali più ampi rispetto ai piani industriali, potrebbero non essere tenuti adeguatamente in considerazione.

Nel valutare la rilevanza delle informazioni che l'impresa ritiene utile inserire all'interno della DNF si applica il principio di materialità. Occorrerà pertanto prendere in considerazione diversi fattori, fra i quali: (1)

la *mission* aziendale, la strategia e i rischi principali dell'impresa; (2) le principali questioni settoriali<sup>34</sup> (3) gli interessi e le aspettative degli *stakeholder*; (4) l'impatto delle attività; (5) le politiche pubbliche e gli stimoli normativi. E' da rimarcare che, per volontà del legislatore, gli utilizzatori della DNF, che l'impresa è tenuta a identificare per rispettare il principio della "materialità", non sono soltanto gli azionisti o i creditori ma tutte le parti interessate a tali informazioni. In particolare, come precisato nella Comunicazione, sono inclusi, "tra gli altri: investitori, lavoratori, consumatori, fornitori, clienti, comunità locali, autorità pubbliche, gruppi vulnerabili, parti sociali e società civile". Di conseguenza, per meglio comprenderne gli interessi e le aspettative, risulta fondamentale sviluppare delle attività strutturate di coinvolgimento e di *engagement* degli *stakeholder* interni e esterni all'azienda. Un processo di coinvolgimento efficace dovrebbe tradursi in un piano di attività svolto secondo una metodologia strutturata, che preveda: la definizione di un piano di coinvolgimento pluriennale delle categorie rilevanti; la risposta alle aspettative emerse dal dialogo con gli *stakeholder*, tenendone conto nel processo decisionale; l'approfondimento dell'opinione degli *stakeholder* in riferimento alla rilevanza dei temi; l'utilizzo dell'attività di *engagement* come spunto per la definizione delle priorità strategiche per il business. <sup>[SEP]</sup> L'analisi di materialità può quindi essere vista come uno strumento strategico che le imprese utilizzano al fine di identificare le opportunità, i rischi e i trend in un'ottica di sostenibilità.

Peraltro, è da notare che, per svolgere un'efficace analisi di materialità non esiste un modello univoco; di conseguenza esiste una certa discrezionalità per le imprese che possono utilizzare diverse metodologie per valutare la significatività delle tematiche da rendicontare. A titolo esemplificativo, un'impresa la cui attività ha, sia in modo diretto che attraverso la propria catena di fornitura, ripercussioni sull'utilizzazione del suolo e sul cambiamento dell'ecosistema (come avviene, ad esempio, in caso di deforestazione), può ritenere opportuno comunicare le informazioni che ritiene necessarie in merito alla dovuta diligenza applicata. Un'impresa coinvolta nelle catene di fornitura di minerali provenienti da zone di conflitto e ad alto rischio può ritenere opportuno comunicare informazioni in merito alla dovuta diligenza applicata per garantire il rispetto dei diritti umani da parte di tale impresa e assicurare che la stessa non contribuisca al conflitto. Tuttavia, al fine di limitare la discrezionalità delle imprese è stabilito che esse dovranno applicare standard di rendicontazione, ossia "*standard e le linee guida emanati da autorevoli organismi sovranazionali, internazionali o nazionali, di natura pubblica o privata, funzionali, in tutto o in parte, ad adempiere agli obblighi di informativa non finanziaria previsti dal D.Lgs. 254/2016*". I modelli di riferimento per la rendicontazione delle "non financial information" riconosciuti a livello internazionale e richiamati dalla Direttiva sono: "il *Global Compact* delle Nazioni Unite, i Principi Guida su imprese e diritti umani delle Nazioni Unite (*Guiding Principles on Business and Human Rights*), gli orientamenti dell'OCSE per le imprese

---

<sup>34</sup> È probabile che, per imprese che operano nel medesimo settore o che condividono le catene di fornitura, siano rilevanti questioni molto simili; pertanto, aspetti già individuati da concorrenti, clienti o fornitori possono essere rilevanti per l'impresa.

multinazionali, la norma ISO 26000 dell'Organizzazione internazionale per la normazione, la dichiarazione tripartita di principi sulle imprese multinazionali e la politica sociale dell'Organizzazione internazionale del lavoro, i *Global Reporting Initiative (GRI)*, altri standard internazionali riconosciuti". È previsto inoltre, che, in alternativa, le aziende possano adottare una "metodologia autonoma di rendicontazione", data dalla combinazione di uno o più standard di rendicontazione, fra quelli suindicati, integrati da ulteriori criteri ed indicatori di prestazione autonomamente individuati. Tuttavia, in tal caso, l'azienda dovrà fornire una chiara ed articolata descrizione della metodologia autonoma di rendicontazione e le motivazioni per la sua adozione.

Lo *standard* di rendicontazione maggiormente adottato a livello internazionale e, come si vedrà di seguito, a livello nazionale è il Global Reporting Initiative 2016 (GRI)<sup>35</sup>. Questo sistema si compone di: (1) tre standard generali (o universali) *Foundation* (GRI 101), *General Disclosure Standard* (GRI 102), *Management Approach* (GRI 103); tre set di standard specifici (o *Topic-specific Standards*) riguardanti le tre dimensioni fondamentali d'impatto: economico, ambientale, sociale. Gli *standard* universali forniscono all'impresa una guida pratica che indica come strutturare la propria DNF e quali principi base seguire, tra cui il principio cardine della materialità. In particolare, GRI 101 (*Foundation*) contiene i dieci principi di rendicontazione e i requisiti fondamentali per la stesura del report. Mediante l'applicazione di tali principi è possibile identificare gli aspetti della propria attività che impattano più significativamente, sia in termini positivi che negativi, sul business e sugli stakeholder. Il GRI 102 (*General Disclosure*) spiega come riportare le informazioni di contesto, tra cui il profilo, la strategia, la *governance* e lo *stakeholder engagement*. Infine il *GRI 103 (Management Approach)*, viene utilizzato per spiegare come l'azienda gestisce gli aspetti considerati rilevanti a livello operativo. Successivamente, a partire dai risultati ottenuti dall'analisi di materialità, l'azienda dovrà selezionare, fra i set di standard specifici, quelli più adatti a rappresentare e misurare gli impatti indentificati come maggiormente rilevanti. Una caratteristica rilevante di questo sistema, consiste, inoltre, nella possibilità da parte delle aziende di esercitare l'opzione "*reason for omission*", ovvero di non rendicontare alcune specifiche informazioni. Questo è ovviamente possibile solo se l'azienda specifica all'esterno le ragioni dell'omissione, che sono comprese all'interno di specifici casi eccezionali, quali: informazione non disponibile, richiesta non applicabile, confidenzialità e divieto di legge.

Ciascuna azienda, nella stesura della propria DNF, sceglie a che livello applicare i GRI Standards, rispetto a tre diverse possibili soluzioni:

- (1) GRI "*in accordance Core*": in cui l'azienda ha un set di informazioni di profilo obbligatorie, oltre a dover rendicontare almeno un indicatore per ciascun aspetto materiale;
- (2) GRI "*in accordance Comprehensive*": dove le informazioni di profilo organizzativo obbligatorie sono sensibilmente maggiori soprattutto rispetto alla *governance*, e devono essere rendicontati tutti i

---

<sup>35</sup> La *Global Reporting Initiative* è un'organizzazione senza scopo di lucro nata con l'obiettivo di affiancare il settore pubblico e il settore privato nel comprendere, misurare e comunicare l'impatto che una qualsiasi attività può avere sulle dimensioni della sostenibilità (economica, ambientale e sociale).

KPI previsti dagli standard risultati rilevanti per l'azienda;

- (3) *GRI Referenced Claim*: dove le aziende possono selezionare alcuni *standard* di set specifici (ad esempio solo la formazione), purché nella DNF sia specificato che si tratta di una dichiarazione “*GRI Referenced*” e non “*in accordance*”.

### **1.3.3 Compiti dell'organo di amministrazione e degli organi di controllo in materia di DNF**

Gli amministratori dei soggetti tenuti all'obbligo di redazione della DNF hanno la responsabilità di garantire che la stessa sia redatta e pubblicata in conformità a quanto previsto dal D. Lgs 254/2016. Alla luce di tale disposizione, come precisato anche da Assonime nella propria Circolare n. 13 del 12 giugno 2017, risulta evidente che la DNF “*è un atto che rientra nell'esclusiva competenza degli amministratori che ne assumono la paternità e ne rispondono in termini di responsabilità*”. Di conseguenza agli amministratori è attribuito anche il compito di definire assetti organizzativi adeguati al raggiungimento degli obiettivi strategici perseguiti dalla società in campo socio-ambientale e di strutturare un sistema di controllo interno che consenta l'efficace individuazione e gestione dei rischi rilevanti per l'impresa a fronte degli obiettivi individuati, nonché la raccolta delle informazioni di carattere non finanziario destinate a confluire nella DNF. Con riguardo alle modalità di pubblicazione, l'art. 5 del decreto prevede che la dichiarazione non finanziaria, individuale o consolidata, possa essere: contenuta in una relazione distinta, fermo restando l'obbligo di contrassegnarla comunque con la dicitura di “dichiarazione di carattere non finanziario” o inserita in una specifica sezione della relazione sulla gestione, espressamente «contrassegnata» in tal senso.

La normativa su indicata prevede inoltre la vigilanza da parte dell'organo di controllo interno sull'osservanza delle disposizioni stabilite dal decreto nonché la verifica, da parte di un revisore esterno incaricato, di conformità delle informazioni rispetto a quanto stabilito dalla normativa e dallo standard utilizzato come riferimento per la loro rendicontazione.

### **1.3.4 Tendenze in atto sulla rendicontazione delle informazioni non finanziarie**

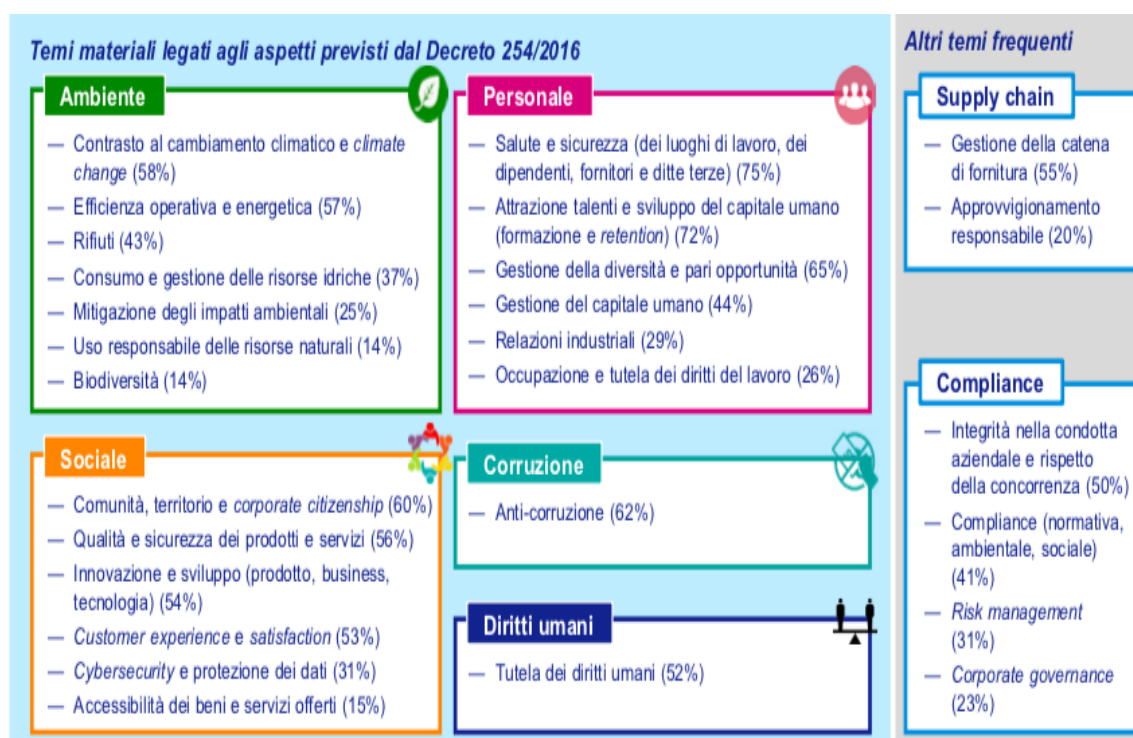
Al fine di analizzare le principali tendenze sulla rendicontazione da parte delle imprese, KPMG ha condotto nel 2018<sup>36</sup> un sondaggio a livello nazionale in merito alle performance di sostenibilità. L'analisi prende in considerazione 205 società che hanno predisposto dichiarazioni non finanziarie e che appartengono ai settori finanziario, industriale, dei beni di consumo e dei servizi pubblici.

Secondo quanto riflesso nella *survey*, le tematiche che le imprese, in base alla frequenza di inclusione nelle dichiarazioni non finanziarie, hanno indentificato come maggiormente rilevanti sono: salute e sicurezza (75%), sviluppo del capitale umano (72%), promozione della diversità (65%), anticorruzione (62%), rapporti con la comunità (60%), cambiamento climatico (58%), efficienza energetica (57%), tutela dei diritti umani

---

<sup>36</sup> Kpmg, “Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità”.

(52%) e gestione dei rifiuti (43%). Viene data poca rilevanza agli aspetti connessi all'uso responsabile delle risorse naturali e alla biodiversità.



Fonte: KPMG, 2018: “Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità”

Il 100% del campione ha dichiarato di utilizzare i GRI quale framework di riferimento per la predisposizione della DNF.

## CAPITOLO 2: LA FINANZA SOSTENIBILE

### 2.1 PRODOTTI FINANZIARI ESG E STRATEGIE DI INVESTIMENTO SRI

Il trend di sviluppo dei temi di sostenibilità d'impresa ha determinato una importante crescita degli investimenti finanziari sostenibili e responsabili, ossia di investimenti che incorporano i fattori ambientali, sociali e di governance (fattori ESG). In particolare negli ultimi decenni si è assistito ad una importante aumento dell'offerta di prodotti finanziari ESG per soddisfare l'interesse e la crescente domanda di tali prodotti sia da parte di investitori istituzionali che di investitori privati. La finanza sostenibile si è quindi via via imposta, modificandosi da un modo di fare "finanza di nicchia" ad un vero e proprio comparto fondamentale del mercato finanziario.

In realtà i primi investimenti finanziari sostenibili trovano origine negli Stati Uniti già nel 1928 con la nascita del primo fondo di investimento "etico", il *Pioneer Fund*, a cui hanno via via fatto seguito fondi di investimento di organizzazioni (religiose, studentesche, etc.) che escludevano dai loro investimenti imprese operanti in determinati settori (alcol, tabacchi, armi, etc); interessante a riguardo è stato il *Pax World Fund*, costituito nel 1971 per dare una risposta agli investitori che non volevano investire in imprese che finanziassero la guerra in Vietnam.

Un altro passaggio assai importante nella evoluzione della finanza sostenibile è collegato con il regime dell'Apartheid del Sudafrica, e alle convinzioni del Reverendo Sullivan, il primo afroamericano che entrò nel Consiglio di Amministrazione della General Motors, all'epoca la più importante azienda multinazionale operante in Sudafrica. Sullivan elaborò un vero e proprio codice di condotta per le imprese operanti in Sudafrica, ancora oggi conosciuti come i *Principi di Sullivan*<sup>37</sup>, che hanno profondamente inciso sui comportamenti delle imprese rispetto al tema della segregazione razziale. Qui di seguito si riportano i principi di Sullivan:

1. *Non-segregation of the races in all eating, comfort, and work facilities.*
2. *Equal and fair employment practices for all employees.*
3. *Equal pay for all employees doing equal or comparable work for the same period of time.*
4. *Initiation of and development of training programs that will prepare, in substantial numbers, blacks and other non-whites for supervisory, administrative, clerical, and technical jobs.*
5. *Increasing the number of blacks and other non-whites in management and supervisory positions*

---

<sup>37</sup> Per un'analisi più completa dell'opera di Sullivan si rinvia al testo: Sullivan, L. H., *Moving Mountains: The Principles and Purposes of Leon Sullivan*, Judson Press, 1999

6. *Improving the quality of life for blacks and other non-whites outside the work environment in such areas as housing, transportation, school, recreation, and health facilities.*

7. *Working to eliminate laws and customs that impede social, economic, and political justice. (added in 1984)*

La grande novità introdotta da Sullivan, attraverso i propri principi, è stata quella del passaggio dalle politiche di investimento che utilizzano criteri di esclusione (*screening negativo*) per indirizzare i propri valori negli investimenti, a una vera politica attiva, che stimola l'azione stessa delle imprese verso comportamenti etici e sostenibili; si potrebbe quindi dire che l'azione di Sullivan è stato il primo caso di *politica di engagement*. Un ulteriore salto, che ci avvicina all'attualità, è dovuto all'opera dello stesso Sullivan, che nel 1999 ha definito un nuovo codice di comportamento, noto proprio come *Global Sullivan Principles*, sottoscritto dal Segretario Generale delle Nazioni Unite Kofi Annan, non più focalizzato alle imprese operanti in Sudafrica sul tema dell'Apartheid, ma che si estende in modo generale a tutte le imprese sui temi *dei diritti umani e della giustizia sociale*. Di seguito si elencano i *Global Sullivan Principles*, considerati un vero e proprio manifesto della sostenibilità di impresa:

1. *Express our support for universal human rights and, particularly, those of our employees, the communities within which we operate, and parties with whom we do business*
2. *Promote equal opportunity for our employees at all levels of the company with respect to issues such as color, race, gender, age, ethnicity or religious beliefs, and operate without unacceptable worker treatment such as the exploitation of children, physical punishment, female abuse, involuntary servitude, or other forms of abuse*
3. *Respect our employees' voluntary freedom of association*
4. *Compensate our employees to enable them to meet at least their basic needs and provide the opportunity to improve their skill and capability in order to raise <sup>[1]</sup>their social and economic opportunities*
5. *Provide a safe and healthy workplace; protect human health and the environment; and promote sustainable development*
6. *Promote fair competition including respect for intellectual and other property rights, and not offer, pay or accept bribes*
7. *Work with government and communities in which we do business to improve the quality of life in those communities - their educational, cultural, economic and social well-being - and seek to provide training and opportunities for workers from disadvantaged backgrounds*



## 8. *Promote the application of these principles by those with whom we do business*

Gli inizi degli anni 90, anche a seguito dei disastri ambientali del periodo (Chernobyl del 1986, petroliera Exxon in Alaska del 1989) hanno segnato infine la svolta verso i temi *ambientali e sull'uso responsabile delle risorse*, fino ad allora ignorati, determinando quindi lo sviluppo dell'investimento sostenibile e responsabile (abbreviato con l'acronimo SRI, Sustainable and Responsible Investment), così come conosciuto oggi anche in Europa, cioè come un processo di investimento che combina gli obiettivi finanziari degli investitori con i loro interessi circa i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG); i fattori ESG vengono incorporati nelle decisioni di investimento al fine di migliorare la gestione del rischio e generare un guadagno sostenibile e di lungo termine.

Il percorso degli investimenti ESG, si arricchisce ulteriormente nel 2005, proprio su iniziativa del segretario generale delle Nazioni Unite, Kofi Annan, che ha coinvolto direttamente i vertici delle principali istituzioni finanziarie globali in un progetto del *UN Global Compact*<sup>38</sup> con il supporto della International Finance Corporation (IFC) con la finalità di promuovere i principi ESG nel mercato finanziario.

Ad oggi l'associazione delle Nazioni Unite che ha l'obiettivo di promuovere i principi degli investimenti responsabili da parte di imprese e investitori, *Principles for Responsible Investing (PRI)*<sup>39</sup> coinvolge oltre 1700 soci, che rappresentano oltre 70.000 miliardi di patrimonio gestito.

La crescita degli investimenti SRI è stata continua, negli ultimi dati disponibili del GSIA (*Global Sustainable Investment Alliance*)<sup>40</sup> nel biennio 2014-2016 la crescita è stata del 25%, raggiungendo un ammontare di circa 23 miliardi di dollari.

---

<sup>38</sup> Per maggiori informazioni si consulti il sito: <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/participants>

<sup>39</sup> Si tratta di un set di sei principi a lungo termine che forniscono standard globali relativi all'investimento responsabile incorporando i parametri ESG. In particolare, l'adesione agli UNIPRI, comporta il rispetto e l'applicazione dei seguenti principi:

1. Integrazione di fattori ambientali, sociali e di governance nell'analisi degli investimenti e nei processi decisionali;
2. Inclusione di fattori ambientali, sociali e di governance nella politica di azionariato attivo.
3. Richiesta alle società in cui si investe di un'appropriata divulgazione di notizie che le riguardano inerenti i fattori ambientali, sociali e di governance.
4. Promozione, accettazione e implementazione dei Principi nella comunità degli investitori.
5. Collaborazione con la comunità finanziaria per migliorare l'efficacia nell'implementazione dei Principi.
6. Divulgazione al pubblico delle relazioni su attività e progressi della SGR nell'applicazione dei Principi.

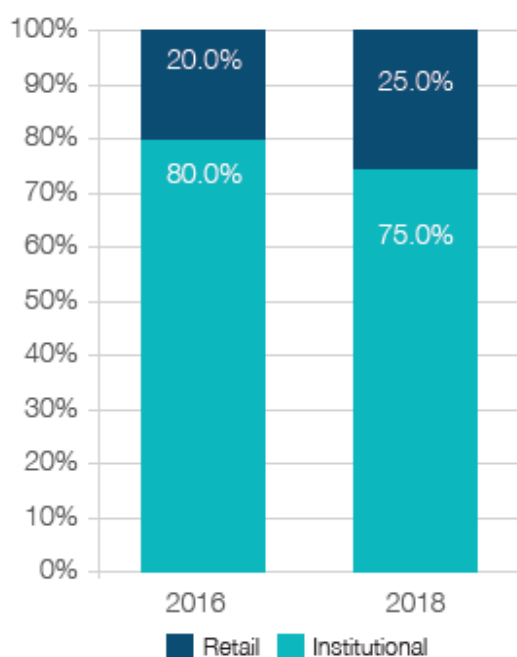
<sup>40</sup> Per ulteriori informazioni, si rimanda al sito: <http://www.gsi-alliance.org/aboutus/>

Area	2014	2016	Crescita nel periodo\$	Tasso di crescita annuale composto
Europa	\$ 10.775	\$ 12.040	11,7%	5,7%
Stati Uniti	\$ 6.572	\$ 8.723	32,7%	15,2%
Canada	\$ 729	\$ 1.086	49,0%	22,0%
Australia/ Nuova Zelanda	\$ 148	\$ 516	247,5%	86,4%
Asia escluso Giappone	\$ 45	\$ 52	15,7%	7,6%
Giappone	\$ 7	\$ 474	6.689,6%	724,0%
<b>Totale</b>	<b>\$ 18.276</b>	<b>\$ 22.890</b>	<b>25,2%</b>	<b>11,9%</b>

Fonte: Global Sustainable Investment Review, 2016

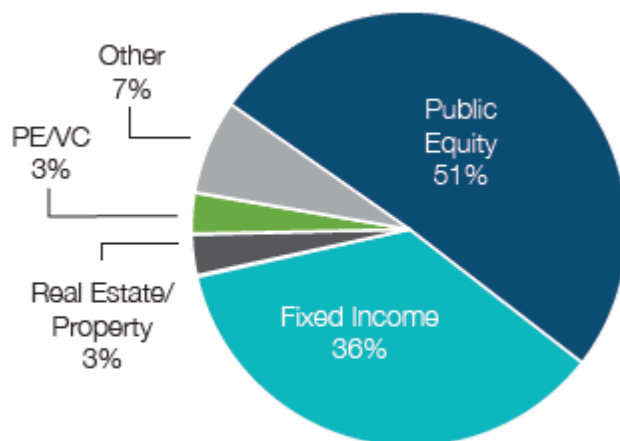
In termini percentuali gli investimenti SRI rispetto al totale asset gestiti si collocano, a fine 2016, intorno al 26% su scala globale; da evidenziare che in Europa la percentuale degli investimenti SRI raggiunge il 52,6 % delle attività totali gestite.

Il mercato globale SRI è fortemente caratterizzato dagli investitori istituzionali, sebbene la componente retail tende ad aumentare negli ultimi anni:



Fonte: Global Sustainable Investment Review, 2018

In termini di composizione di strumenti, le azioni quotate rappresentano oltre il 50% del totale investito in strumenti SRI:



Fonte: Global Sustainable Investment Review, 2018

Analizzando specificatamente i fondi SRI autorizzati alla distribuzione in Italia, emerge che la crescita negli ultimi anni è stata significativa ed ha riguardato tutte le tipologie di fondi. A dicembre 2011 il patrimonio dei fondi SRI ammontava a circa 17 miliardi di euro, a marzo 2018 a circa 72 miliardi di euro, per oltre 200 fondi SRI, in prevalenza azionari (60% in termini di numero e 65% in termini di patrimonio gestito). Con riferimento alla dimensione dei fondi, sempre distribuiti in Italia, emerge una prevalenza di prodotti con ammontare contenuto: il 41% dei fondi ha un patrimonio inferiore ai 100 milioni di euro, il 23 tra 100 e 250 mln di euro, il 16% tra 250 e 500 e solo il 19 % oltre 500 milioni di euro.

Il 40% dell'offerta dei fondi azionari SRI in termini di patrimonio (pari a circa 19 miliardi di euro) risulta specializzato su uno o più temi di investimento. Il tema d'investimento su cui sono focalizzati più fondi è l'acqua, seguito dalle energie rinnovabili, il cambiamento climatico e l'agricoltura sostenibile.

A livello geografico, dei fondi azionari:

- (a) 81 fondi (con patrimonio di 23,5 mld di dollari) investono a livello globale,
- (b) 35 fondi (con patrimonio di 9,6 miliardi di dollari) sono focalizzati sull'Europa;
- (c) 18 investono 8,5 miliardi di euro in paesi emergenti;
- (d) 4 fondi per 1 mld di euro complessivo sono focalizzati sul mercato asiatico;
- (e) 5 fondi per complessivi 385 milioni di euro sugli Stati Uniti.

Con riferimento ai fondi obbligazionari, a livello geografico, in termini di patrimonio gestito emerge una maggioranza di fondi specializzati sull'Europa (11 mld di euro vs 6 mld di fondi globali) mentre è limitata l'offerta di fondi SRI obbligazionari su paesi emergenti; a livello settoriale la maggior parte dei fondi SRI è focalizzata in corporate bond (9 mld), seguiti dai fondi diversificati titoli di Stato/corporate (4,8 mld) e dai fondi specializzati in obbligazioni governative (3 miliardi di euro). Circa 15 fondi SRI per circa 2 miliardi di euro investono esclusivamente in green bonds mentre solo 2 prodotti per 455 mln di euro investono in obbligazioni.

Un modo interessante per analizzare gli investimenti SRI, è sulla base delle *tipologie di strategia di investimento sostenibile*.

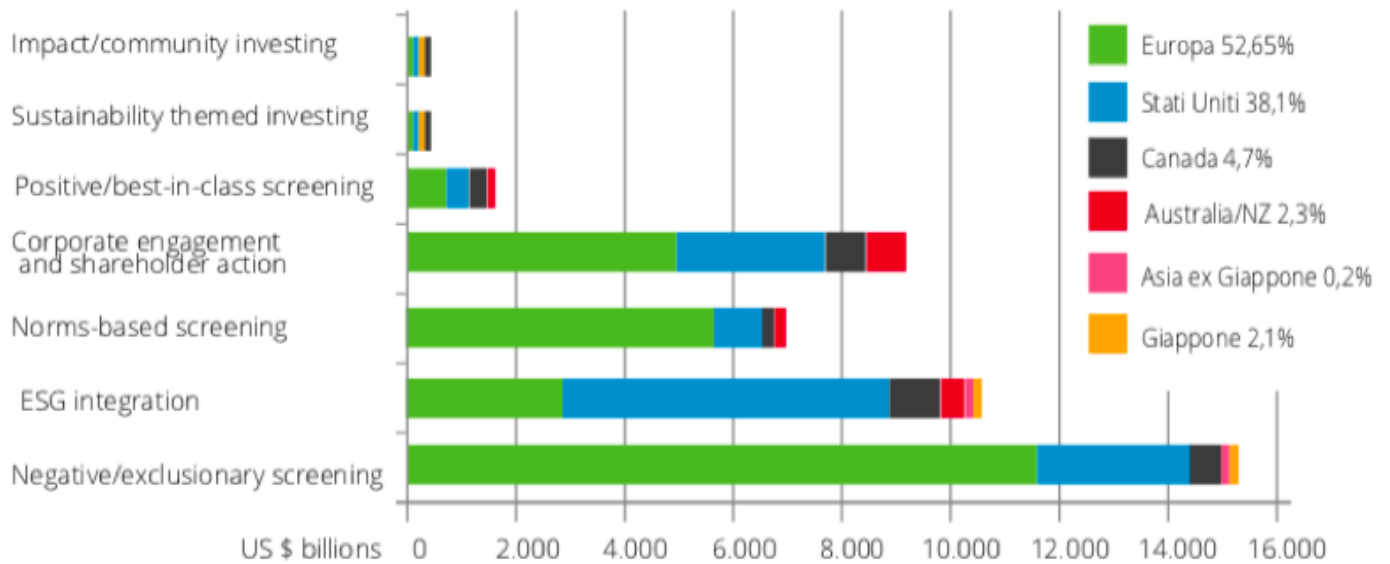
In particolare il GSIA identifica 7 diverse strategie di investimento SRI:

1. *Negative/exclusionary screening*, che consiste nell'escludere dagli investimenti in alcune compagnie che operano in settori "controversi" (armi, tabacco, giochi, ecc); l'esclusione può basarsi sui fattori ESG e presuppone una valutazione quantitativa della quota parte dei profitti della compagnia generata dai prodotti/servizi "esclusi" rispetto al totale;
2. *Norms based screening*, che seleziona le compagnie su cui investire in base alla loro adesione a norme internazionalmente riconosciute in tema di protezione ambientale, diritti umani, standard di lavoro, norme anticorruzione, ecc. In tale ambito le norme di riferimento sono spesso le linee guida dell'OECD<sup>41</sup> o le linee guida del progetto UN Global Compact;
3. *Positive/best in class screening*, in questo caso si parla di screening positivo, che orienta le strategie di investimento verso le imprese che si dimostrano "*leader*" in termini di impegno ESG in un determinato settore di riferimento;
4. *ESG integration*, è la strategia in cui i fattori ESG sono integrati nelle decisioni di investimento al pari dei parametri tradizionali di rischio/rendimento;
5. *Sustainability Themed*, ovvero quando l'investimento si concentra su specifici temi ESG; ad esempio su imprese che operano nel settore di risorse idriche, in ambito di efficienza energetica, in ambito del trasporto sostenibile, ecc.
6. *Corporate engagement*, è la strategia di investimento in cui l'investitore promuove un dialogo "attivo", anche attraverso l'esercizio del voto assembleare per indirizzare le imprese verso i fattori ESG; è sicuramente la forma più incisiva in quanto mette in una dinamica diretta il rapporto tra investitore ed impresa;
7. *Impact investing*, strategia di investimento che porta a finanziare progetti specifici in cui accanto al ritorno "finanziario" sono prefissati obiettivi in termini di "benefici" per la società in generale o su un contesto territoriale di riferimento.

Analizzando la diffusione delle strategie di investimento SRI in Europa, si evidenzia che la più diffusa è quella dell'esclusione, seguita dallo screening basato su norme, dall'engagement attivo, dall'integrazione ESG e a seguire dalla altre.

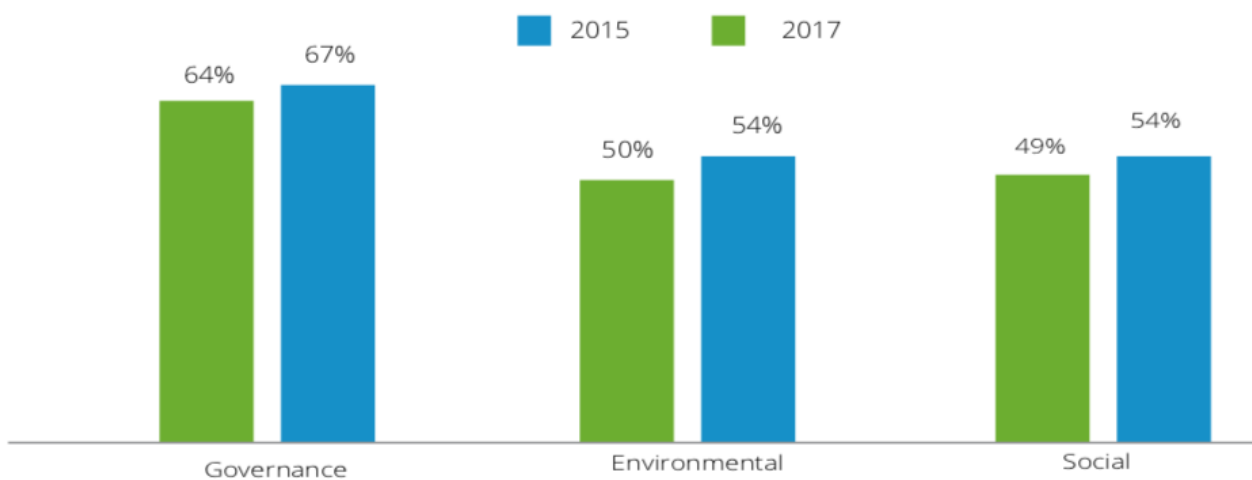
---

<sup>41</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development



Fonte: Global Sustainable Investment Review, 2016

In termini di crescita nel tempo si evidenzia che negli ultimi anni i tassi di crescita maggiori riguardano *l'impact investing* e la *ESG integration*. In particolare, i sondaggi del CFA Institute<sup>42</sup> del 2015 e del 2017 evidenziano un numero crescente di investitori che considera i fattori ESG nel proprio processo di investimento; il trend di crescita riguarda ciascuno dei fattori ESG.



Fonte: CFA Institute, Environmental, Social and Governance (ESG) SURVEY 2017

Infine risultano sempre più diffuse pratiche di investimento *“multi-strategy”* che combinano nel programma di investimento dei fondi più tipologie di strategie tra quelle indicate dalla GSIA. Tutto questo rende naturalmente più complesso il processo di selezione di un fondo ESG da parte di un investitore che si propone evidentemente di valutare la compatibilità tra le strategie di investimento del fondo ed i propri obiettivi ESG.

<sup>42</sup> un'organizzazione globale per i professionisti dell'*investment management*, vedi: <https://www.cfainstitute.org/en>

## 2.2 LA MISURAZIONE DEI FATTORI ESG IN AMBITO FINANZIARIO: INDICI DI SOSTENIBILITÀ E RATING

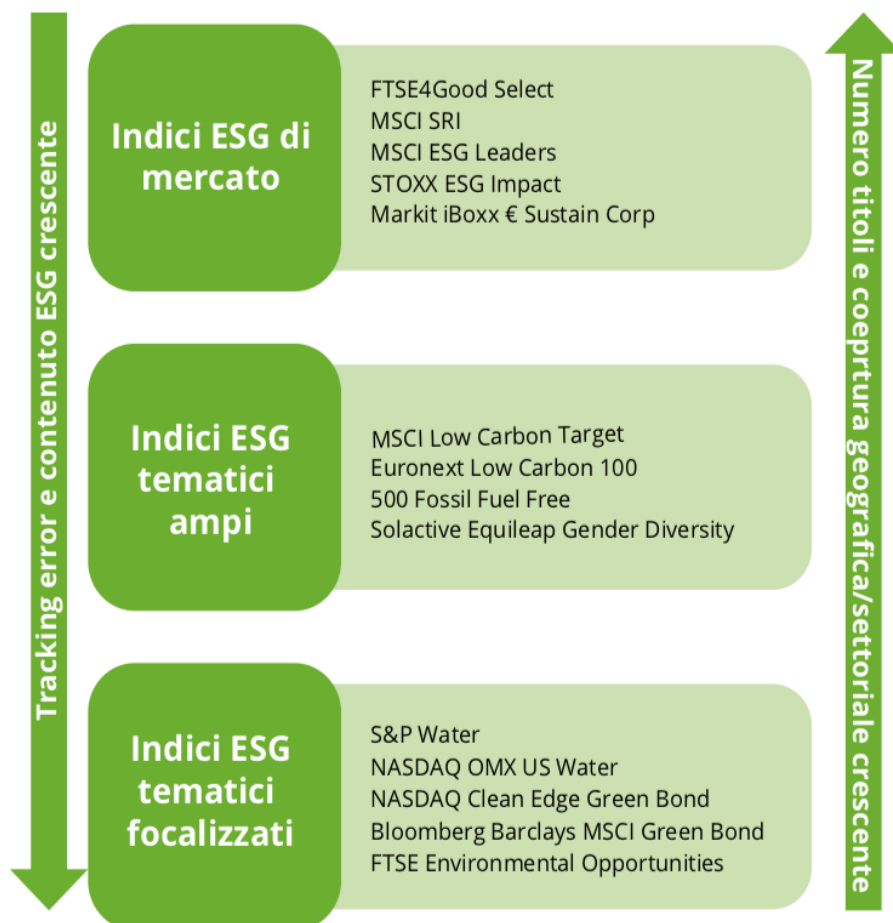
Per i fondi ESG l'*indice di riferimento* è quindi un elemento importante per poter individuare il contesto geografico, settoriale e delle imprese che rientrano nelle strategie di investimento del fondo; l'indice ESG di riferimento benchè non sia evidentemente un'analisi esaustiva di un prodotto può assumere un valido valore segnaletico e contribuire a valutare le caratteristiche del fondo ESG.

Gli indici di sostenibilità non sono altro che dei normali indici costruiti seguendo non solo criteri finanziari ma incorporando anche i noti fattori ESG; in particolare nell'indice di sostenibilità ciò che cambia rispetto ad un corrispondente indice tradizionale è la definizione di universo investibile formato dai titoli che rispettano determinati criteri e caratteristiche ESG. In generale gli indici ESG sono tipicamente generati "filtrando" gli indici tradizionali in base ai criteri di sostenibilità definiti dal provider dell'indice.

In particolare, al pari di quanto avviene per gli indici tradizionali, anche in ambito ESG tra le funzioni principali svolte dall'indice vi è quella di misurare i risultati del gestore, confrontando il rendimento del fondo e quelli dell'indice nel medesimo periodo di tempo (*tracking error*); al tempo stesso è possibile anche constatare che, in caso di un livello ridotto di *tracking error* tra un fondo ESG e il proprio indice di riferimento, il fondo presenterà evidentemente molti titoli che sono presenti nell'indice stesso.

Gli indici ESG presenti sul mercato possono essere distinti in indici di mercato, ad esempio lo STOXX ESG, che sono normalmente composti da un'ampia gamma di titoli, ed indici tematici che raggruppano specifici temi ESG e sono quindi concentrati su un numero più limitato di titoli in ambito, ad esempio S&P Global Water index.

Normalmente gli indici ESG di mercato presentano un *tracking error* più basso rispetto ai rispettivi indici tradizionali di partenza; mentre gli indici ESG tematici presentano titoli con un minor livello di diversificazione settoriale e geografica.



Fonte: Morningstar

In alcuni casi gli indici ESG tendono ad ottimizzare alcune componenti specifiche dei fattori ESG enfatizzandone il peso rispetto all'indice tradizionale di partenza; ad esempio l'indice *MSCI World Women Leadership* include le imprese dell'indice MSCI World particolarmente attente a valorizzare il ruolo delle donne nella leadership aziendale (componente S dei fattori ESG).

Più in generale gli indici ESG in base alla modalità di selezione dei titoli possono essere classificati in tre tipologie principali: *indici per esclusione*, che escludono settori e attività economiche che non sono compatibili con i criteri ESG; *indici per inclusione* che comprendono le imprese ritenute le più sostenibili in determinati settori/ aree di attività; *indici per sotto/sovrappeso*, che partendo dai relativi indici tradizionali danno un peso maggiore/minore alle imprese presenti nell'indice che hanno un più elevato giudizio/inferiore valore in termini di sostenibilità.

Nella tabella sono indicati i principali indici ESG di riferimento con indicazione del *provider* che li gestisce:

Provider	Indici o Famiglie di Indici
Calvert	The Calvert Social Index
CRD Analytics	Global Sustainability Index, Cleantech 100, Life Sciences
Domini	Domini 400 Social Index
ECPI	ECPI Indices
FTSE	FTSE4Good Index Series
EthiFinance	Gaia Index
Maplecroft	Climate Innovation Indexes
MSCI	MSCI ESG Indexes and Barclays MSCI (Fixed Income Indices)
Oekom Research	Global Challenges Index
OWW	Responsibility Malaysia SRI Index, Responsibility Singapore SRI Index
RobecoSAM	DJSI
Sustainalytics	Jantzi Social Index, STOXX Global ESG Leaders Indices
Vigeo	ASPI Eurozone, Ethibel Sustainability Index, Euronext Vigeo
Thomson Reuters	Thomson Reuters Index

Un aspetto fondamentale che rileva nella definizione degli indici di sostenibilità è la metodologia di analisi, classificazione e misurazione delle variabili ESG. In tale contesto, il ruolo delle agenzie di rating ESG risulta determinante. Si tratta in realtà di poche agenzie specializzate che forniscono direttamente il servizio al provider dell'indice ovvero in modo indipendente.

Un studio abbastanza completo sulle metodologie di analisi delle agenzie di rating ESG è quello di *Novethic Research*<sup>43</sup> del 2014 che mette a confronto diversi approcci metodologici, fonti informative utilizzate, modalità di analisi dei dati e livello di *disclosure* fornito.

Tra le metodologie più diffuse menzioniamo quella utilizzata da *RobecoSAM*<sup>44</sup> che è alla base della costruzione degli indici Dow Jones Sustainability. Caratteristica principale della metodologia RobecoSAM è quella di utilizzare dati forniti direttamente dalle imprese valutate attraverso la compilazione su base periodica di un questionario di Corporate Sustainability Assessment; il questionario è differenziato per settore di attività.

<sup>43</sup> Per approfondimenti sulla ricerca, si consulti il sito: <https://www.novethic.com/about-us.html>

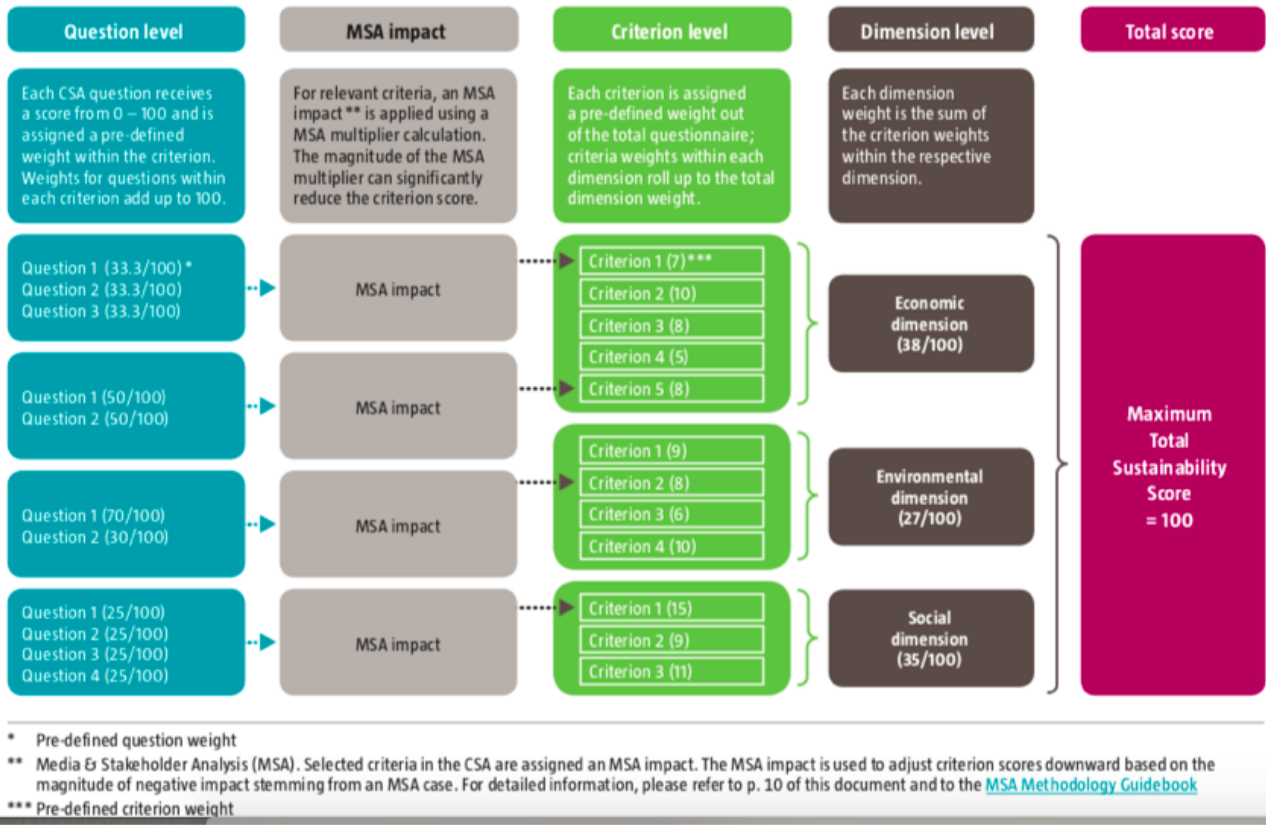
<sup>44</sup> Fondata nel 1995, RobecoSAM è una società di gestione patrimoniale che opera esclusivamente nell'universo degli investimenti sostenibili. Offre servizi di gestione patrimoniale, elaborazione indici, analisi dell'impatto e degli investimenti, valutazioni di sostenibilità e servizi di benchmarking. Website: <http://engagiert.robecosam.com/azienda-robecosam.html>



Attualmente la metodologia si articola in oltre 60 settori differenti con una copertura totale di circa 3400 grandi compagnie quotate a livello mondiale.

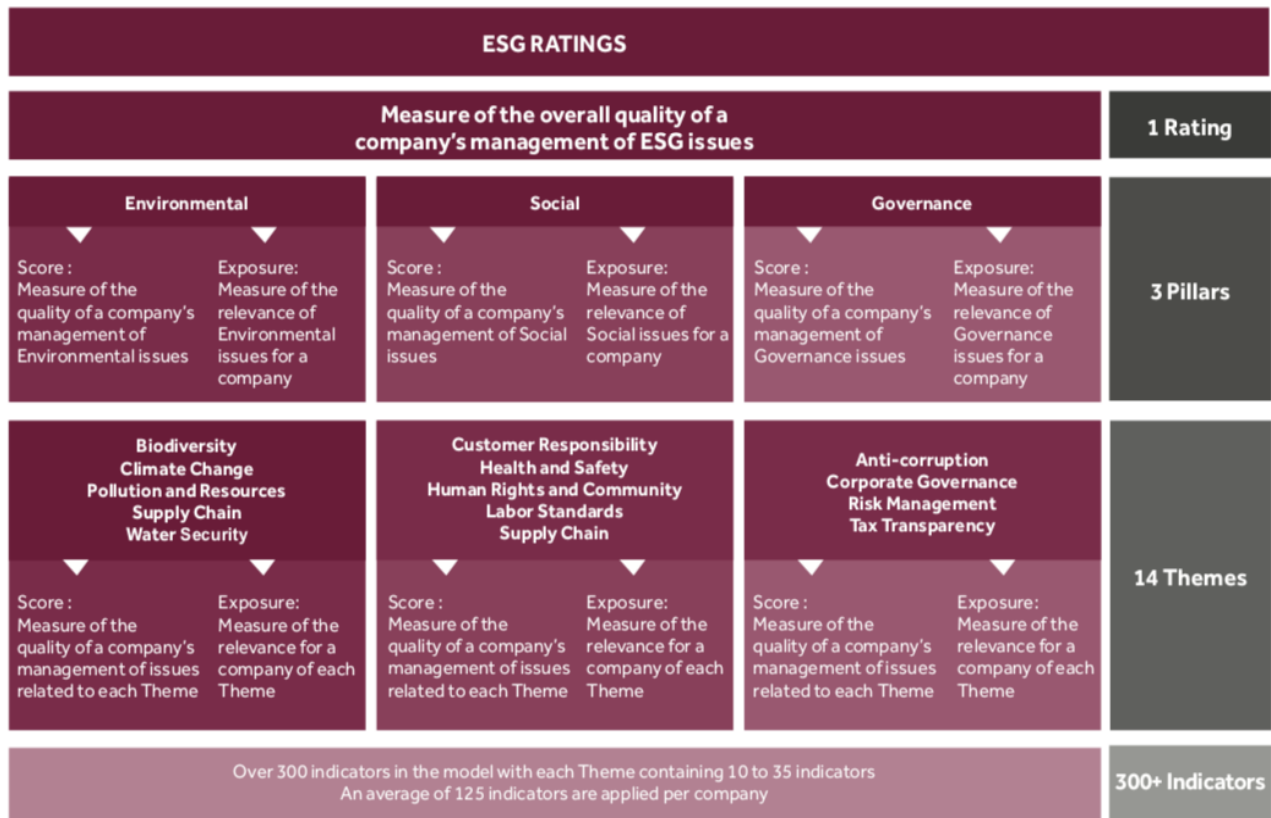
Le aziende di ciascun settore con le più elevate *performance* ESG entrano nella composizione degli Dow Jones Sustainability Indices.

Nella figura che segue, si descrive la struttura del processo di Corporate Sustainability Assessment di RobecoSAM:



Nella metodologia seguita da FTSE Russell, che supporta la creazione degli indici *FTSE4 Good Index*, vengono invece utilizzate esclusivamente fonti informative pubbliche delle diverse compagnie valutate; la metodologie di articola per ciascuno dei fattori ESG in ulteriori temi specifici (14 in tutto), ulteriormente divisi in specifici indicatori (oltre 300 in totale).

Nel seguito viene esemplificato il processo di rating ESG di FTSE Russell.

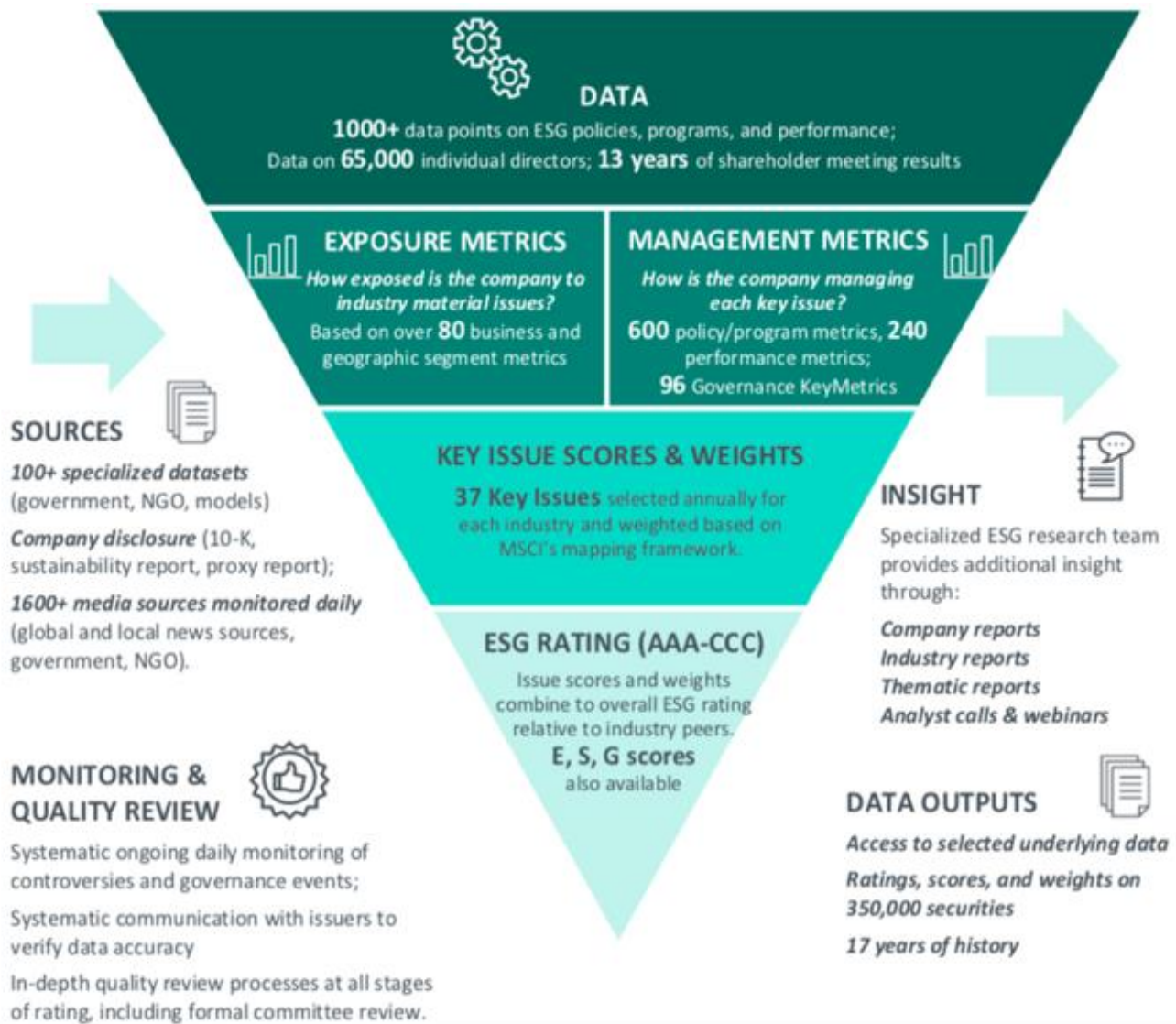


FTSE Russell è un fornitore leader di indici globali che crea e gestisce una vasta gamma di indici, dati e soluzioni analitiche per soddisfare le esigenze dei clienti in tutte le classi di investimento, lo stile e le strategie. Coprendo il 98% del mercato investibile, gli indici FTSE Russell offrono un quadro reale dei mercati globali, combinato con le conoscenze specialistiche acquisite dallo sviluppo di *benchmark* locali in tutto il mondo<sup>45</sup>. Un nucleo di principi universali guida la progettazione e la gestione dell'indice di FTSE Russell: la metodologia utilizzata è basata su regole ed è monitorata da comitati indipendenti dei principali partecipanti al mercato. FTSE Russell si concentra sull'innovazione dell'indice e sulla partnership con i clienti applicando i più elevati standard di settore e adottando i principi IOSCO. FTSE Russell è interamente controllata da London Stock Exchange Group.

La metodologia seguita nel processo di rating da *MSCI ESG Research* che supporta gli indici MSCI Global SRI utilizza una molteplicità di fonti informative sia divulgate direttamente dalle Compagnie attraverso report pubblici, sia ulteriori fonti interne o esterne di dominio dell'agenzia (data base pubblici, dati macroeconomici, dati settoriali, ecc.); in questo caso risulta anche differente l'articolazione dei fattori principali ESG declinati in 5 categorie (ambiente, clienti, diritti umani e comunità, diritti lavorativi e catena di fornitura, governance) e suddivisi in numerosi indicatori specifici.

Nella figura che segue viene rappresentato il framework e una overview del processo di rating di MSCI ESG Research:

<sup>45</sup> Per maggiori informazioni visita il website: <https://www.ftserussell.com>



La ricerca MSCI ESG Rating si propone di rispondere alle seguenti domande

- Delle esternalità negative generate dalle aziende di un settore, quali problemi potrebbero trasformarsi in costi imprevisti per le aziende nel medio-lungo termine?
- Viceversa, quali problemi di ESG che interessano un settore possono trasformarsi in opportunità per le imprese nel medio-lungo termine?

Più specificamente, il modello MSCI ESG Ratings cerca di rispondere a quattro domande chiave sulle aziende:

- Quali sono i rischi e le opportunità ESG più significativi per un'azienda e il suo settore?
- Quanto è esposta l'azienda a quei rischi e / o opportunità chiave?
- In che misura l'azienda gestisce i rischi e le opportunità principali?
- Qual è il quadro generale per l'azienda e in che modo si confronta con i suoi competitor del settore globale?

I rischi e le opportunità ambientali, sociali e di governance sono posti da tendenze su larga scala (ad esempio cambiamenti climatici, scarsità di risorse, cambiamenti demografici) nonché dalla natura delle operazioni della società. Le aziende nello stesso settore generalmente affrontano gli stessi rischi e opportunità, anche se l'esposizione individuale può variare. Un rischio è rilevante per un settore quando è probabile che le aziende di un dato settore debbano sostenere costi sostanziali in relazione ad esso (ad esempio: divieto normativo su

un input chimico chiave che richiede la riformulazione). Un'opportunità è importante per un settore quando è probabile che le aziende di un dato settore possano capitalizzarla per conseguire un profitto (ad esempio: opportunità nella tecnologia pulita per l'industria dell'illuminazione a LED). Il modello MSCI ESG Rating si concentra solo su questioni quantificate come materiali per ogni settore. La metodologia seguita da MSCI ESG identifica rischi e opportunità materiali per ogni settore attraverso un modello quantitativo che analizza le gamme e i valori medi per ogni settore per gli impatti esterni quali, ad esempio, intensità di carbonio, intensità dell'acqua e tassi di infortuni. Le aziende con modelli di business insoliti per il proprio settore potrebbero dover affrontare rischi o opportunità chiave in misura minore o aggiuntiva. Sono ammesse eccezioni specifiche delle aziende con modelli di business diversificati. Una volta identificati, questi problemi chiave vengono assegnati a ciascun settore e azienda.

Il *Morningstar Sustainability Rating*, introdotto a partire dal 2016, valuta il modo in cui le società inserite nel portafoglio di un fondo gestiscono i rischi e le opportunità legati ai fattori ESG e permette un confronto tra fondi analoghi o verso un benchmark in base ai criteri ESG. Sulla base dei dati relativi al rating ESG a livello di singola società, forniti da Sustainalytics<sup>46</sup>, leader mondiale nella ricerca ESG, Morningstar assegna il suo Sustainability Rating a tutti quei fondi per i quali almeno il 50% delle holding in portafoglio è coperto dai giudizi ESG. Il processo di assegnazione del rating da parte di Morningstar avviene in due fasi:

- 1) Calcolo del *Morningstar Portfolio Sustainability Score*. Tale punteggio è una media ponderata del rating ESG assegnato da Sustainalytics ai singoli titoli, al netto delle deduzioni fatte per tenere conto delle eventuali controversie nelle quali le società sono state coinvolte. Tale punteggio, che va da 0 a 100, assume diverso valore (in termini di performance relativa rispetto ai competitor) a seconda dell'industria di appartenenza. Ecco perché i rating ESG delle singole azioni vengono normalizzati e poi pesati in base all'incidenza del titolo all'interno del portafoglio.
- 2) Calcolo del *Morningstar Sustainability Rating*. Per ogni categoria i fondi vengono ordinati in cinque gruppi normalmente distribuiti in base al punteggio realizzato nel *Morningstar Portfolio Sustainability Score*. In questo modo i comparti che si collocano nel decimo percentile più alto ottengono il *Morningstar Sustainability Rating* massimo (pari a cinque globi), quattro per il successivo 22,5% dei fondi, tre e due globi rispettivamente per il 35% e il 22,5% di quelli che seguono e un globo per l'ultimo 10% in classifica.

---

<sup>46</sup> Per maggiori informazioni si consulti il sito: <https://www.sustainalytics.com>

## Il Metodo Di Calcolo



### Processo Di Assegnazione Del Rating

Distribution	Score	Descriptive Rank	Rating Icon
Highest 10%	5	High	
Next 22.5%	4	Above Average	
Next 35%	3	Average	
Next 22.5%	2	Below Average	
Lowest 10%	1	Low	

Morningstar usa principalmente due elementi propri della ricerca di Sustainalytics: il *Company ESG Rating* e il *Controversy Rating*. Sustainalytics copre più di 4.500 aziende a livello globale, assegnando ESG Rating sulla base della valutazione delle singole società all'interno del loro settore di appartenenza. Gli analisti di Sustainalytics utilizzano un mix di indicatori, diversi per ogni settore, in ognuna delle tre aree *Environmental* (ambiente), *Social* (sociale) e *Governance* (governo interno all'azienda). Sustainalytics copre più di 10.000 società con valutazioni relative alle controversie aziendali. Queste vengono raggruppate in base alla gravità con un punteggio che va da 1 (bassa gravità) a 5 (alta gravità) e sono accompagnate da una valutazione prospettica che indica se la situazione è destinata a migliorare o a peggiorare.

Recentemente nel *Morningstar Sustainability Rating*, è stata annunciata una importante evoluzione metodologica; i nuovi rating, che saranno operativi dal 31 ottobre 2019, permetteranno di valutare i fattori ESG in ottica di risk management, determinando in particolare la parte di ESG Risk “non gestito” della compagnia, ossia quello che si ottiene deducendo dall'esposizione totale ai rischi ESG la quota che l'azienda sta effettivamente gestendo.

Dalla breve disamina delle diverse metodologie di rating ESG emergono con evidenza notevoli diversità di approccio in termini di metodologie, tipologie di dati utilizzati, grado di disclosure sul processo di rating, ecc.



Peraltro le diversità si accentuano ulteriormente se si approfondiscono gli specifici indicatori di materialità ESG a loro volta articolati in più categorie di *Key Performance Indicators* (KPIs) sia qualitativi che quantitativi.

Esistono, attualmente, una moltitudine di elenchi di indicatori ESG elaborati da numerose associazioni di settore, articolati in molteplici sottocategorie di KPI, a loro volta misurabili secondo modalità molto diverse.

La ricerca *Rate the Raters* 2018 lanciata nel maggio 2010 da SustainAbility<sup>47</sup> e realizzata per influenzare e migliorare la qualità e la trasparenza dei rating di sostenibilità aziendale, elenca alcuni temi emersi da interviste a clienti, professionisti della sostenibilità, investitori, analisti e rappresentanti delle agenzie di rating, i quali hanno delineato vantaggi e svantaggi riscontrabili dalle aziende che compilano gli assessment degli indici etici. Tra i principali vantaggi di tali indicatori, troviamo la capacità di migliorare la reputazione delle imprese sostenibili e attirare gli investitori: gli indici borsistici internazionali SRI e i rating attribuiti rappresentano uno strumento di misura della performance degli investimenti realizzati in imprese sostenibili e vengono spesso utilizzati dagli investitori stessi i quali, piuttosto che analizzare direttamente l'aderenza a criteri ambientali e sociali delle imprese oggetto di investimento, preferiscono selezionare i titoli già inclusi negli indici etici.

Essere inclusi nei principali indici etici, dimostrando un impegno per la sostenibilità, aiuta a mantenere nel tempo una reputazione aziendale positiva, ad attirare l'attenzione degli investitori e, al contempo, a migliorare l'accesso rispetto al crescente numero di investitori socialmente responsabili, i quali operano le proprie scelte in base a criteri sociali e ambientali. Occorre comunque sottolineare che le valutazioni ESG svolgono sì un ruolo significativo ma non sono sufficienti per guidare da sole le decisioni finali di investimento. Gli investitori attenti ai dati ESG, infatti, necessitano di delineare un contesto di riferimento e, in questo senso, può essere d'aiuto l'utilizzo di più rating.

E' evidente che le diverse modalità di definizione dei KPI ESG non possono non avere una influenza significativa sui Rating ESG comparativi delle imprese e dei fondi.

In sintesi, la mancanza di metriche standard di misurazione delle performance ESG, globali e di settore, è un aspetto di estrema rilevanza che vede coinvolte le diverse autorità di regolamentazione e rappresenta un elemento chiave per il corretto sviluppo della finanza sostenibile. Del resto, la mancanza di metriche standard per la misurazione delle *performance* ESG, è un aspetto critico messo in evidenza da numerosi studi.

Questi aspetti, ed in particolare gli studi disponibili sulle analisi delle performance ESG, verranno approfonditi nei capitoli successivi, occorre premettere comunque che il tema della qualità dei dati disponibili per valutare le performance ESG è un aspetto centrale e fortemente sentito dagli stessi operatori di mercato., tanto che lo stesso Larry Flynt, CEO mondiale di Blackrock, nei suoi recenti incontri con la comunità finanziaria italiana.

---

<sup>47</sup> SustainAbility è una società di consulenza e think tank fondata nel 1987 dagli attivisti Elkington e Julia Hailes. Ha sede a Londra, New York e San Francisco e lavora con un crescente numero di multinazionali e organizzazioni non governative per aiutare le imprese a integrare la sostenibilità nelle loro strategie, nonché per plasmare i processi emergenti di coinvolgimento degli stakeholder e reporting di sostenibilità

Flynt, nel commentare la crescente importanza della finanza ESG, evidenzia che: “abbiamo bisogno per provare che gli investimenti in imprese che rispettano obiettivi ambientali o di sostenibilità producono risultati e rendimenti validi. Senza dati, si potrebbe generare una bolla sugli investimenti definiti sostenibili. Anche perché non ci possiamo permettere di avere un pianeta più pulito a costi socialmente regressivi».

Infine, gli aspetti relativi alla mancanza di standard globali e, in particolare, gli aspetti della tassonomia degli strumenti ESG, verranno affrontati nel prossimo capitolo dedicato all’evoluzione del quadro regolamentare Europeo in materia di finanza sostenibile.

## **CAPITOLO 3 - LA RECENTE EVOLUZIONE DELLA REGOLAMENTAZIONE EUROPEA IN AMBITO ESG E GLI IMPATTI PER GLI INTERMEDIARI FINANZIARI**

### **3.1 IL QUADRO REGOLAMENTARE EUROPEO IN MATERIA DI FINANZA SOSTENIBILE**

Nei capitoli precedenti è emerso il trend di forte sviluppo della sostenibilità di impresa e al contempo della finanza sostenibile. In questo contesto è sicuramente importante analizzare il quadro normativo di riferimento che rappresenta una necessaria spinta verso lo sviluppo sostenibile e al tempo stesso l'ambito di riferimento regolamentare cui devono adeguarsi gli intermediari finanziari.

In particolare, a seguito all'adozione a livello internazionale dell'Agenda 2030 e alla Conferenza sul clima di Parigi, l'Unione Europea, congiuntamente ad altre organizzazioni internazionali e ai singoli paesi, si è impegnata a favorire lo sviluppo di un'economia più sostenibile attraverso una specifica regolamentazione.

Gli interventi normativi già realizzati a livello europeo e recepiti nel nostro ordinamento giuridico, che vanno nella direzione della finanza sostenibile, riguardano:

- (1) la Direttiva UE 2014/95 sulla comunicazione delle informazioni non finanziarie, il cui contenuto è stato già esaminato nel primo capitolo;
- (2) la Direttiva UE 2016/2341, "IORP II", in materia di fondi pensione complementare;
- (3) la Direttiva UE 2017/828, "Shareholders Right II", relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

Occorre peraltro evidenziare che il percorso verso una disciplina europea completa ed organica in materia di finanza sostenibile non è completato. A tal proposito è da rilevare come l'UE nel mese di marzo 2018, attraverso la definizione dell' "*EU Action Plan on Financing Sustainable Growth*", abbia delineato gli ulteriori obiettivi che intende perseguire attraverso l'emanazione di appositi regolamenti comunitari in materia di finanza sostenibile. Appare chiaro come la scelta della forma giuridica del regolamento sia quella più idonea, in quanto direttamente applicabile negli Stati membri, ad assicurare un'armonizzazione normativa evitando possibili frammentazioni del mercato europeo.

Allo stato attuale, al fine di dare attuazione ad alcune azioni previste dal Piano, la Commissione Europea ha emanato diverse proposte di modifica di regolamenti esistenti la cui definizione è attesa entro la fine del 2019. È importante sottolineare che per rispettare gli impegni presi a livello internazionale, è necessario un intervento rapido ed incisivo di tutte le forze in campo, nella convinzione che la regolamentazione del settore finanziario in chiave di finanza sostenibile sia una leva fondamentale per assicurare un effettivo sviluppo sostenibile.

Di seguito verranno analizzati i principali aspetti di novità introdotti nel nostro ordinamento giuridico a seguito del recepimento della Direttiva "IORP II" e della Direttiva "Shareholders Right II", nonché le proposte di modifica a livello regolamentare derivanti dall' "*EU Action Plan on Financing Sustainable Growth*".



### 3.1.1. I fattori ESG nel recepimento delle Direttive UE “IORP II” e “SHRD II”

Con il D. Lgs. 13 dicembre 2018, n. 147, pubblicato nella G.U. del 17 gennaio 2019, il Governo italiano ha provveduto a dare attuazione alla Direttiva UE “IORP II”, apportando modifiche di significativo rilievo al D.Lgs 5 dicembre 2005, n. 252, in materia di disciplina delle forme pensionistiche complementari. Gli elementi di novità per i fondi pensione sono rappresentati dall’integrazione dei fattori ESG nell’attività di *risk management* e da una maggiore trasparenza informativa circa le modalità con cui la politica di investimento tiene conto di questi fattori. In particolare, la “nuova” funzione di *risk management* dovrà considerare, tra i rischi che possono verificarsi nel fondo o nelle imprese cui sono esternalizzati compiti o attività, anche “*i rischi ambientali, sociali e di governo societario connessi al portafoglio di investimenti e alla relativa gestione*” (art. 5-ter, comma 4, lett. g). Nell’ambito della valutazione interna del rischio, da effettuarsi ogni tre anni o immediatamente dopo qualsiasi variazione significativa del profilo di rischio del fondo pensione, è inclusa anche “*una valutazione dei rischi ambientali, compresi i cambiamenti climatici, dei rischi sociali e dei rischi connessi al deprezzamento degli attivi in conseguenza di modifiche normative*” (art. 5-nonies, comma 2, lett. h). Anche il documento relativo agli obiettivi e ai criteri della politica d’investimento adottata dal fondo pensione dovrà illustrare, tra gli altri aspetti, “*il modo in cui la politica d’investimento tiene conto dei fattori ambientali, sociale e di governo societario*” (art. 6, comma 5-quater). Sono inoltre previste maggiori informazioni da inviare agli aderenti potenziali ed effettivi<sup>[1]</sup> “*sul se e sul come sono tenuti in conto i fattori ambientali, climatici, sociali e di governo societario nella strategia di investimento*” (art. 13-quarter). Inoltre i fondi pensione dovranno esplicitare in bilancio e nel rendiconto “*se ed in quale misura nella gestione delle risorse e nelle linee seguite nell’esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori in portafoglio si siano presi in considerazione fattori ambientali, sociali e di governo societario*” (art. 17-bis, comma 5).

Dalle novità introdotte appare chiaro come la normativa intenda incoraggiare i fondi pensione all’adozione di un approccio strategico e di lungo periodo per l’integrazione dei fattori ESG, in particolare, nella gestione dei rischi e nelle strategie di investimento.

Il decreto legislativo 10 maggio 2019 n. 49, pubblicato nella G.U. n. 134 del 10 giugno 2019, dà attuazione alla Direttiva 2017/828 (SHRD II) il cui scopo è quello di migliorare la *governance* delle società quotate, rafforzandone così *la competitività e la sostenibilità a lungo termine*, in particolare tramite un maggiore e più consapevole coinvolgimento e impegno degli azionisti nel medio e lungo termine nel governo societario e la facilitazione dell’esercizio dei diritti degli stessi. E’ da rilevare che il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ESG.

Le principali novità riguardano sia le società quotate emittenti che gli intermediari finanziari. In particolare la normativa prevede l’espressione da parte dei soci, in sede di assemblea di approvazione del

bilancio di esercizio<sup>48</sup>, di un voto vincolante sulla politica di remunerazione adottata dalla società<sup>49</sup> la quale deve contribuire all'implementazione della strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla *sostenibilità* della società. Inoltre sono state introdotte nuove disposizioni<sup>50</sup> nei confronti degli investitori istituzionali, dei “gestori attivi” e dei consulenti in materia di voto, in merito all'adozione e alla *disclosure* di policy interne. In particolare per tali soggetti è previsto l'obbligo di adozione e di pubblicazione di una “politica di impegno” sulle modalità di esercizio del ruolo di azionisti nell'ambito della loro strategia di investimento, con particolare riferimento alle modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, l'impatto dei fattori ESG, il dialogo con gli emittenti partecipati.

### **3.1.2 EU Action Plan on Financing Sustainable Growth**

Nel mese di dicembre 2016 l'UE, consapevole del ruolo fondamentale del sistema finanziario nell'orientare i capitali privati verso investimenti più sostenibili, ha istituito l'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance* (HLEG), un gruppo di venti esperti rappresentanti della società civile, del settore finanziario, del mondo accademico e istituzionale, per sviluppare una strategia europea orientata alla sostenibilità della finanza.

Nel mese di gennaio 2018 l'HLEG ha pubblicato il “*Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance*” delineando otto raccomandazioni dirette al miglioramento del contributo del settore finanziario verso una crescita sostenibile e inclusiva e al rafforzamento della stabilità finanziaria mediante l'integrazione dei fattori ESG nelle decisioni di investimento.

Successivamente, nel mese di marzo 2018, sulla base delle indicazioni fornite nel report, la Commissione Europea ha stabilito un piano d'azione (“*Action Plan on Financing Sustainable Growth*”) contenente una tabella di marcia che identifica i lavori e le iniziative future in materia di finanza sostenibile. La strategia delineata dall'*Action Plan*, coinvolge tutti i soggetti del sistema finanziario (intermediari, gestori e investitori) e rappresenta un passo decisivo per rafforzare il ruolo della finanza nella transizione verso un'economia sostenibile. L'*Action Plan* identifica i seguenti obiettivi:

1. Riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili;
2. Integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi finanziari che possono derivare dal cambiamento climatico, dal consumo di risorse, dal degrado ambientale e dalle disuguaglianze sociali;

---

<sup>48</sup> A partire dalle assemblee di approvazione dei bilanci relativi agli esercizi aventi inizio dal 1 gennaio 2019

<sup>49</sup> La società è tenuta alla pubblicazione della relazione sulla remunerazione almeno ventuno giorni prima dell'assemblea di bilancio. In tal modo gli azionisti hanno la possibilità di informarsi preliminarmente al fine di esprimere un voto consapevole in assemblea.

<sup>50</sup> Tali disposizioni sono applicabili, a partire dal 10 gennaio 2020, nei confronti di alle SGR, alle SICAV e alle SICAF che gestiscono direttamente i propri patrimoni, alle imprese di assicurazione, ai fondi pensione e i *proxy advisor*, ovvero tutti i soggetti che analizzano, a titolo professionale e commerciale, le informazioni diffuse da società quotate nell'ottica di informare gli investitori in relazione a decisioni di voto, fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto

3. Promuovere la trasparenza e incoraggiare una visione di lungo periodo delle attività economico-finanziarie.

Nello specifico, l'importanza di riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili risiede nel fatto che gli attuali livelli di investimento non sono sufficienti per supportare un sistema economico sostenibile da un punto di vista ambientale e sociale. Per raggiungere gli obiettivi dell'UE in materia di clima e energia entro il 2030, l'Europa dovrebbe colmare un gap annuale di investimenti di quasi 180 miliardi di euro. Inoltre, secondo le stime della Banca europea per gli investimenti (BEI), il divario complessivo di investimenti in ambito di infrastrutture di trasporto, energia e gestione delle risorse ha raggiunto una cifra annua di 270 miliardi di euro.

In relazione al secondo obiettivo, al fine di contenere l'impatto finanziario dei rischi ambientali e sociali, il processo decisionale finanziario deve includere considerazioni di tipo ambientale e sociale. Risulta chiaro come un aumento della temperatura mondiale di 2 gradi Celsius potrebbe generare effetti destabilizzanti sull'economia e sul sistema finanziario europeo: l'aumento dei disastri naturali legati al cambiamento climatico implicherebbe costi più elevati per le compagnie di assicurazione, le banche sarebbero esposte a maggiori perdite legate alla minore redditività di società clienti esposte per loro natura ai cambiamenti climatici o fortemente dipendenti dalla diminuzione delle risorse naturali. Anche fattori sociali, come condizioni di lavoro inadeguate possono avere conseguenze concrete per le istituzioni finanziarie, compresi i rischi legali. Infatti, le aziende che non rispettano gli standard internazionali del lavoro, potrebbero subire un danno legale e di reputazione che potrebbe determinare perdite finanziarie.

Infine, la trasparenza degli operatori di mercato è essenziale per il buon funzionamento del sistema finanziario: una maggiore trasparenza informativa sulle questioni di sostenibilità, consente agli investitori di confrontare le performance di sostenibilità delle aziende e quindi, di prendere decisioni consapevoli sugli investimenti. Inoltre, poiché gli investimenti in obiettivi ambientali e sociali richiedono un orientamento al lungo termine, si rende necessario, nel processo decisionale finanziario ridurre l'indebita pressione per le prestazioni a breve termine.

Allo scopo di raggiungere i tre obiettivi, l'”*Action Plan on Financing Sustainable Growth*” prevede dieci azioni prioritarie di seguito elencate e rappresentate:

<b><i>Obiettivo 1: Riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili</i></b>
1. Istituire un sistema unificato a livello UE di classificazione delle attività sostenibili;
2. Creare norme e marchi per prodotti finanziari sostenibili;
3. Promuovere investimenti in progetti sostenibili;
4. Integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria;
5. Elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità.

**Obiettivo 2: Integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi finanziari che possono derivare dal cambiamento climatico, dal consumo di risorse, dal degrado ambientale e dalle disuguaglianze sociali**

6. Integrare al meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca di mercato;

Chiarire

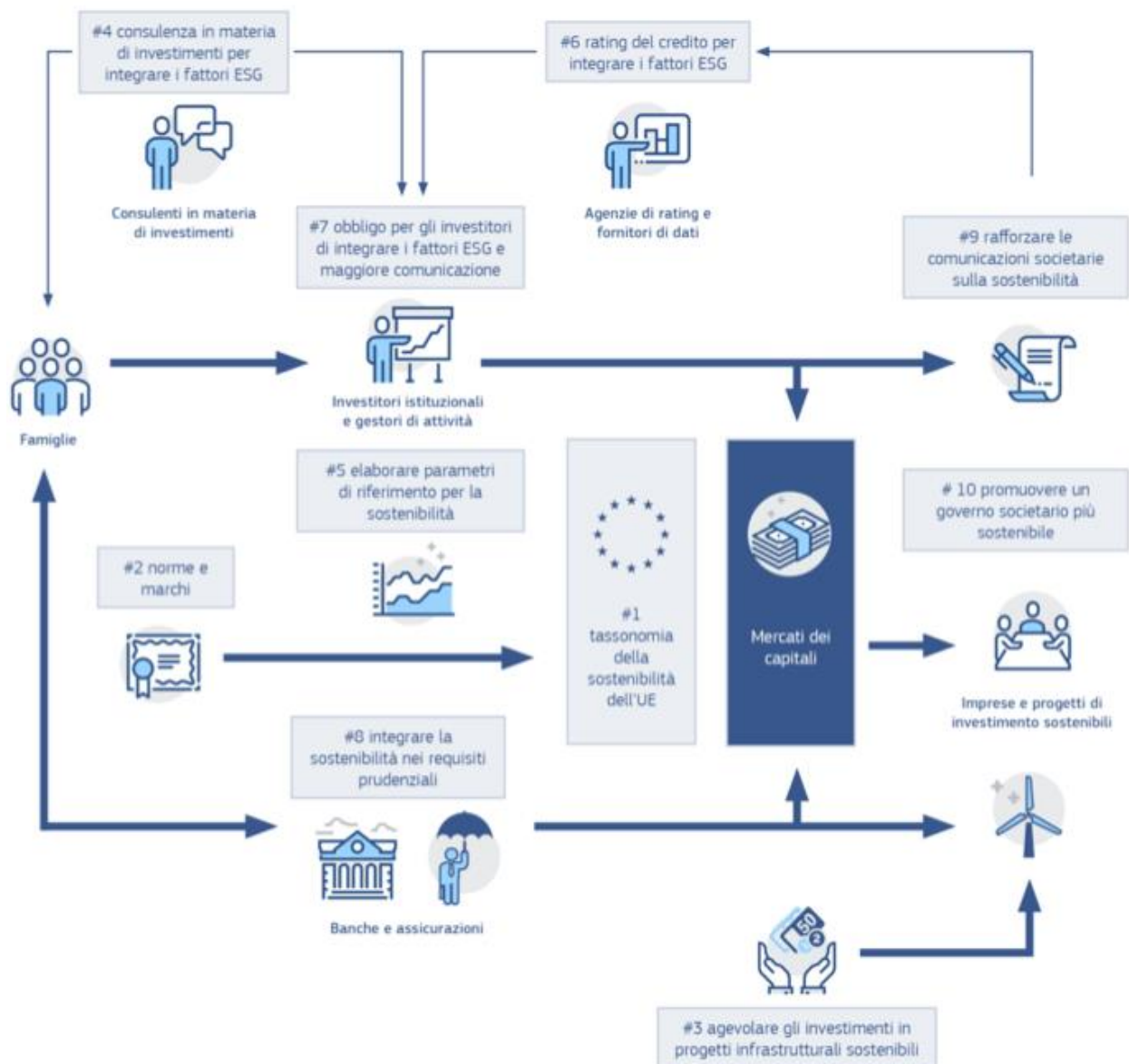
7. gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di fondi;

8. Integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali di banche e imprese di assicurazione.

**Obiettivo 3: Promuovere la trasparenza e incoraggiare una visione di lungo periodo delle attività economico-finanziarie**

9. Rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e regolamentazione contabile;

10. Promuovere una *corporate governance* sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali.



Si passa ora ad analizzare il contenuto delle singole azioni incluse nell'*Action Plan*:

*1. Istituire un sistema unificato a livello UE di classificazione delle attività sostenibili*

Affinché si realizzi lo spostamento dei flussi di capitale verso attività economiche sostenibili, occorre che venga definito in modo chiaro e univoco quali attività possano essere considerate “sostenibili”. L'*Action Plan* stabilisce la necessità di creare un sistema di classificazione UE unificato, o “*Taxonomy Regulation*”, che fornirà informazioni dettagliate sui settori e le attività pertinenti individuati sulla base di criteri, soglie e parametri di screening. Tale classificazione aiuterà gli investitori a identificare facilmente i prodotti sostenibili impedendo il verificarsi di operazioni di “*green washing*”. Il fenomeno consiste nel ritrarre prodotti finanziari, attività o politiche aziendali come “*green*” pur non essendolo, al fine di attrarre il mercato. A causa della complessità e della natura altamente tecnica dello sviluppo di una tassonomia adeguata, la Commissione ha adottato un approccio graduale sul tema che verrà esaminato più in dettaglio nel paragrafo 3.1.3.1.

*2. Creare norme e marchi per prodotti finanziari sostenibili*

La creazione di norme e di etichette affidabili UE per prodotti finanziari sostenibili permette agli investitori, che sono alla ricerca di tali prodotti, di individuare investimenti conformi alle loro esigenze. A titolo esemplificativo, le obbligazioni etichettate come “verdi” (c.d. *green bond*) finanziano progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente, come l'efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite e il trattamento dell'acqua e dei rifiuti.

*3. Promuovere investimenti in progetti sostenibili*

La mobilitazione del capitale privato verso progetti sostenibili è un prerequisito per la transizione verso un modello economico più sostenibile. In tale ambito, gli investimenti infrastrutturali rivestono particolare importanza poiché, secondo l'OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico), le infrastrutture contribuiscono a circa il 60% delle emissioni di gas serra.

*4. Integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria*

Le imprese d'investimento e i distributori di prodotti assicurativi che forniscono un servizio di consulenza finanziaria agli investitori finali, sono chiamati a svolgere un ruolo centrale nel ri-orientamento del sistema finanziario verso la sostenibilità. In particolare, gli intermediari finanziari sono tenuti a valutare gli obiettivi di investimento dei clienti e la tolleranza al rischio al fine di raccomandare strumenti finanziari adeguati o prodotti assicurativi. Tuttavia, le preferenze degli investitori e dei beneficiari in materia di sostenibilità spesso non vengono prese sufficientemente in considerazione quando viene prestato un servizio di consulenza. Per questo motivo, l'obiettivo di tale azione è quello di includere la sostenibilità nella consulenza finanziaria identificando le preferenze dei clienti in materia di fattori ambientali, sociali e di governance e tenendone conto nella valutazione della gamma di strumenti finanziari da raccomandare, ovvero nel processo di selezione del prodotto e nella valutazione della sua idoneità.

*5. Elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità*

I *benchmark* tradizionali, i quali svolgono un ruolo centrale nella formazione dei prezzi degli strumenti finanziari, non sono appropriati per misurare la performance degli investimenti sostenibili. In

risposta a tale problema, per incorporare gli obiettivi di sostenibilità, sono stati sviluppati *benchmark* ESG. Tuttavia, la mancanza di trasparenza riguardo alle loro metodologie di determinazione ha avuto ripercussioni negative sulla loro affidabilità. Pertanto, al fine di ridurre i rischi di *greenwashing*, l'azione mira allo sviluppo di metodologie basate su indici più sostenibili e più trasparenti. A titolo esemplificativo, una solida metodologia per gli indici a basso tenore di carbonio dovrebbe riflettere la compatibilità con gli obiettivi dell'accordo di Parigi, al fine di migliorare la valutazione delle prestazioni dei fondi a basse emissioni di carbonio.

#### 6. *Integrare al meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca di mercato*

Negli ultimi anni, i *market research provider* e le agenzie di *rating* hanno intensificato gli sforzi per valutare le prestazioni ambientali, sociali e di *governance* delle società e la loro capacità di gestire i rischi di sostenibilità. Tali valutazioni contribuiscono a un'allocazione del capitale più sostenibile e migliorano il flusso di informazioni tra emittenti e investitori. Tuttavia, la mancanza di standard di riferimento per valutare le prestazioni di sostenibilità delle imprese rende necessaria la trasparenza della metodologia utilizzata dai *market research provider*.

#### 7. *Chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di fondi*

Diversi atti legislativi dell'UE richiedono agli investitori istituzionali e ai gestori di fondi di agire nel migliore interesse dei loro investitori (c.d. dovere fiduciario). Tuttavia, tali norme non esplicitano alcun obbligo in relazione all'inclusione dei fattori e dei rischi di sostenibilità nel processo di investimento. Inoltre, secondo quanto previsto dall'*Action Plan*, gli investitori istituzionali e i gestori patrimoniali non comunicano adeguatamente ai propri clienti in che misura i fattori ESG vengono considerati nel loro processo decisionale. Tale azione è pertanto diretta a colmare la mancanza di trasparenza nei confronti degli investitori finali e a rendere le decisioni di investimento più consapevoli.

#### 8. *Integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali di banche e imprese di assicurazione*

La Commissione europea si è posta l'obiettivo di valutare la possibilità di adottare requisiti patrimoniali più adeguati per riflettere il rischio di attività sostenibili detenute da banche e compagnie assicurative.

#### 9. *Rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e regolamentazione contabile*

Come abbiamo avuto modo di esaminare precedentemente, la Direttiva UE relativa alla comunicazione delle *non-financial information* (NFI) impone agli enti di interesse pubblico di divulgare in modo flessibile informazioni rilevanti sui principali aspetti ambientali, sociali e di *governance* e sulla gestione dei rischi ad essi relativi. In prospettiva, secondo gli orientamenti della Commissione, occorre raggiungere un giusto compromesso tra flessibilità e standardizzazione delle informazioni necessarie sulla base delle quali vengono prese le decisioni di investimento. E' inoltre interessante rilevare la crescente preoccupazione avanzata circa il fatto che i principi contabili vigenti non incentivano la decisione di effettuare investimenti sostenibili. In particolare, la risoluzione del Parlamento europeo sull'*International Financial Reporting Standard IFRS 9*, adottata il 6 ottobre 2016, ha sollevato preoccupazioni sull'impatto che il nuovo principio

contabile sugli strumenti finanziari potrebbe avere sugli investimenti a lungo termine. La Commissione riconosce l'importanza di fare in modo che i principi contabili non scorraggino direttamente o indirettamente gli investimenti sostenibili e a lungo termine. A tale proposito, secondo le indicazioni formulate *nell'Action plan*, occorrerà riflettere sull'opportunità di rendere più flessibile l'adozione degli IFRS, laddove adeguamenti specifici favoriscano investimenti a lungo termine.

#### *10. Promuovere una corporate governance sostenibile e attenuare la visione a breve termine nel mercato di capitali*

Tale azione nasce sul presupposto che i manager delle società sono diventati eccessivamente concentrati al raggiungimento di obiettivi economici e finanziari a breve termine (pressioni derivanti dal mercato dei capitali o dal raggiungimento degli incentivi aziendali) trascurando le opportunità e i rischi risultanti dalle considerazioni connesse alla sostenibilità ambientale e sociale che impongono una visione a lungo termine. La Commissione, attraverso tale azione, si propone di avviare un lavoro di analisi e di consultazione con tutti i soggetti interessati per valutare l'eventuale necessità di imporre ai consigli di amministrazione di elaborare e divulgare una strategia in materia di sostenibilità e di chiarire le norme che impongono agli amministratori di agire nell'interesse a lungo termine dell'impresa.

Come abbiamo sottolineato all'inizio del presente capitolo, la Commissione Europea ha recentemente presentato tre proposte di regolamento per dare attuazione ad alcune azioni dell'*Action Plan* ritenute prioritarie e che saranno esaminate nei successivi paragrafi.

### **3.1.3 Le proposte di modifica regolamentare del 24 maggio 2018**

Il 24 maggio 2018, la Commissione Europea ha presentato un pacchetto di tre misure, rivolte a collocare le considerazioni ESG *“al centro del sistema finanziario, al fine di agevolare la trasformazione dell'economia europea in un sistema più “verde”, più resiliente e circolare”*<sup>51</sup>. Si tratta in particolare della:

1. Proposta di Regolamento 2018/0178 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili;
2. Proposta di Regolamento 2018/0179 del Parlamento Europeo e del Consiglio sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della Direttiva (UE) 2016/2341;
3. Proposta di Regolamento 2018/0180 del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo<sup>[SEP]</sup> in termini di carbonio.

Le proposte legislative suindicate sono rispettivamente indirizzate al raggiungimento dei seguenti

---

<sup>51</sup>Tale obiettivo è esplicitato nella *“Relazione alla Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (UE) 2016/2341”*.

obiettivi:

- (1) definire una “tassonomia” che comprenda criteri per stabilire se un investimento è ecosostenibile; ciò significa che esso contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di obiettivi ambientali, non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali, è svolto nel rispetto dei requisiti minimi di sicurezza sociale. Viene stabilito che le attività che soddisfano tali criteri saranno individuate progressivamente, tenendo conto delle pratiche e delle iniziative del mercato e con l’ausilio di un gruppo di esperti;
- (2) disciplinare le modalità con cui gli investitori istituzionali integrano i fattori ESG nel loro processo decisionale e con cui informano i clienti;
- (3) creare nuovi indici per investimenti a basso impatto di carbonio.

L’attività legislativa riguardante le tre proposte di legge dovrebbe, secondo quanto delineata nel Piano d’Azione della Commissione Europea, concludersi entro la fine del 2019 con l’entrata in vigore dei relativi regolamenti la cui applicazione decorrerebbe dal 2020.

### **3.1.3.1 La Proposta di Regolamento UE 2018/0178: la tassonomia**

La “*Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili*” è stata presentata per dar seguito alla prima azione riflessa nell’*Action Plan on Financing Sustainable Growth* che, come abbiamo visto nel paragrafo precedente, prevede l’istituzione di un sistema unificato a livello UE di classificazione delle attività sostenibili. Essa è diretta ad assicurare il graduale sviluppo di una tassonomia unionale delle attività sostenibili e a incorporare tale classificazione nel diritto dell’Unione Europea.

Come abbiamo avuto modo di sottolineare precedentemente, l’importanza di standardizzare il concetto di investimento sostenibile risiede in una maggiore facilità nell’effettuare investimenti in attività economiche ecosostenibili e nell’ attirare investimenti dall’estero. L’art. 3 della proposta legislativa stabilisce che un’attività economica è considerata ecosostenibile se: (1) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali; (2) non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali. In particolare, l’art.5 individua i sei obiettivi ambientali: (1) mitigazione dei cambiamenti climatici; (2) adattamento ai cambiamenti climatici; (3) uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine; (4) transizione verso un’economia circolare, prevenzione dei rifiuti e riciclaggio; (5) prevenzione e controllo dell’inquinamento; (6) protezione di ecosistemi sani. La lettura congiunta dei due requisiti necessari per la classificazione di un’attività economica come ecosostenibile, riflessi nell’art.3, implica che le attività economiche, anche quando apportano un contributo sostanziale al raggiungimento di un obiettivo ambientale non potranno beneficiare della tassonomia se non possono essere eseguite in modo da evitare danni significativi agli altri obiettivi ambientali (c.d. principio del “*Do not significantly harm-DNSH*”).

Nel giugno del 2018, a seguito della “Proposta di Regolamento EU 2018/0178”, la Commissione Europea ha istituito il *Technical Expert Group* sulla finanza sostenibile (TEG), con l’incarico di elaborare



raccomandazioni per i criteri di screening tecnici relativi alle attività economiche sostenibili. Il gruppo è stato composto da trentacinque esperti tecnici il cui operato è stato rivolto al raggiungimento di quattro specifici obiettivi: (1) realizzare una tassonomia europea per poter verificare la sostenibilità di un'attività economica; (2) definire uno standard europeo sui *green bond*; (3) individuare dei *benchmark* sulle strategie di investimento low-carbon; (4) sviluppare delle linee guida per migliorare la disclosure delle aziende in ambito climatico.

Tra luglio e dicembre del 2018, il TEG, muovendosi in linea con i principi stabiliti innanzitutto dall'Action Plan e successivamente dalla "Proposta di Regolamento EU 2018/0178", ha sviluppato quadri e metodologie iniziali, nonché alcuni dei primi criteri di selezione tecnica.

Nel mese di dicembre 2018, il TEG, ha avviato una fase di consultazione allo scopo di ricevere feedback sui primi criteri di selezione tecnica sviluppati. Tale fase si è conclusa il 22 febbraio 2019 e, nel mese di giugno del 2019, il TEG, ha proposto i criteri di *screening* tecnici, pubblicando il *Taxonomy Technical Report*. Tale documento espone i risultati del lavoro svolto dal gruppo di esperti in relazione allo sviluppo di un sistema di classificazione europeo per le attività economiche sostenibili.<sup>52</sup> Secondo quanto delineato all'interno del *Taxonomy Technical Report*, la tassonomia consiste in uno strumento di classificazione che aiuta gli investitori e le società a prendere decisioni informate sugli investimenti in attività economiche rispettose dell'ambiente.

### THE TAXONOMY IS:

IS	IS NOT
A list of economic activities and relevant criteria	A rating of good or bad companies
Flexible to adapt to different investment styles and strategies	A mandatory list to invest in
Based on latest scientific and industry experience	Making a judgement on the financial performance of an investment – only the environmental performance
Dynamic, responding to changes in technology, science, new activities and data	Inflexible or static


Fonte: "Using the Taxonomy" - Supplementary Report 2019 by the Technical Expert Group on Sustainable Finance


Il report contiene: (1) criteri di *screening* tecnici relativi a sessantasette attività comprese in sette settori e individuate fra quelle che sono idonee a fornire un contributo sostanziale per la mitigazione dei cambiamenti climatici; (2) la metodologia sviluppata per valutare il contributo sostanziale all'adattamento i cambiamenti climatici accompagnata da esempi pratici; (3) *guidance* e *case study* per gli investitori per l'utilizzo della tassonomia<sup>53</sup>. I criteri di screening sviluppati, al fine di realizzare il modello di classificazione, comprendono soglie quantitative e qualitative. Essi sono in linea con gli obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS) delineati dall'Agenda 2030 e con gli impegni previsti dagli accordi di Parigi.

<sup>52</sup> I membri italiani che hanno partecipato alla redazione del report sono rappresentanti di Borsa Italiana, Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. e WWF


<sup>53</sup> Il TEG ha inoltre pubblicato un report supplementare chiamato "Using the Taxonomy" contenente informazioni di dettaglio sulla metodologia di utilizzo della tassonomia.

Si riportano di seguito le sessantasette attività suddivise per settore di appartenenza (fonte: “Using the Taxonomy” - Supplementary Report 2019 by the Technical Expert Group on Sustainable Finance):

 <b>Agriculture and Forestry</b>	Can climate change mitigation criteria change in future?	Do No Significant Harm criteria identified?				
		Adaptation	Water	Circular economy	Pollution	Ecosystems
Growing of perennial crops	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Growing of non-perennial crops	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Livestock production	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Afforestation		✓	✓		✓	✓
Rehabilitation, Restoration		✓	✓		✓	✓
Reforestation		✓	✓		✓	✓
Existing forest management	✓	✓	✓		✓	✓

 <b>Manufacturing</b>	Can climate change mitigation criteria change in future?	Do No Significant Harm criteria identified?				
		Adaptation	Water	Circular economy	Pollution	Ecosystems
Manufacturing of low carbon technologies	✓	✓		✓	✓	
Manufacture of Cement	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Manufacture of Aluminium	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Manufacture of Iron and Steel	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Manufacture of hydrogen	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Manufacture of other inorganic basic chemicals	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Manufacture of other organic basic chemicals	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Manufacture of fertilizers and nitrogen compounds	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Manufacture of plastics in primary form	✓	✓	✓	✓	✓	✓

 <b>Water, Waste and Sewerage remediation</b>		Can climate change mitigation criteria change in future?	Do No Significant Harm criteria identified?				
			Adaptation	Water	Circular economy	Pollution	Ecosystems
Water collection, treatment and supply		✓	✓	✓			✓
Centralized wastewater treatment systems		✓	✓			✓	
Anaerobic digestion of sewage sludge		✓	✓			✓	
Separate collection and transport of non-hazardous waste in source segregated fractions		✓	✓	✓	✓		
Anaerobic digestion of bio-waste		✓	✓			✓	
Composting of bio-waste		✓	✓			✓	
Material recovery from waste		✓	✓	✓	✓		
Landfill gas capture and energetic utilization		✓	✓			✓	
Direct Air Capture of CO <sub>2</sub>			Not yet assessed				
Capture of anthropogenic emissions			✓	✓	✓	✓	✓
Transport of CO <sub>2</sub>			✓	✓	✓	✓	✓
Permanent Sequestration of captured CO <sub>2</sub>			✓	✓	✓	✓	✓

 <b>Transport</b>		Can climate change mitigation criteria change in future?	Do No Significant Harm criteria identified?				
			Adaptation	Water	Circular economy	Pollution	Ecosystems
Passenger Rail Transport (Interurban)		✓	✓	✓	✓	✓	
Freight Rail Transport		✓	✓	✓	✓	✓	
Public transport		✓	✓		✓	✓	
Infrastructure for low carbon transport		✓	✓	✓	✓	✓	✓
Passenger cars and commercial vehicles		✓	✓		✓	✓	
Freight transport services by road		✓	✓		✓	✓	
Interurban scheduled road transport		✓	✓		✓	✓	
Inland passenger water transport		✓	✓	✓	✓	✓	
Inland freight water transport		✓	✓	✓	✓	✓	
Construction of water projects		✓	✓	✓	✓	✓	✓

 <b>Electricity, gas, steam and air conditioning supply</b>	Can climate change mitigation criteria change in future?	Do No Significant Harm criteria identified?				
		Adaptation	Water	Circular economy	Pollution	Ecosystems
Production of Electricity from Solar PV	✓	✓		✓		✓
Production of Electricity from Concentrated Solar Power	✓	✓	✓			✓
Production of Electricity from Wind Power	✓	✓	✓	✓		✓
Production of Electricity from Ocean Energy	✓	✓			✓	✓
Production of Electricity from Hydropower	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Production of Electricity from Geothermal	✓	✓	✓		✓	✓
Production of Electricity from Gas Combustion	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Production of Electricity from Bioenergy	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Transmission and Distribution of Electricity		✓	✓	✓	✓	✓
Storage of Energy	✓	✓		✓		✓
Manufacture of Biomass, Biogas or Biofuels		✓	✓	✓	✓	✓
Retrofit of Gas Transmission and Distribution Networks		✓	✓	✓	✓	✓
District Heating/Cooling distribution	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Installation and operation of Electric Heat Pumps		Not yet assessed				
Cogeneration of Heat/Cool and power from Concentrated Solar Power	✓	✓	✓			✓
Cogeneration of Heat/Cool and power from Geothermal Energy	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Cogeneration of Heat/Cool and power from Gas Combustion	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Cogeneration of Heat/Cool and power from Bioenergy	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Production of Heating and Cooling from Concentrated Solar Power	✓	✓	✓			✓
Production of Heating and Cooling from Geothermal Energy	✓	Not yet assessed				
Production of Heating and Cooling from Gas Combustion	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Production of heating and cooling from Bioenergy	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Production of Heating and Cooling using Waste Heat	✓	Not yet assessed				

Buildings		Can climate change mitigation criteria change in future?	Do No Significant Harm criteria identified?				
			Adaptation	Water	Circular economy	Pollution	Ecosystems
Construction of new buildings	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Renovation of existing buildings	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Individual renovation measures, installation of renewable on-site and professional, scientific and technical activities	✓	✓		✓	✓	✓	✓
Acquisition of buildings	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Information and Communication Technologies (ICT)		Can climate change mitigation criteria change in future?	Do No Significant Harm criteria identified?				
			Adaptation	Water	Circular economy	Pollution	Ecosystems
Data processing, hosting and related activities	✓		Not yet assessed				
Data-driven solutions for GHG emissions reductions			Not yet assessed				

Al fine di comprendere le modalità di applicazione della tassonomia ed il principio del “Do not significantly harm” precedentemente citato, appare utile riportare un caso inserito nel “Supplementary Taxonomy Report, riguardante un’azienda che produce energia elettrica utilizzando l’energia eolica. E’ chiaro che l’impiego di energia eolica per la produzione di energia elettrica contribuisca in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici (comporta quindi il raggiungimento di uno dei sei obiettivi ambientali). Tuttavia si tratta di una condizione necessaria ma non sufficiente per poter considerare l’attività ammissibile alla tassonomia. E’ infatti necessario che la produzione di energia elettrica venga eseguita senza causare danni significativi agli altri obiettivi ambientali. Per il rispetto del principio “*Do not significantly harm*” gli investitori dovrebbero verificare che: (1) l’installazione sia progettata per resistere alla variabilità meteorologica attuale e ai futuri cambiamenti climatici, in una serie di scenari climatici futuri in linea con la sua durata prevista; (2) il rumore subacqueo generato in fase di costruzione dell’installazione sia conforme alle soglie locali per minimizzare l’impatto sulle specie locali; (3) la percentuale di materiali riciclabili utilizzati nelle turbine eoliche sia massimizzata e i materiali compositi (ad esempio carbonio e fibre di vetro) siano ridotti al minimo; (4) l’azienda operi per minimizzare gli impatti su altri ecosistemi quali il volo, l’habitat degli uccelli e l’impatto visivo. Se, a seguito di questa analisi, l’investitore è soddisfatto della conferma ricevuta dalla società responsabile delle attività di generazione di energia elettrica, può considerare l’attività idonea per la tassonomia.

I potenziali ambiti di applicazione del sistema di classificazione delle attività ecosostenibili comprendono: (1) l'identificazione di attività che si qualificano per il finanziamento di progetti "green"; (2) la misurazione di flussi finanziari verso priorità di sviluppo sostenibile; (3) la progettazione di politiche di investimento allineate alle preferenze dei clienti e beneficiari; (4) la creazione di un'informativa chiara e trasparente sul mercato.

La tassonomia dovrebbe portare benefici ai partecipanti ai mercati finanziari, in particolare banche e imprese di assicurazione, facilitando l'identificazione di attività sostenibili e di conseguenza l'integrazione di fattori di sostenibilità nelle loro decisioni di investimento. Grazie a un sistema di classificazione unico, gli investitori saranno in grado di identificare: (1) la percentuale di partecipazioni a società che svolgono attività economiche sostenibili sotto il profilo ambientale; (2) la quota del finanziamento degli investimenti delle attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale in percentuale di tutte le attività economiche. In particolare, una maggiore chiarezza sulle definizioni di attività ecosostenibile garantirà la limitazione del rischio di greenwashing e dei rischi di reputazione a cui sono esposti gli investitori. Di conseguenza, aumentando l'interesse degli investitori in prodotti sostenibili, la tassonomia incoraggia le imprese a incorporare i problemi di sostenibilità nelle loro strategie di business.

Allo stesso modo però, la tassonomia genererebbe dei costi aggiuntivi riguardanti, soprattutto, il miglioramento dei sistemi IT a supporto della raccolta e della gestione dei dati necessari per valutare la conformità con i criteri di *screening* definiti. Infatti gli investitori e gli attori finanziari dovranno sviluppare strumenti adeguati (in particolare nell'IT e nei processi interni), ottenere informazioni e formare il proprio personale. Per quanto riguarda gli istituti finanziari i processi e le procedure interne dovrebbero essere aggiornati per supportare l'adozione della tassonomia attraverso l'intero processo di investimento: raccolta dei dati, monitoraggio e reporting.

Nel mese di giugno del 2019, simultaneamente al report sulla tassonomia delle attività economiche ecocompatibili, il TEG, ha pubblicato il "Report on EU *Green Bond* Standard" e il "Report on Benchmark". All'interno del primo report il TEG propone alla Commissione Europea di realizzare, su base volontaria e non legislativa, un *EU Green Bond Standard* per migliorare l'efficacia, la trasparenza, la comparabilità e la credibilità del mercato delle obbligazioni ecologiche e incoraggiare gli operatori di mercato a emettere e investire in obbligazioni verdi UE. Il TEG ha predisposto tale report sulla base di quanto delineato dalla seconda azione dell'*Action Plan* che prevede la creazione di norme e marchi per prodotti finanziari sostenibili. Per quanto riguarda il "Report on Benchmark", vengono individuati due nuovi tipi di *benchmark*: (1) *EU Climate Transition Benchmark* che selezionano i titoli in base agli obiettivi di riduzione delle emissioni di CO2 delle aziende; (2) *EU Paris-aligned Benchmark*, che permettono la creazione di portafoglio con un livello di emissioni in linea con l'Accordo di Parigi del 2015.

### **3.1.3.2 La proposta di Regolamento UE 2018/0179**

La seconda proposta legislativa incorporata nel pacchetto presentato dalla Commissione Europea il 24

maggio 2018, “Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sull’informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (UE) 2016/2341” stabilisce per gli investitori istituzionali (gestori di patrimoni, compagnie di assicurazione, fondi pensionistici e consulenti finanziari, che ricevono un mandato dai loro clienti/beneficiari affinché prendano decisioni di investimento per loro conto): (1) l’obbligo di includere i fattori ESG nel loro processo decisionale di investimento; (2) adempimenti informativi nei confronti dei clienti che riguardano le modalità con cui tali fattori di sostenibilità sono integrati nelle decisioni di investimento allo scopo di migliorare il livello di trasparenza nei confronti degli investitori finali.

In particolare, tra le principali disposizioni incluse nella proposta legislativa si evidenziano:

- (a) la pubblicazione sui siti web delle politiche formalizzate, relative all’inclusione dei rischi ESG nel processo decisionale relativo agli investimenti;
- (b) l’inclusione, nell’informativa precontrattuale, delle modalità con cui sono stati integrati i rischi ESG;
- (c) la descrizione dell’obiettivo dell’investimento sostenibile sui siti web, accompagnata da informazioni in merito alle metodologie di valutazione, misurazione e monitoraggio dell’efficacia degli investimenti;
- (d) la pubblicazione di informazioni riguardanti la modalità con cui viene assicurato il raggiungimento dell’obiettivo relativo agli investimenti sostenibili. Si deve, quindi, specificare se è stato designato un indice come parametro di riferimento; e fornire una spiegazione che giustifichi l’eventuale mancato allineamento della ponderazione e dei componenti del parametro di riferimento rispetto a un indice generale di mercato;
- (e) la predisposizione di relazioni periodiche all’interno delle quali sia presente una descrizione particolareggiata degli impatti degli investimenti ESG mediante l’utilizzo di indicatori di sostenibilità adeguati.

Successivamente, nel mese di dicembre 2018 l’ESMA, l’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati che ricopre il ruolo istituzionale di migliorare la tutela degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati, ha posto in consultazione il documento “*Consultation Paper on integrating sustainability risks and factors in the UCITS Directive and AIFMD*” avente ad oggetto l’incorporazione e la valutazione del rischio di sostenibilità nell’ambito regolamentare relativo ai gestori di fondi di investimento.

In particolare, il documento propone le seguenti modifiche ai regimi AIFMD per i fondi di investimento alternativi (Reg. EU 23/2013) e UCITS per gli organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (Dir 2010/43/EU):

- integrazione del rischio di sostenibilità nelle procedure e nei sistemi di controllo organizzativo;
- analisi delle risorse e delle competenze necessarie per la gestione del rischio di sostenibilità;
- valutazione del rischio di sostenibilità nella selezione e nel monitoraggio degli investimenti, nella progettazione di politiche e procedure scritte di *due diligence*;

- integrazione del rischio di sostenibilità nella definizione, implementazione e mantenimento di una politica di *risk management* adeguata e documentata.

L'ESMA ritiene, infatti, che:

- i rischi di sostenibilità debbano sempre essere considerati nelle decisioni di investimento, e non solamente quando gli investimenti ESG sono selezionati sulla base di preferenze di sostenibilità esplicite degli investitori. Pertanto gli investitori possono investire in modo sostenibile integrando i fattori e/o i rischi di sostenibilità nel processo decisionale degli investimenti o investendo direttamente in attività economiche che hanno un impatto positivo in termini di sostenibilità. Infatti, il rischio di sostenibilità è parte del processo di risk management al pari degli altri rischi di mercato, di interesse e di credito.
- nel caso in cui tali rischi siano considerati materiali per il ritorno finanziario degli investimenti, gli investitori dovrebbero identificare quali sono i fattori rilevanti per ciascun tipo di rischio e quali sono gli indicatori adeguati per monitorare tale fattore. A titolo esemplificativo: se si analizza l'investimento in una società industriale, i rischi sociali potrebbero essere considerati materiali per la valutazione degli investimenti. Un fattore associato a questo rischio potrebbe essere la sicurezza dei dipendenti che lavorano sul posto. Un indicatore che potrebbe essere utilizzato per monitorare tale fattore è il numero di incidenti. Dunque, un aumento del numero di incidenti dovrebbe essere monitorato.
- l'analisi degli investimenti debba svolgersi mediante l'utilizzo di informazioni che riflettono i rischi ESG in modo adeguato. Ciò implica che gli investitori effettuino una valutazione sulla qualità dei dati impiegati per eseguire l'analisi. Per questo motivo, secondo l'ESMA, gli investitori dovrebbero descrivere come vengono fornite le informazioni e specificare se i dati vengono elaborati internamente per eseguire l'analisi degli investimenti. Gli investitori dovrebbero sviluppare metodologie specifiche di elaborazione di dati relativi ai rischi ESG e fornire una descrizione dettagliata delle caratteristiche di queste metodologie e spiegare in che misura la metodologia è pertinente ai fattori analizzati.

La consultazione è terminata il 19 febbraio 2019 e il *Final report* dell'ESMA è atteso a breve.

### **3.1.3.3 La Proposta di Regolamento UE 2018/0180**

La terza proposta del pacchetto di misure presentate dalla Commissione Europea nel mese di maggio del 2018, "Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio", intende modificare il regolamento mediante l'introduzione di due nuove tipologie di *benchmark*. Essa è coerente con gli obiettivi del regolamento in quanto mira a garantire che gli indici di riferimento diano una rappresentazione accurata e affidabile delle realtà economiche e che risultino facilmente comprensibili da tutte le parti interessate, favorendo in tal modo un elevato livello di protezione dei consumatori e degli investitori. In particolare, l'art. 1 della proposta legislativa prevede l'introduzione di due categorie di indici di riferimento: (1) indici di riferimento di basse emissioni di



carbonio (“*benchmark low-carbon*”) e (2) indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio (“*positive carbon impact*”). I “*benchmark low-carbon*” implicano la “decarbonizzazione” degli indici standard ovvero la selezione di quei titoli che sono associati a minori livelli di emissioni di CO<sub>2</sub> e quindi riducono i titoli che hanno un impatto negativo sul cambiamento climatico. Al contrario, “*positive carbon impact*” riguardano la selezione di titoli di quelle società in cui il livello di emissioni evitate è maggiore rispetto alla quantità di CO<sub>2</sub> emessa (per esempio, imprese che adottano strategie di risparmio energetico o ricorrono alle fonti rinnovabili). Di conseguenza, essi aumentano la concentrazione di emittenti e attività che hanno un impatto positivo.

### **3.1.4 Le proposte di modifica di ulteriori regolamenti europei per integrare la sostenibilità nei servizi di consulenza**

La Commissione Europea, nella consapevolezza che le imprese di investimento e i distributori di prodotti assicurativi possono svolgere un ruolo centrale nel ri-orientamento del sistema finanziario verso la sostenibilità e per dar seguito alla quarta azione dell’*Action Plan*<sup>54</sup>, ha presentato, tra il 24 maggio e il 21 giugno 2018, la “Proposta di modifica a Regolamento Delegato 2017/565” e la “Proposta di modifica a Regolamento Delegato 2017/2359”. In particolare, le due proposte legislative andrebbero rispettivamente a modificare la MiFID II<sup>55</sup> (“*Markets in Financial Instruments Directive*”) e a la IDD<sup>56</sup> (“*Insurance Distribution Directive*”).<sup>57</sup>

Le novità di maggiore rilievo contenute all’interno delle proposte si possono riassumere nei seguenti punti: (1) gli intermediari finanziari, al fine di fornire informazioni adeguate relative agli strumenti finanziari, devono integrare i fattori ESG nella descrizione relativa alla natura e ai rischi di tali strumenti; (2) servendosi di un questionario, in sede di profilatura, gli intermediari finanziari che forniscono consulenza finanziaria devono rilevare, le eventuali preferenze ESG dei loro clienti; (3) gli intermediari finanziari sono tenuti a prendere in considerazione le preferenze ESG dei loro clienti anche nel processo di selezione e verifica dell’adeguatezza dei prodotti finanziari da offrire a tali clienti; (4) gli intermediari finanziari devono fornire ai loro clienti una relazione all’interno della quale sono riflesse la modalità di soddisfazione delle preferenze ESG espresse da tali clienti.

Nel mese di luglio del 2018, la Commissione Europea ha richiesto ad ESMA ed EIOPA (“*European Insurance and Occupational Pensions Authority*”) di esprimere il proprio parere riguardo l’integrazione dei

---

<sup>54</sup> “Integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria”

<sup>55</sup> Entrata in vigore il 3 gennaio 2018, ha come obiettivo lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale siano assicurate la trasparenza e la protezione degli investitori. Le disposizioni contenute, essendo ispirate al dovere di agire nel miglior interesse del cliente, garantiscono una corretta informativa per gli investitori, si occupano di eventuali conflitti di interesse tra le parti e richiedono un’adeguata profilatura del risparmiatore.

<sup>56</sup> Entrata in vigore il 23 febbraio 2018, regola la distribuzione dei prodotti assicurativi dei rami vita e dei rami danni. Per i prodotti di investimento a base assicurativa è previsto, in linea con la MiFID II, un insieme di regole ad hoc.

<sup>57</sup> Si precisa che tali proposte potranno essere adottate esclusivamente a seguito dell’approvazione della “Proposta di Regolamento UE 2018/0179”.

fattori ESG nella normativa in materia di servizi di investimento (MIFID II) e assicurazioni (Solvency II<sup>58</sup> e IDD). A seguito di tale richiesta, il 26 novembre 2018 e 19 dicembre 2018, EIOPA ed ESMA hanno pubblicato i rispettivi consultation paper, il cui periodo di pubblica consultazione si è concluso nei primi di maggio 2019.

Più nel dettaglio, relativamente alla MIFID II, l'ESMA ha individuato la necessità di adottare modifiche relative all'organizzazione interna degli intermediari finanziari per tenere conto dei fattori ESG includendoli nei loro processi, sistemi e controlli interni. Per quanto riguarda la funzione di risk management, è previsto che i fattori ESG debbano essere tenuti in debita considerazione nella definizione delle politiche e procedure di gestione del rischio. In tal modo, osserva l'ESMA, è lecito aspettarsi che i fattori in esame siano oggetto di analisi anche da parte delle funzioni di compliance e internal audit, dato che le stesse sono responsabili del monitoraggio dell'adeguatezza delle politiche e delle procedure adottate in tema di risk management. L'ESMA propone l'inclusione di un riferimento puntuale ai fattori ESG nelle norme che disciplinano la determinazione e revisione, da parte degli intermediari produttori e distributori, del *target market*.

Con riferimento al settore assicurativo, la proposta di technical advice formulata dall'EIOPA segue quanto previsto dall'ESMA in ambito di MIFID II, proponendo modifiche alla normativa Solvency II e IDD in materia di organizzazione interna, risk management, conflitti di interesse e product governance. In particolare, per quanto riguarda la Solvency II, sono proposte diverse modifiche al Regolamento delegato (UE) 2015/35. Tra le modifiche di maggior rilievo, si evidenzia la necessità di includere valutazioni riguardanti la sostenibilità nel processo di *risk management*.

Il 18 giugno 2019 la Commissione Europea ha pubblicato, in linea con quanto delineato dall'azione 9 del “*Action Plan on Financing Sustainable Growth*”, un aggiornamento delle linee guida per le aziende sulla comunicazione agli investitori delle informazioni sul cambiamento climatico. Tali indicazioni non hanno carattere vincolante e costituiscono un supplemento alle linee guida che accompagnano la Direttiva sulla rendicontazione non finanziaria. L'obiettivo perseguito è quello di garantire una informativa completa in merito agli impatti del cambiamento climatico sulle attività svolte dalle imprese.

### **3.2 GLI IMPATTI DELLA FINANZA SOSTENIBILE SUGLI INTERMEDIARI FINANZIARI**

Gli impatti della finanza sostenibile sugli intermediari finanziari derivano da tre comportamenti: (1) osservare il quadro normativo o i valori specifici delle organizzazioni; (2) migliorare gli investimenti in termini di rischio e rendimento; (3) promuovere lo sviluppo sostenibile e le *business practice* sostenibili.

In particolare lo sviluppo del quadro regolamentare europeo, in precedenza descritto, avrà un impatto significativo sugli intermediari finanziari sia che operino in qualità di “*manufacturer*” (inteso quale soggetto

---

<sup>58</sup> Si tratta della Direttiva UE 2009/138 che estende la normativa di Basilea II al settore assicurativo.

che crea, sviluppa emette e/o concepisce strumenti finanziari o che fornisce consulenza agli emittenti societari nell'espletamento di tale attività) che di "distributore" (inteso quale soggetto che offre e raccomanda strumenti finanziari ai clienti).

L'analisi che segue riporta gli impatti sugli intermediari finanziari classificati rispetto all'ambito di riferimento. In particolare, possiamo individuare quattro ambiti di impatto: (1) *Corporate governance* e requisiti organizzativi; (2) *Product governance e target market*; (3) Distribuzione dei prodotti e adeguatezza; (4) Trasparenza informativa alla clientela.

### **3.2.1 Corporate Governance e requisiti organizzativi**

Le disposizioni normative in materia di sostenibilità prevedono l'integrazione dei criteri ESG nei processi decisionali del CdA e quindi nei sistemi di *governance* degli intermediari finanziari.

Gli organi di vertice dell'intermediario, CdA in particolare, sono chiamati in primo luogo a definire le strategie e gli obiettivi di sostenibilità dei prodotti di investimento che si intendono offrire alla clientela; a questo proposito nel determinare il grado di sostenibilità dei prodotti è importante applicare i criteri di classificazione e la tassonomia delle attività sostenibili previste dal quadro regolamentare di riferimento.

La fase di ingegnerizzazione dei nuovi prodotti finanziari da realizzare secondo le logiche ESG, quali ad esempio la creazione di linee di gestione finalizzate agli investimenti ESG da parte di OICR, non può non coinvolgere direttamente il massimo organo decisionale. Gli intermediari, una volta definito l'approccio strategico, dovranno considerare la «componente di sostenibilità» nei processi e nelle procedure organizzative interne, che si tradurranno in compiti e responsabilità<sup>[1]</sup> in capo agli Organi Societari e alle Funzioni aziendali di Controllo. In particolare: (1) le strutture di *governance* dovranno essere adeguate al fine di migliorare il ruolo di indirizzo e monitoraggio del Consiglio di Amministrazione relativamente ai fattori ESG; (2) gli organi societari dovranno prendere in considerazione la possibilità di istituire un apposito Comitato con il compito di supervisionare le questioni relative alla sostenibilità; (3) affinché la strategia "sostenibile" sia implementata con successo, occorrerà valutare ed eventualmente migliorare le competenze del personale coinvolto ; nel processo di strutturazione dei prodotti nonché nella loro distribuzione anche attraverso specifici percorsi formativi; (4) il rischio di sostenibilità, incluso all'interno del processo di *risk assessment*, dovrà essere integrato nelle procedure nei sistemi di controllo interni e pertanto le funzioni di risk management, *compliance* e di *internal audit* dovranno considerare i fattori ESG nel monitoraggio dell'adeguatezza e dell'efficacia delle politiche intraprese a livello aziendale.

Nell'ambito dei processi decisionali che determinano la "strategia ESG" dell'intermediario, assume rilievo la "politica di *engagement* e voto" che consiste "nel processo attraverso il quale l'investitore avvia un dialogo strutturato con il *management* dell'impresa partecipata (e/o oggetto di analisi), sulla base del monitoraggio continuo degli aspetti ambientali, sociali e di *governance* relativi all'attività aziendale"<sup>59</sup>. Tale

---

<sup>59</sup> Definizione del "Forum per la Finanza Sostenibile"

politica si svolge mediante due modalità: (1) il dialogo con l'impresa; (2) il voto in assemblea (c.d. azionariato attivo). Mentre la prima modalità viene condotta in maniera continuativa dall'investitore, la seconda avviene periodicamente alle date fissate per l'assemblea in cui l'investitore interviene. Il dialogo con l'impresa scaturisce dalla necessità di ricevere informazioni più dettagliate riguardo alle tematiche ESG adottate nelle politiche aziendali. Esso avviene attraverso l'invio di richieste scritte di informazioni, momenti di incontro o *workshop* con le imprese. L'azionariato attivo permette, mediante l'intervento in assemblea, un dialogo diretto con il CdA per sollecitare l'attenzione verso temi ESG e, attraverso il voto e le mozioni, guidare le imprese verso comportamenti più sostenibili e responsabili.

Esistono diversi studi che dimostrano l'esistenza di una correlazione positiva tra “la politica di *engagement* e di voto” e benefici in termini finanziari. A tal proposito, il *finance working paper* di ECGI<sup>60</sup>, pubblicato nel mese di settembre del 2018, “*Shareholder Engagement on Environmental, Social and Governance Performance*” ha riscontrato come, le società nei confronti delle quali si intraprende tale politica, migliorino le loro performance garantendo rendimenti azionari e liquidità più elevati. Anche il paper “ESG shareholder engagement and downside-risk”<sup>61</sup> dimostra che la “politica di *engagement* e di voto” contribuisce, soprattutto quando i cambiamenti nelle politiche ambientali delle imprese sono accompagnati da miglioramenti della *governance*, a ridurre l'esposizione delle imprese al *downside-risk*.

Al fine di poter implementare efficacemente tale politica, gli investitori “responsabili” hanno costituito alcuni network a livello europeo con il compito di definire indirizzi comuni riguardanti temi sociali, ambientali e di *governance* attraverso, ad esempio, la partecipazione congiunta alle assemblee degli azionisti. Tali network promuovono lo sviluppo della finanza sostenibile coinvolgendo istituzioni, consulenti, associazioni, enti pubblici e privati. Tra questi assumono particolare rilevanza i network di investitori attivi SfC<sup>62</sup> (*Shareholders for change*) e ICCR<sup>63</sup> (*Interfaith Center on Corporate Responsibility*). Solitamente essi adottano due diverse metodologie di *engagement*: (1) attraverso il dialogo con aziende che, normalmente, fanno parte di un universo di investimenti selezionato secondo criteri ESG; (2) mediante la partecipazione critica con le aziende che sono oggetto di campagne ONG relative a gravi controversie ambientali o sociali. Etica Sgr<sup>64</sup>, in qualità di investitore responsabile, ha aderito ai network indicati e ha scelto di associare le tematiche discusse durante il dialogo con le aziende agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibili delle Nazioni Unite (OSS). A titolo esemplificativo, in relazione all'Obiettivo numero 2 “*Zero Hunger*”<sup>65</sup>, Etica Sgr si è

---

<sup>60</sup> European Corporate Governance Institute

<sup>61</sup> Pubblicato nel mese di agosto del 2018 dagli studiosi Hoepner, Oikmonou, Sautner, Starks, Zhou.

<sup>62</sup> “Azionisti per il Cambiamento”, un network di investitori istituzionali europei che svolgono attività di *engagement* per incoraggiare comportamenti sostenibili nel medio-lungo periodo.

<sup>63</sup> “Centro interreligioso sulla responsabilità aziendale”, un network di circa 3000 investitori americani titolari e/o responsabili di oltre 100 miliardi di dollari di patrimonio mobiliare, con l'obiettivo di migliorare il processo decisionale delle imprese su questioni ambientali e sociali.

<sup>64</sup> Società di gestione del risparmio del Gruppo Banca Popolare Etica che ha lo scopo di “rappresentare i valori della finanza etica nei mercati finanziari, sensibilizzando il pubblico e gli operatori finanziari nei confronti degli investimenti socialmente responsabili e della responsabilità sociale d'impresa” (art. 4 Statuto di Etica Sgr).

<sup>65</sup> “Porre fine alla fame, raggiungere la sicurezza alimentare, migliorare la nutrizione e promuovere un'agricoltura sostenibile”

concentrata in particolare sul tema della sicurezza alimentare. Tematica scottante all'interno di questo ambito è costituita dalla campagna internazionale volta all'eliminazione progressiva degli antibiotici da tutti i passaggi della produzione alimentare. Infatti, l'utilizzo intensivo di antibiotici nella catena alimentare, non solo costituisce un grave pericolo per la salute, ma, come ricorda il FAIRR<sup>66</sup>, un rischio sistemico per gli investitori che detengono in portafoglio titoli di imprese del settore alimentare, farmaceutico o assicurativo<sup>67</sup>. In relazione a tale minaccia, Etica Sgr, a frutto del confronto tenutosi con il network FAIRR, ha fornito il suo contributo, nell'ambito della sua attività di *engagement*, inviando una lettera a una società statunitense operante nel settore dei beni di consumo in cui richiede di stabilire una politica globale volta ad eliminare l'uso degli antibiotici nella filiera alimentare e comprendente meccanismi di misurazione e controllo dell'uso di antibiotici nella catena di approvvigionamento.

### 3.2.2 Product Governance e target market

La *product governance* costituisce una disciplina fondamentale all'interno della MiFID II, il cui obiettivo è quello di tutelare la clientela riducendo i casi di “*misselling*” ovvero di investimenti inadeguati in quanto non conformi alla propensione al rischio del cliente o ai suoi obiettivi di investimento. Da ciò scaturisce l'obbligo per gli intermediari finanziari di individuare un mercato di riferimento (c.d. *target market*) ossia la clientela compatibile con un determinato strumento finanziario ancor prima che questo venga immesso nel mercato. Ciò comporta che gli intermediari finanziari dovranno identificare correttamente il mercato di riferimento per gli investimenti sostenibili creati e offerti con l'obiettivo di assicurare, durante tutto il ciclo di vita del prodotto, che lo strumento sia compatibile con le esigenze dei clienti che esprimono preferenze “sostenibili”.

A tal fine, gli intermediari dovranno pertanto: (1) valutare l'adeguatezza ed eventualmente modificare o integrare le politiche e i processi interni in tema di *product governance*; (2) includere prodotti SRI, come green bond, social bond e fondi etici, nel catalogo di prodotti offerti; (3) integrare la sostenibilità nella definizione del *target market* positivo e negativo; (4) integrare fattori di sostenibilità nella scambio delle informazioni sul prodotto finanziario e sul mercato di riferimento, tra *manufacturer* e *distributor*; (5) adottare procedure di “*product testing*” adeguate e cioè che tengano in considerazione i fattori ESG.

### 3.2.3 Distribuzione dei prodotti e adeguatezza

Nel processo di *decision-making* dei clienti, i fattori ESG stanno assumendo sempre più importanza. Pertanto, al fine di poter fornire prodotti adeguati alle esigenze degli investitori, i distributori dovranno raccogliere, in fase di profilatura della clientela, elementi “non finanziari” integrando gli obiettivi di investimento tradizionali con gli obiettivi ESG. Questo assicurerà la sostenibilità dei processi distributivi e di

---

<sup>66</sup> “*Farm Animal Investment Risk & Return*”: un network di investitori che sensibilizza ai rischi ESG causati dalla produzione intensiva di animali

<sup>67</sup> Report “*Improving antibiotics stewardship in livestock supply chains*”, pubblicato dal FAIRR il 20 maggio del 2019

consulenza, in linea con le “*good practice*” raccomandate dalle “Linee Guida sull’Adeguatezza” pubblicate dall’ESMA nel mese di novembre del 2018. Il questionario di profilatura sarà pertanto integrato con nuovi quesiti idonei a cogliere le preferenze i clienti i termini di sostenibilità. Di conseguenza, le procedure di valutazione di adeguatezza dovranno essere riviste per assicurare l’introduzione delle considerazioni ambientali, sociali e di *governance*. Inoltre, sarà necessario includere, negli algoritmi che monitorano e verificano periodicamente l’adeguatezza degli investimenti effettuati per conto dei clienti, i fattori di sostenibilità.

### **3.2.4 Trasparenza informativa alla clientela**

Le misure ipotizzate dalla normativa europea per prevenire o ridurre il fenomeno di *greenwashing*, mirano a migliorare l’informativa da fornire ai clienti, prima della prestazione dei servizi di investimento. L’impatto pertanto riguarda: (1) l’integrazione, nella documentazione relativa all’informativa precontrattuale, di specifiche informazione sugli investimenti sostenibili in termini di complessità dei prodotti, rischi e costi associati; (2) inclusione, nel contratto di consulenza e nel contratto di gestione, dei fattori ambientali, sociale e di *governance* considerati nel processo di selezione che è stato adottato al fine, rispettivamente, raccomandare o selezionare, gli strumenti finanziari ai proprio clienti; (3) obblighi di informativa sulla progettazione del *benchmark* sostenibile; (4) integrazione dei documenti sintetici contenenti le informazioni-chiave (KID) sui prodotti di investimento, mediante dati relativi ai fattori ESG; (5) modifica della relazione “sustainability report” inserendo una spiegazione che illustri al cliente come l’investimento risponda alle sue preferenze ESG; (6) integrazione di informazioni specifiche riguardanti il valore degli investimenti sostenibili sottostanti al prodotto all’interno delle comunicazioni periodiche (rendicontazione non finanziaria).

### **3.2.5 Focus sull’inclusione dei fattori ESG nelle strategie di investimento relative all’attività di asset management**

Nel paragrafo precedente abbiamo descritto i principali impatti per gli intermediari finanziari derivanti dalla regolamentazione sulla finanza sostenibile; in questa sede appare opportuno concentrare l’analisi, anche attraverso alcune esemplificazioni applicative, sulle specifiche attività di asset management.

Si è evidenziato, in particolare, che gli intermediari devono basare le proprie strategie di investimento anche su criteri ambientali, sociali e di corporate governance coerentemente ai principi di tutela della propria reputazione. Infatti il valore delle imprese non è indipendente da come i profili ESG vengono considerati nelle realtà aziendali. Inoltre le evidenze empiriche indicano che investimenti socialmente responsabili comportando minori rischi e, secondo autorevoli studi<sup>68</sup>, maggiore redditività.

Di seguito si riporta la strategia di investimento del Gruppo Generali<sup>69</sup> in ambito ESG e le modalità applicative all’interno delle procedure organizzative interne.

---

<sup>68</sup> il tema sarà trattato in modo specifico nel capitolo successivo.

<sup>69</sup> Assicurazione Generali S.p.A.

Per il Gruppo Generali l'attività di *asset management* rappresenta un pilastro fondamentale nel business assicurativo; essa ha un impatto rilevante sull'economia reale perché permette di influire attivamente in ambiti quali la tutela dell'ambiente, il rispetto dei diritti umani e dei diritti del lavoro.

Generali aderisce all'UN Global Compact<sup>70</sup>, ha sottoscritto i *Principles for Sustainable Insurance (PSI)* dell'UNEP. Coerentemente a tali principi e in qualità di investitore istituzionale, la sua strategia è rivolta all'identificazione, valutazione e monitoraggio degli investimenti, inclusi nell'*Insurance Portfolios*, che sono esposti a rischi ESG. Il Gruppo Generali ha formalizzato il proprio impegno nell'ambito degli investimenti responsabili nelle procedure organizzative interne. L'approccio del Gruppo verso la finanza sostenibile risulta riflessa anche nel documento "Responsible Investment Guideline" in cui si dichiara: "*The Group believes that the proactive integration of relevant Environmental, Social and Governance (ESG) factors into the investment process, across asset classes, will support it to achieve both financial returns and social good. Furthermore, the Group seeks to have an influence on issuers' behavior through engagement activity and voting policies.*".

La strategia "sostenibile" del Gruppo si basa su sei principi:

- (a) Incorporare le tematiche ESG nell'analisi degli investimenti e nel processo decisionale;
- (b) Essere "*active owners*" affinché le tematiche ESG siano incorporate politiche e nelle procedure delle imprese partecipate;
- (c) identificare un'informativa adeguata sui fattori ESG nelle imprese in cui il Gruppo investe;
- (d) promuovere l'adozione e l'implementazione dei "Principles for Responsible Investment (PRI)"<sup>71</sup> nelle imprese in cui il Gruppo investe;
- (e) collaborare con le imprese in cui il Gruppo investe affinché tali Principi siano implementati in modo efficace;
- (f) informare attraverso report periodici in merito all'attività condotta e ai progressi nella implementazione dei PRI.

Il Gruppo definisce i criteri, le attività e gli strumenti per promuovere una maggiore esposizione alle tematiche ESG. Per quanto riguarda i criteri identificati, Il Gruppo considera investimenti a più alto rischio in attività emessa da società che: (1) producono armi che violano i principi dei diritti umani (come le armi nucleari); (2) sono coinvolte in violazioni gravi o sistematiche dei diritti umani; (3) causano gravi danni ambientali; (4) sono coinvolte in casi di grave corruzione.

Relativamente alle attività, il Gruppo istituisce uno specifico processo volto a: (1) un continuo monitoraggio degli investimenti; (2) identificare e valutare gli emittenti con una maggiore esposizione alle tematiche ESG, da integrare con le tradizionali tecniche di analisi del rischio finanziario e del rendimento con

---

<sup>70</sup> Si tratta di un'iniziativa delle Nazioni Unite che incoraggia le imprese di tutto il mondo a creare un quadro economico, sociale e ambientale atto a promuovere un'economia mondiale sana e sostenibile, che garantisca a tutti l'opportunità di dividerne i benefici.

<sup>71</sup> Si tratta in particolare dei Principi per l'Investimento Responsabile (*Principles for Responsible Investment*) lanciati dalle Nazioni Unite nel 2006 con l'intento di favorire la diffusione dell'investimento sostenibile e responsabile tra gli investitori istituzionali.

analisi delle politiche ESG; (4) escludere gli emittenti che recano danni ESG. Il Comitato per gli Investimenti Responsabili ha il compito di valutare in modo equo e neutrale il rispetto, da parte degli emittenti, dei criteri ESG definiti dal Gruppo. In caso di valutazione negativa sarà il *Chief Investment Officer* del Gruppo a prendere una decisione in merito alla possibile esclusione dagli investimenti del Gruppo.

Per quanto riguarda gli strumenti, il Gruppo ha adottato sia strumenti interni che esterni e metodologie per monitorare continuamente gli investimenti e identificare gli emittenti con significativi problemi relativi agli ESG.

La politica di engagement e di voto è stata formalizzata da Generali nella “*Group voting Policy*” in cui è stabilito che l’esercizio del diritto di voto è svolto, per allineare le scelte di voto alla strategia di investimento che comprende i fattori ESG anche attraverso la presentazione nelle assemblee degli azionisti di istanze relative alla diffusione delle migliori pratiche in materia di governance, etica professionale, coesione sociale e protezione dell’ambiente.<sup>72</sup>

In particolare, nello svolgimento delle attività di voto, i criteri considerati sono i seguenti:

#### (1) Diritti di partecipazione

- Accesso a informazioni esaustive prima delle assemblee generali;
- Trattamento equo degli azionisti, sia minoritari che di maggioranza;
- Meccanismi anti-acquisizione contrari agli interessi di tutti gli azionisti.

#### (2) Organi aziendali

- separazione delle funzioni tra il presidente del consiglio di amministrazione e l'amministratore delegato;
- indipendenza dei registi;
- Rappresentanti dei dipendenti nel Consiglio di amministrazione;
- Conoscere le capacità professionali dei candidati
- Durata della nomina come membro del consiglio di amministrazione;
- Direzioni multiple in diverse società;
- Membro del consiglio di amministrazione in termini di numero minimo / massimo di membri;
- membri indipendenti che rappresentano azionisti di minoranza;
- Diversità;
- Comitati di commissione

#### (3) Politica di remunerazione

#### (4) *Audit*, divulgazione e trasparenza

- Trasparenza e qualità dell'informazione finanziaria;
- Scarico delle responsabilità su gestione e responsabilità con responsabilità strategiche;

---

<sup>72</sup> Nella Policy viene tra l’altro definita la posizione del Gruppo in merito a un equo trattamento dei diritti degli azionisti, ai meccanismi anti-takeover, alla sostenibilità nella composizione del board (in termini di diversity, indipendenza, ecc.), alla trasparenza e alla qualità della comunicazione finanziaria, oltre all’inclusione di variabili ESG per la remunerazione dei manager.



- Nomina di sindaci.

(5) Assegnazione del reddito e investimenti sul capitale

- divulgazione delle politiche di distribuzione dei dividendi;

- emissione di azioni strategicamente giustificate e bilanciate finanziariamente;

- transazioni azionarie riservate (ad esempio fusioni, scissioni) valutate sul loro valore a lungo termine.

### 3.2.6 Casi di impatto dei fattori ESG sui fondi pensione

I fondi pensione sono intermediari finanziari che, in relazione alle loro caratteristiche di investitori in un orizzonte temporale di medio lungo termine, rivestono un ruolo rilevante per la finanza sostenibile. In particolare, i fondi pensione, investiti dal dovere fiduciario, che li vincola ad agire sulla base dei principi di prudenza e nell'interesse dei beneficiari, dovrebbero dirigere le loro politiche verso la sostenibilità degli investimenti e il contenimento dei rischi. Una spinta verso la finanza sostenibile viene dalla normativa di riferimento cui sono soggetti i fondi pensione<sup>73</sup>.

Il Forum per la Finanza Sostenibile, in collaborazione con la MEFOP<sup>74</sup>, ha condotto un'indagine sugli investimenti sostenibili e responsabili degli operatori previdenziali italiani basandosi su un campione composto da cinquanta piani previdenziali<sup>75</sup> che, complessivamente, gestiscono una massa pari a 169 miliardi di euro. L'analisi è stata condotta tramite l'invio di un questionario in cui sono stati analizzati i seguenti temi:

- (1) *governance*: è stato richiesto di fornire informazioni riguardanti la frequenza con cui il CdA valuta le performance dal punto di vista della sostenibilità degli investimenti, la qualità e la completezza delle basi informative di cui dispone e la definizione, all'interno della strategia, di obiettivi di sostenibilità per manager e dipendenti;
- (2) *politica di investimento*: sono state richieste informazioni in merito alle motivazioni che hanno spinto all'adozione di una politica di investimento sostenibile e al tasso di copertura della politica SRI;
- (3) *attuazione della politica di investimento*: sono stati richiesti dettagli riguardanti le strategie SRI attuate nelle diverse classi di attivo e gli investimenti realizzati;
- (4) *trasparenza*: sono state richieste informazioni in merito alla *disclosure* sulla politica SRI adottata.

I risultati dell'analisi svolta confermano la crescente attenzione, da parte degli operatori previdenziali italiani, all'adozione di politiche di investimento ESG. Tuttavia, buona parte di essi, al pari degli operatori a livello europeo, come mostrato dal grafico, non tiene adeguatamente conto della rilevanza dei rischi ESG da un punto di vista finanziario.

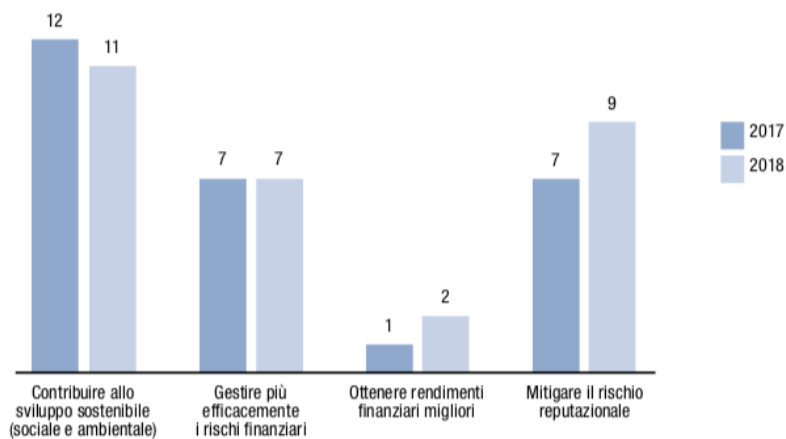
---

<sup>73</sup> Esaminata nel paragrafo 3.1.1.

<sup>74</sup> Si tratta di una società costituita dal Ministero dell'Economia e delle Finanze della Repubblica Italiana, per lo sviluppo del Mercato dei Fondi Pensione.

<sup>75</sup> Sono stati selezionati i primi dieci piani previdenziali per ciascuna delle seguenti categorie: Casse di Previdenza, Fondi Pensione Negoziati, Fondi Pensione Aperti, Piani Individuali Pensionistici, Fondi Pensione Preesistenti.

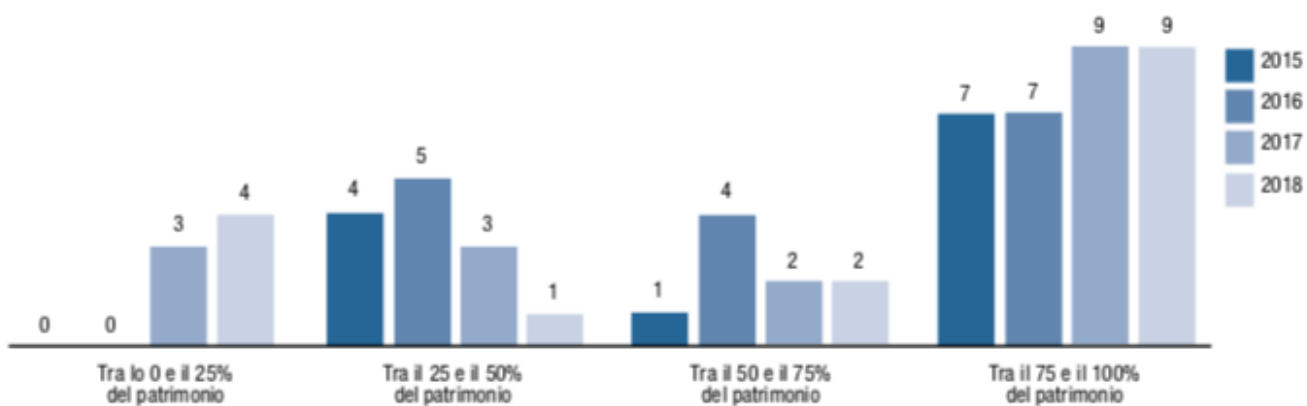
### Motivazioni dell'adozione di politiche SRI



Fonte: Forum della Finanza Sostenibile, “Le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali, quarta edizione di novembre 2018”

Tra le buone pratiche riportate nella sezione “Governance” si segnalano: la redazione del bilancio di sostenibilità, l’adozione di principi deontologici (codici etici e disciplinari), l’adozione del modello 231 e del collegato Codice Etico e la sottoscrizione dei Principles for Responsible Investment (PRI). L’analisi evidenzia inoltre che, nella definizione delle politiche di investimento, è molto diffusa la consulenza di un *advisor* ESG indipendente in particolare per l’analisi del portafoglio, per le attività di Engagement e per il calcolo della *carbon footprint*; così come abbastanza frequente è l’utilizzo, da parte dei Fondi, di *benchmark* esterni per le proprie valutazioni ESG. L’adozione di politiche di investimento sostenibile resta ancora circoscritta a una quota parziale del patrimonio.

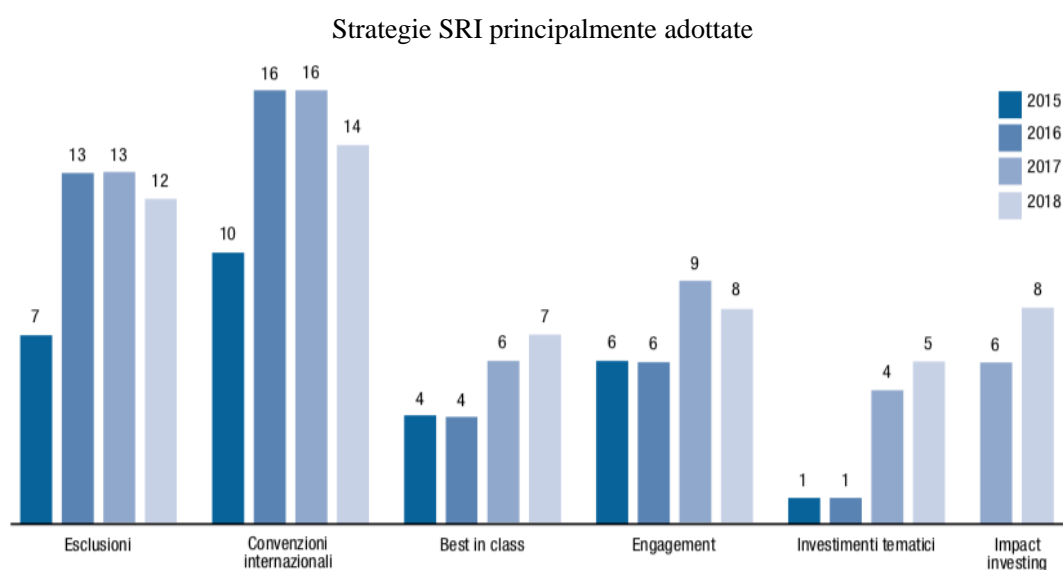
### Tasso di copertura delle politiche SRI adottate



Fonte: Forum della Finanza Sostenibile, “Le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali, quarta edizione di novembre 2018”

Inoltre, i dati riguardanti le strategie di investimento principalmente adottate dagli operatori previdenziali, mostrano come convenzioni internazionali ed esclusioni, seguite da *engagement* ed *impact investing*, siano le più diffuse nel mercato italiano. Tra i criteri di esclusione si conferma il settore degli

armamenti, la pornografia, l'alcool, il lavoro minorile, il tabacco, il gioco d'azzardo e l'energia nucleare, nonché società con impatto negativo sull'ambiente o che violano i diritti dei propri lavoratori.



Fonte: Forum della Finanza Sostenibile, “Le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali, quarta edizione di novembre 2018”

Inoltre, con riferimento all’attuazione delle strategie di investimento, si evidenzia che l’integrazione dei fattori ESG è in crescita anche su tutte le *asset class*, incluse quelle meno tradizionali (immobiliari, private equity/debt, *hedge fund* e *commodity*). Relativamente al tema della trasparenza dall’analisi, emerge che la gran parte dei piani attivi descrive la propria strategia di investimento sostenibile in un documento accessibile pubblicamente. Inoltre, in ambito di comunicazione e disclosure si riscontra un aumento della quota di organizzazioni che pubblicano un rendiconto annuale riguardante l’attuazione delle strategie SRI.

Malgrado i trend complessivamente confermino un andamento positivo, permangono alcuni fattori di criticità riguardanti l’adozione di politiche sostenibili da parte dei fondi pensione. Tra questi emergono: (1) strategie di investimento dei piani previdenziali spesso orientate nel breve termine; (2) la mancanza di skill diverse da quelle finanziarie; (3) l’assenza di uno standard di mercato di riferimento.

In particolare, la compressione dell’orizzonte temporale e l’insufficiente integrazione dei rischi socio-ambientali possono generare un disallineamento negli obiettivi di investimento. Queste contraddizioni si rivelano ancor più accentuate per le forme pensionistiche di primo pilastro, che comportano una partecipazione obbligatoria dei lavoratori.

In questo contesto, l’emanazione della Direttiva Europea IORP II (Institution for Occupational Retirement Provision) segna un passo importante per rafforzare le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali europei e italiani. Tra i vari aspetti su cui va a intervenire, la IORP II prescrive infatti l’integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance nelle decisioni relative agli investimenti, nell’ottica di lungo periodo tipica dei Fondi Pensione. In linea con l’approccio adottato

dall'Action Plan, si introduce anche *l'obbligo di disclosure*: i fondi pensione europei saranno tenuti a divulgare le modalità in cui i temi socio-ambientali sono integrati nella gestione finanziaria e nell'analisi dei rischi di investimento. Gli effetti della direttiva, negli anni a venire, potrebbero quindi modificare fortemente lo scenario delle politiche di investimento SRI per gli investitori previdenziali.

Finora, i temi della rendicontazione della sostenibilità e dell'integrazione ESG da parte dei fondi pensione dell'UE sono stati affrontati nei settori del sistema pensionistico privato obbligatorio (Pillar II) e della previdenza privata complementare volontaria (Pillar III). L'aggiornamento della IORP II e la proposta 2017 sui prodotti pensionistici personali paneuropei (PEPP) incoraggiano gli operatori previdenziali a rivelare pubblicamente se e in che modo sono responsabili del rischio climatico e includono tali fattori nei loro sistemi di gestione del rischio.

Nonostante la crescente consapevolezza degli operatori previdenziali sull'importanza dei temi ESG, il dibattito rimane aperto. PensionsEurope, l'associazione europea dei fondi pensione, ha accolto con favore l'Action Plan, sostenendo gli effetti positivi che la maggior parte delle misure avrà sugli investitori istituzionali; al tempo stesso, ha sottolineato la criticità di alcuni punti, come l'inclusione dei criteri ESG nella definizione di dovere fiduciario, ribadendo la necessità di preservare l'autonomia dei Fondi Pensione nelle decisioni di investimento e nella definizione dei criteri ESG da adottare.

Di seguito vengono descritti i percorsi intrapresi, per l'applicazione di criteri ESG nelle politiche di investimento, da alcuni specifici Fondi Pensione operanti in Italia e i relativi impatti.

(a) *Fondo Pensione Cometa*<sup>76</sup>: il Fondo aderisce ai PRI dal 2010; nel 2012 ha definito le linee guida dell'investimento socialmente responsabile ed attualmente adotta l'engagement attivo per incoraggiare le imprese verso comportamenti virtuosi e sostenibili. A tal fine, il fondo, sottopone annualmente il proprio portafoglio finanziario ad un'analisi di responsabilità sociale volta ad individuare le società con le quali attivare un dialogo. Nel 2015 il fondo ha definito una black list di società non investibili in quanto coinvolte nel settore delle bombe a grappolo e mine anti-uomo. Nello stesso anno ha aderito ai *PRI Montreal Carbon Pledge*<sup>77</sup>, un'iniziativa di 150 investitori istituzionali, sostenuta da PRI ed ONU, volta a sostenere la lotta al climate change. Come conseguenza diretta, il fondo Cometa è diventato il primo fondo pensione italiano a calcolare e pubblicare la *Carbon Footprint* del proprio portafoglio. Nel 2017, Cometa ha adoperato per la prima volta la valutazione delle politiche SRI/ESG e l'adesione ai PRI come criterio di selezione dei gestori finanziari.

---

<sup>76</sup> Cometa è il Fondo Nazionale Pensione Complementare per i lavoratori dell'industria metalmeccanica, della installazione di impianti e dei settori affini e per i lavoratori dipendenti del settore orafa e argentiero. Il fondo nasce con l'obiettivo di assicurare ai lavoratori dell'industria metalmeccanica e delle installazioni di impianti una più elevata copertura pensionistica, integrando quella offerta dal sistema previdenziale obbligatorio. Website: <http://www.cometafondo.it>

<sup>77</sup> Con la sottoscrizione del *Montreal Carbon Pledge*, gli investitori si impegnano a misurare la *carbon footprint* dei loro portafogli di investimento e di pubblicarla annualmente. Website: <https://montrealpledge.org>

(b) *Fondo Pensioni dipendenti del Gruppo BNL/BNP Paribas*: il Fondo, già dal 2008, effettua un monitoraggio “ESG” ex post del portafoglio investito con l’advisor (Vigeo Eiris<sup>78</sup>) per verificare la qualità “ESG” degli investimenti e l’individuare imprese coinvolte in controversie. Nel 2015 utilizza una strategia di engagement aderendo all’iniziativa “*Child Labour*”<sup>79</sup>. Nel 2017 passa ad integrare le scelte gestionali d’investimento ex ante con la definizione di un universo investibile selezionato sulla base del rispetto dei principi ESG. Il processo prevede innanzitutto la definizione dell’universo investibile ESG: l’advisor ESG analizza i componenti dell’indice MSCI World e Barclays Global Aggregate e, dopo aver escluso le società che non rispettano i dieci principi del *Global Compact* delle Nazioni Unite (UNGC), tramite un’analisi quantitativa assegna a ciascun titolo uno score ESG e raggruppa i titoli in decili. Il Fondo Pensioni BNL riceve con cadenza mensile la lista dei titoli analizzati dall’Advisor ESG e, una volta effettuate le verifiche sui titoli, definisce ed invia ai gestori delegati l’universo investibile per ciascun indice, identificato nei primi 7 decili. Con tale metodologia l’universo investibile è ridotto da circa 1.600 a circa 1.000 azioni per l’indice MSCI World e da circa 20.000 a circa 5.000 emissioni per l’indice Barclays Global Aggregate. Ai gestori delegati è richiesto di: rispettare i limiti imposti dalla convenzione di gestione e di conseguire rendimenti allineati a quelli del *benchmark* assegnato, massimizzando lo scoring ESG del portafoglio (che deve in ogni caso essere superiore alla media rispettare un livello di *Tracking error volatility* annuale inferiore all’1%).

(c) *Cassa di Previdenza Inarcassa*: la Cassa ha sottoscritto gli UN PRI nel proprio processo di investimento nel 2017. Ha selezionato un consulente ESG (Vigeo) per la valutazione dello score ESG e rischio ESG del patrimonio, misura l’impronta di carbonio e il grado di transizione energetica. Per gli asset illiquidi usa lo *score* GRESB Obiettivo finale di avere un rating omogeneo per tutte le *asset class*.

### 3.2.7 Il percorso verso la sostenibilità delle banche centrali

Accanto all’analisi condotta sui fondi pensione risulta interessante analizzare, proprio per la loro natura istituzionale, l’approccio ESG adottato dalle *Banche Centrali* nella gestione degli investimenti dei loro mezzi propri. In particolare a livello di Eurosystem, una *survey* condotta dal Monitoring Working Group del MOC evidenzia un generale interesse delle banche centrali a introdurre l’approccio SRI per gli investimenti dei fondi propri e dei fondi pensione dei propri dipendenti. Dei 20 soggetti intervistati: 16 seguono le tematiche ESG e stanno considerando l’integrazione di tali fattori nei propri portafogli; solo 7 hanno già attuato iniziative e comunque solo di recente hanno adottato una policy di investimento ESG; la strategia di investimento più utilizzata è lo screening negativo (esclusione). Le principali finalità perseguite con l’integrazione dei criteri ESG sono l’adozione di migliori *investment practice* e la riduzione il rischio reputazionale. Più in particolare:

---

<sup>78</sup> Vigeo Eiris è un’agenzia di rating sociale ed ambientale europea che fornisce servizi e ricerca ESG a investitori e organizzazioni. Website: <http://www.vigeo-eiris.com/>

<sup>79</sup> Si tratta di un’iniziativa di engagement di alcuni investitori italiani, intrapresa in collaborazione con Unicef, Global Compact, Save the Children. In particolare, vengono identificate dieci azioni (*Children’s Right and Business Principles*) che le aziende devono mettere in atto al fine di rispettare i diritti dell’infanzia. Disponibile sul sito: [http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/09/Child-Labour\\_Presentazione-Daverio.pdf](http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/09/Child-Labour_Presentazione-Daverio.pdf)

(a) *La Banca Centrale Europea*, dal 2017 seleziona mandatari esterni che utilizzano principi di investimento responsabile per la gestione del Fondo pensione.

(b) *Banca di Francia*: nel 2018 ha pubblicato la carta degli investimenti responsabili che individua principi e obiettivi degli investimenti dei mezzi propri (19 mld di euro a fine 2018, tra azioni, obbligazioni e fondi). La strategia di investimento responsabile si fonda su 3 assi: allineamento degli investimenti agli obiettivi climatici, integrazione dei criteri ESG, engagement. Essi si concretizzano in una serie di obiettivi tra cui l'allineamento del portafoglio sulla traiettoria dei 2°C entro il 2020, l'aumento degli investimenti in green bond e in fondi dedicati alla transizione energetica ed ecologica e una crescita del tasso di partecipazione alle assemblee ordinarie al 40% entro il 2019 e all'80% entro il 2020. L'approccio è ancora in fase di implementazione;

(c) *Banca d'Olanda*: a marzo 2019 ha aderito ai UN-PRI (prima banca centrale al mondo) e adottato la Carta degli investimenti responsabili che fissa i 6 passi fondamentali della *policy*: esclusione, integrazione, report, promozione, report e sviluppo. Il 5% (0,8 mld) del portafoglio obbligazionario comprende titoli emessi da banche di sviluppo (Banca Mondiale) e green bonds di istituti sovranazionali e semigovernativi. Il portafoglio azionario (1,4 mld) è gestito esternamente e la scelta del gestore si basa sull'adesione dello stesso agli UN PRI e sulle politiche ESG adottate.

(d) *Banca d'Italia*: ha applicato i criteri ESG agli investimenti azionari dei mezzi propri adottando una strategia di gestione passiva. La strategia di investimento coniuga criteri di esclusione e di integrazione. In particolare, vengono escluse dall'universo investibile, le società che operano in settori banditi dall'UN Global Compact e vengono selezionati titoli con il miglior profilo ESG (*best in class*). Il nuovo approccio agli investimenti è stato oggetto di comunicazione al pubblico.

(e) *Banca di Finlandia*: ha adottato l'approccio SRI dal 2018; il metodo utilizzato per gli investimenti azionari diretti è quello di esclusione mentre per quelli indiretti vengono selezionati fondi dichiaratamente SRI; inoltre ha definito una *policy* per gli investimenti obbligazionari basata su due pilastri: investimenti responsabili in *green bond* e titoli di agenzie intergovernative e di sviluppo; investimenti in *covered e corporate bond* di emittenti che rispettano i principi dello UN Global Compact.

(f) *Banca Centrale Svizzera*: ha adottato una strategia SRI basata su criteri di esclusione fondati sulla tutela di diritti umani, gravi danni ambientali e produzione di armi bandite internazionalmente (selezione affidata a provider esterni).

## CAPITOLO 4: PRIME ANALISI SUI RENDIMENTI DEI PORTAFOGLI ESG, RISULTATI EMERSI E RELATIVE CRITICITA'

Abbiamo visto come la finanza sostenibile sta assumendo negli ultimi anni un peso sempre più rilevante nelle scelte di investimento degli operatori finanziari per soddisfare una domanda crescente di prodotti finanziari ESG e come la regolamentazione, in particolare quella europea, sta fortemente indirizzando questo trend il cui passo decisivo è avvenuto nel corso del 2018 con l'*Action Plan on Financing Sustainable Growth*.

In questo contesto appare quindi utile analizzare questo importante fenomeno dal punto di vista dell'investitore cercando di inquadrare questo tema, che riguarda aspetti complessivi del modello di sviluppo economico, anche da un punto di vista delle performance finanziarie per rispondere alla domanda: quanto rende la sostenibilità?

Occorre da subito evidenziare che il quesito, in apparenza semplice, risulta in realtà assai complesso in quanto sono molteplici le variabili in campo da analizzare; peraltro esistono tantissime ricerche e studi accademici sul tema (ne sono stati censiti oltre 2000), dalle quali emerge come non si sia raggiunto un consenso unanime circa l'influenza positiva tra caratteristiche ESG e rendimenti finanziari.

In questa sede non si ritiene utile fare una disamina complessiva delle numerosissime ricerche disponibili sul tema per giungere alle conclusioni sul quesito posto, piuttosto ci limiteremo ad analizzare alcune pubblicazioni di chi ha in parte effettuato questo lungo e complesso lavoro di analisi, concentrando in particolare l'attenzione su quelle più recenti in quanto maggiormente in linea con le metodologie di analisi e classificazione dei fattori ESG che sono il nostro sottostante di riferimento. Un metodo di analisi assai diffuso e abbastanza pragmatico consiste nel confrontare le performance degli indici ESG rispetto agli omologhi indici tradizionali, sia in termini di rendimento che di volatilità.

Occorre premettere che le analisi di questo tipo sono spesso condotte dagli stessi provider degli indici ESG e risentono inevitabilmente delle specifiche metodologie "proprietarie" utilizzate per la classificazione dei fattori ESG che, come abbiamo avuto modo di commentare nel capitolo 2, non sempre appaiono coerenti tra loro e sono al tempo stesso influenzate dalla qualità e veridicità dei dati sottostanti.

Un primo esempio di analisi che riteniamo utile evidenziare è quella pubblicata ad aprile 2018 da Morningstar;<sup>80</sup> L'analisi rileva che l'indice Morningstar Europe Sustainability ha performato maggiormente rispetto all'omologo indice Morningstar Europe large-mid cap, il paniere più ampio che non tiene conto dei fattori ambientali, di responsabilità sociale e governance (ESG).

Dal 2009 a fine 2017, il primo ha reso in media il 9,1% annuo contro l'8,7% di quello tradizionale.

---

<sup>80</sup> Per approfondimenti sulla ricerca a cura di Dan Lefkowitz, index strategist di Morningstar, si rinvia a <http://www.morningstar.it/it/>



Source: Morningstar Direct

L'analisi mette in evidenza molte informazioni interessanti. Innanzitutto la sopra-performance deriva dalla selezione dei singoli titoli, piuttosto che dalla composizione settoriale dell'indice, che è costruito con un approccio *best-in-class*. “In particolare, ha contribuito positivamente la maggiore esposizione a società come Vodafone, Allianz, BASF e Novo Nordisk, che hanno elevati punteggi ESG”, spiega l'autore del report, “ma è stato determinante anche il minor peso dato a Banco Santander, UniCredit e GlaxoSmithKline che, al contrario, hanno valutazioni più basse da questo punto di vista”.

Il Morningstar global risk model (che, sulla base dei dati fondamentali delle aziende e dei rating ad esse assegnati dai modelli quantitativi proprietari, permette di identificare le singole fonti di rischio e rendimento e il “premio” che si ottiene per l'esposizione a ciascuna di esse) mostra che le società comprese nel paniere europeo sostenibile hanno una migliore salute finanziaria, un più ampio vantaggio competitivo (in gergo *Economic moat*) e una minor volatilità. I tre fattori sono correlati positivamente con alti ritorni di lungo termine per gli investitori.

Molto interessante è lo studio sempre di Morningstar pubblicato ad inizio 2019 dal titolo *Morningstar's ESG indexes exhibit attractive investment attributes*,<sup>81</sup> in cui Dan Lefkovitz, strategist del Morningstar index team, ha analizzato 56 *benchmark* proprietari costruiti secondo criteri ESG, confrontandoli con quelli tradizionali. Anche in questo caso l'orizzonte temporale risulta abbastanza esteso, infatti per la maggior parte degli indici analizzati va dal 2009 o dal 2012 a fine 2018.

<sup>81</sup> Morningstar Inc. February 2018, Dan Lefkovitz



Il rapporto Morningstar evidenzia che 41 indici ESG, su un totale di 56, battono in termini di performance i tradizionali, con un tasso di successo del 73%, ma anche che tendono ad investire in aziende meno volatili, con un maggior vantaggio competitivo e bilanci più solidi.

In particolare, 47 *benchmark* sostenibili su un totale 56 sono meglio posizionati sul “fattore volatilità” rispetto a quelli tradizionali, il che significa che sono meno esposti a oscillazioni violente dei prezzi nel lungo termine.

Nella concezione di Morningstar, infatti, questo “fattore” misura il differenziale massimo osservato dei rendimenti di lungo termine. Rispetto alla deviazione standard<sup>82</sup>, la metodologia adottata da Morningstar, ha il vantaggio di considerare orizzonti estesi e non le variazioni giornaliere o mensili. Nel caso l’investimento del risparmiatore sia composto da più fondi (o titoli), secondo la metodologia su esposta, non è sufficiente, per misurare il rischio complessivo del portafoglio, calcolare la media ponderata delle deviazioni standard di ciascun fondo (titolo) perché la volatilità complessiva sarà funzione non soltanto della deviazione standard di ogni singolo fondo (titolo), ma anche del grado di correlazione tra i rendimenti dei diversi fondi (titoli).

Le famiglie di indici Morningstar utilizzate nello studio sono:

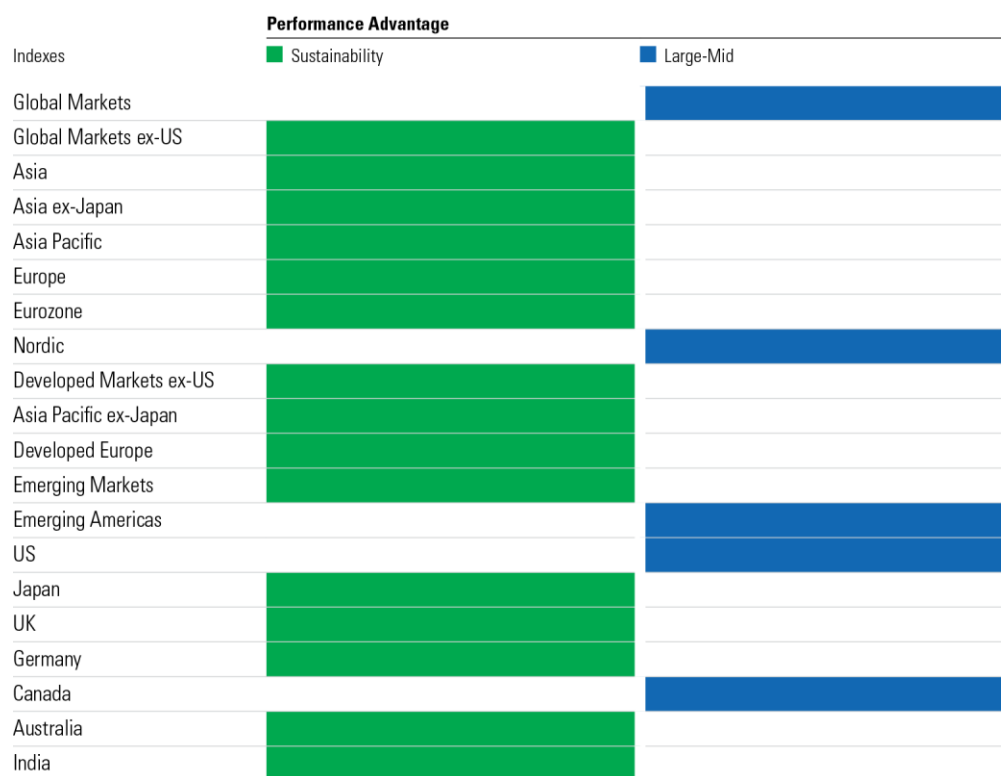
- *Sustainability*
- *Sustainability leader*
- *Sustainable environment*
- *Low carbon risk*

La prima esclude dal paniere l’industria del tabacco e delle armi, così come le società con un alto livello di controversie, e include le migliori in termini di punteggio di sostenibilità, secondo le valutazioni di Sustainalytics (partner di Morningstar nella ricerca ESG). “La maggior parte dei benchmark di questa famiglia (15 su 20) hanno al loro interno aziende meno volatili”, spiega Lefkovitz, ed ottengono vantaggi in termini di performance, così come evidenziato nella tabella che segue.

---

<sup>82</sup> La deviazione standard è la misura statistica di dispersione attorno alla media che indica quanto è stata ampia, in un certo arco temporale, la variazione dei rendimenti di un fondo. Talvolta gli investitori utilizzano la deviazione standard della performance storica per prevedere un range di possibili rendimenti futuri.

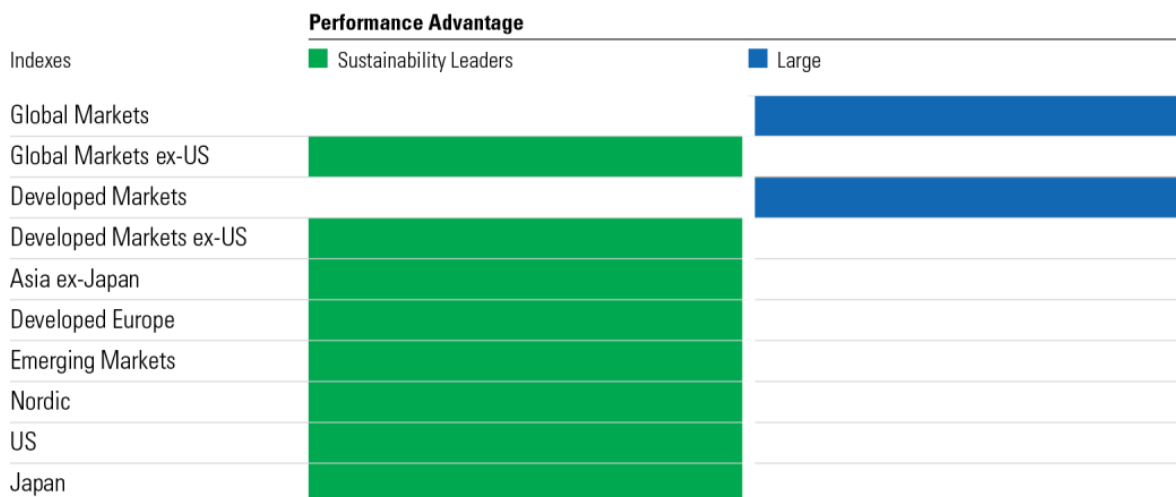
## Sustainability Index Family Performance vs. Equivalent Large-Mid-Cap Index



Fonte: Dati diretti Morningstar al 31 dicembre 2018

La famiglia degli indici Sustainability leaders è ancora più selettiva. Ad esempio, vengono escluse anche aziende molto esposte al gioco d'azzardo, all'alcol, alla pornografia e al nucleare, oltre a quelle con un alto Carbon risk o che non sono conformi al Global Compact, il patto mondiale promosso dalle Nazioni Unite per incoraggiare le aziende ad adottare politiche sostenibili, rispettare la responsabilità sociale di impresa e rendere noti i risultati conseguiti. In questi panieri più "esclusivi", otto su dieci indici hanno un punteggio superiore in termini di performance ed evidenziano al contempo una punteggiatura migliore in termini di volatilità quindi sono meno suscettibili a forti scossoni delle quotazioni nel tempo rispetto ai benchmark tradizionali, a parità di area geografica.

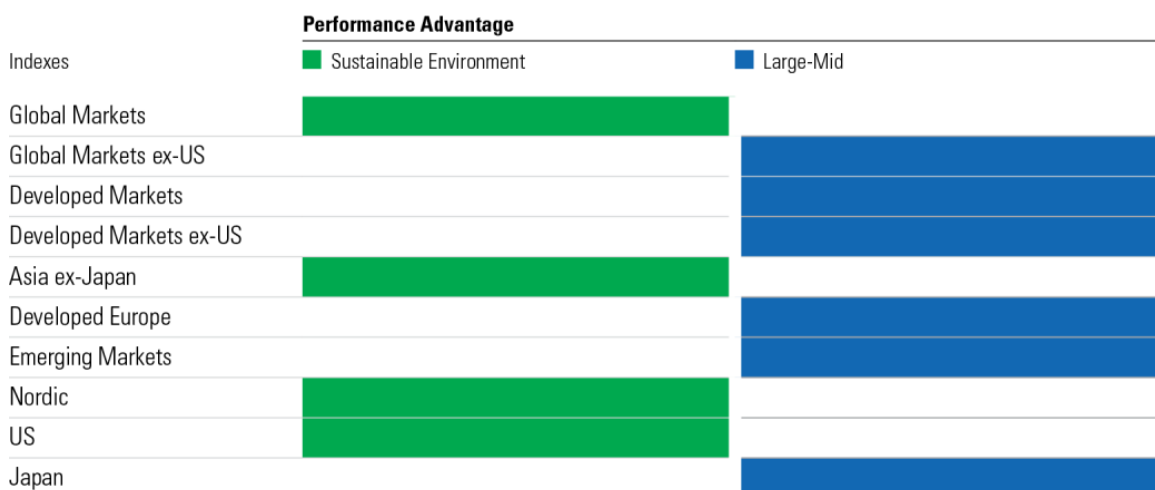
## Sustainability Leaders Index Family Performance vs. Equivalent Large-Cap Index



Fonte: Dati diretti Morningstar al 31 dicembre 2018

Il tema ambientale è il più popolare negli ultimi anni tra gli investitori, perché gli effetti del cambiamento climatico, dell'inquinamento delle acque e dell'eccessiva produzione di rifiuti è sotto gli occhi di tutti. La famiglia di indici Morningstar sull'ambiente è stata lanciata nel 2018, ma i dati a disposizione arrivano fino al 2012. In questo caso solo 4 indici ESG su un totale di 10 ottengono punteggi di performance più elevati rispetto agli indici tradizionali.

## Sustainability Environment Index Performance vs. Equivalent Large-Cap Index



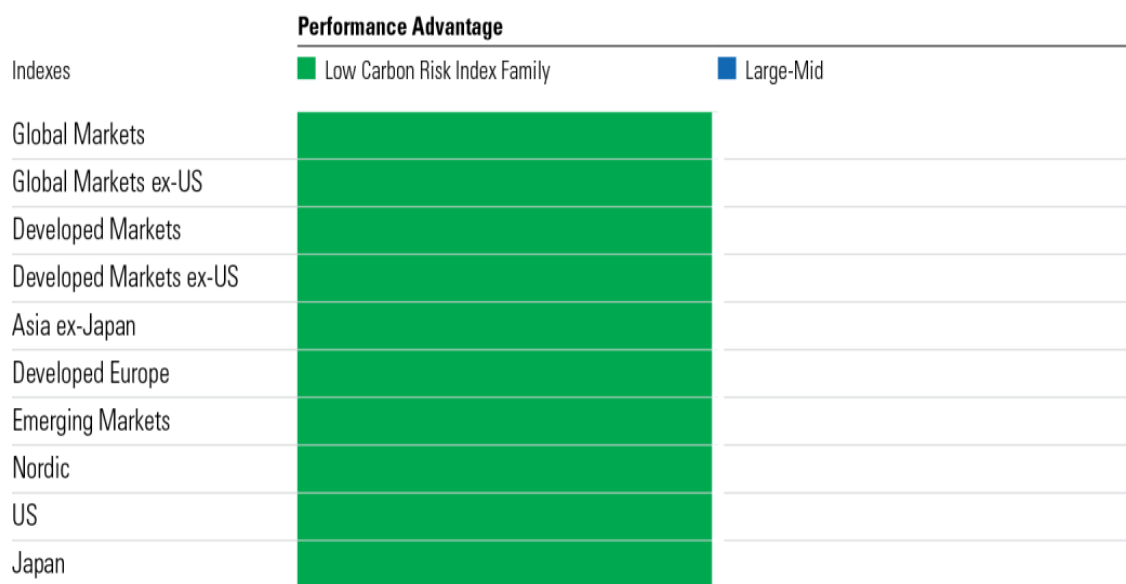
Fonte: Dati diretti Morningstar al 31 dicembre 2018

Anche in questo caso comunque i panieri ESG risultano quasi sempre (8 casi su 10) meno volatili di quelli tradizionali e contengono aziende con un maggior vantaggio competitivo e bilanci più solidi, quindi meno esposti a stress finanziari.

Infine, la famiglia di indici Low carbon risk contiene le aziende che, nelle varie regioni del globo, sono meglio posizionate per la transizione verso un'economia a basse emissioni di CO2.

I panieri includono sia le società meno esposte alle fonti fossili sia quelle che stanno intraprendendo serie azioni per gestire questo rischio. Lanciata nel 2018, la famiglia Low carbon risk ha un *track record* fino al 2012. Secondo lo studio Morningstar, tutti i dieci indici ESG ottengono una migliore performance rispetto agli equivalenti indici tradizionali; inoltre, nove su dieci benchmark hanno un livello di volatilità inferiore agli indici tradizionali (l'unica eccezione sono gli Stati Uniti).

Sustainability Low carbon risk Performance vs. Equivalent Large-Cap Index



Fonte: Dati diretti Morningstar al 31 dicembre 2018

Un'altra analisi interessante che mette a confronto i rating ESG e le performance di mercato è lo studio svolto dal Politecnico di Milano, Dipartimento di ingegneria gestionale e Banor SIM, sui titoli dell'indice *Stoxx Europe 600* nel periodo 2012-2017.<sup>83</sup> L'indice *Stoxx Europe 600* è rappresentativo di 600 titoli azionari ad alta, media e bassa capitalizzazione appartenenti a 17 nazioni europee; in realtà nell'arco temporale di riferimento la composizione dell'indice è cambiata più volte quindi il numero complessivo di titoli analizzati è stato pari a 882 imprese.

La ricerca è molto interessante ai nostri fini in quanto ha il pregio di una costruzione autonoma dei rating ESG poiché effettuata da soggetti indipendenti rispetto ai provider degli indici stessi. Gli autori hanno infatti costruito l'indice complessivo di rating ESG per ciascuna impresa del campione applicando l'approccio operativo di Khan descritto nello studio *Corporate Sustainability: first evidence on Materiality*.<sup>84</sup> In particolare sono stati definiti, per ogni macro-settore economico, una serie di indicatori rilevanti ai fini ESG ottenendo

<sup>83</sup> Quaderno di ricerca a cura di G.Giudici-Dipartimento di ingegneria gestionale del Politecnico di Milano, M.Bonaventura-Banor Sim

<sup>84</sup> *Corporate Sustainability: first evidence on Materiality*, Harvard Business School, Working Paper 15-073

una misura standardizzata del rating ESG di ogni impresa. Complessivamente sono stati utilizzati 424 indicatori ESG, raggruppati in 10 distinte categorie utilizzando i dati disponibili per ciascuna impresa; l'indice complessivo di rating ESG viene calcolato annualmente e normalizzato per ogni impresa del campione, confrontando ogni indicatore con la media annuale relativa al settore industriale a cui l'impresa appartiene. Non tutti gli indicatori utilizzati hanno lo stesso peso, anzi seguendo l'approccio di Khan, il peso attribuito al singolo indicatore varia da settore a settore per tener conto delle specificità di business. L'importanza relativa degli indicatori è stata rilevata dagli autori dalle tabelle SASB *Materiality Map* elaborate dal *Sustainability Accounting Standards Board*<sup>85</sup>.

Determinati i valori di rating annuale, il campione dei titoli analizzati è stato suddiviso per ogni anno in quartili, includendo nel primo quartile i titoli con il rating ESG migliore, nell'ultimo quartile i titoli con rating ESG peggiore, mentre i titoli del secondo e terzo quartile sono stati raggruppati in un terzo cluster intermedio. Infine per ciascuno dei tre *cluster* viene calcolata la performance mensile di mercato per 12 mesi (da giugno a giugno).

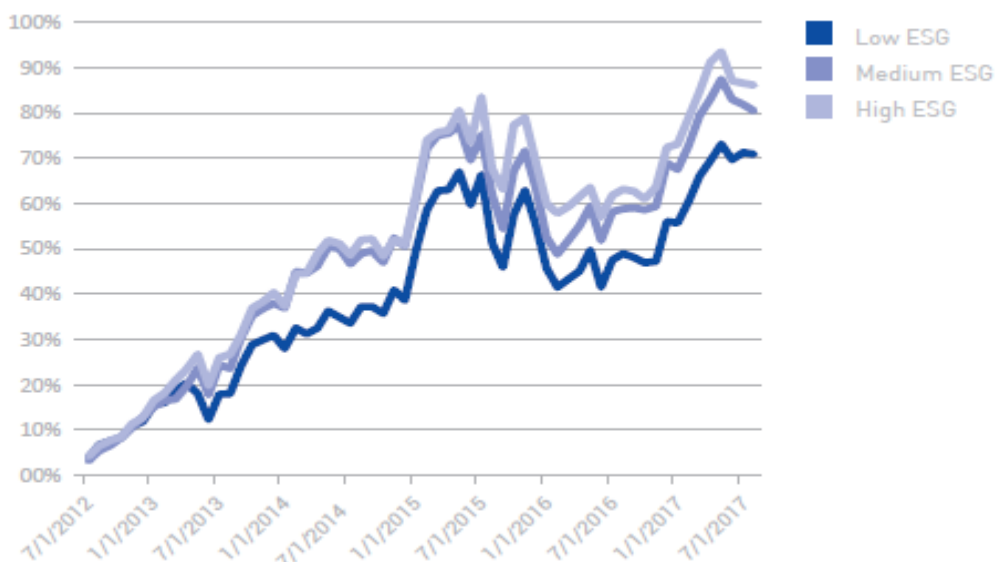
I risultati dell'analisi evidenziano che i titoli caratterizzati da un punteggio ESG più elevato mostrano un rendimento superiore agli altri, mentre non si riscontrano significative differenze in termini di volatilità. Nella tabella che segue sono riepilogati i risultati della ricerca.

Quartile rating ESG	Performance cumulata 2012-2017	Performance media annuale 2012-2017	Deviazione standard annuale della performance
Basso	+70,9%	+11,3%	11,36%
Medio	+80,5%	+12,5%	11,22%
Alto	+86,1%	+13,2%	11,19%

Fonte: Morningstar

Di seguito si evidenzia il rendimento cumulato nel periodo di analisi dei titoli *Stoxx Europe 600* in funzione del rating ESG.

<sup>85</sup> Per ulteriori approfondimenti: <https://materiality.sasb.org>



Fonte: Morningstar

Accanto alle ricerche specifiche che mettono in correlazione le performance con i parametri ESG, risulta interessante, ai fini del presente lavoro, anche il punto di vista degli investitori e dei gestori sul tema. A tale riguardo, si ritiene opportuno menzionare la recente Survey, pubblicata lo scorso aprile, di BNP Paribas Securities Services <sup>86</sup> che ha coinvolto nel 169 *asset owner* e 178 *asset manager* su scala globale. In base al sondaggio il 75% degli *asset owner* e il 62% degli *asset manager* affermano di detenere più di un quarto dei loro investimenti in fondi ESG; oltre il 52% degli intervistati indica nei migliori rendimenti nel lungo termine le principali ragioni che sono alla base di un investimento ESG.

Come già menzionato, non sempre le analisi confermano elementi positivi nella correlazione tra caratteristiche ESG e rendimenti finanziari, e in alcuni studi non mancano anche aspetti critici sul tema. Infatti, proprio nella survey appena citata di BNP Paribas, ben il 66% degli operatori intervistati evidenzia nella disponibilità e affidabilità dei dati ESG un importante ostacolo. Ulteriori criticità emerse riguardano le divergenze tra i rating ESG e il rischio di *greenwashing*. Del resto, non mancano le ricerche che mettono in guardia gli investitori da fenomeni distorsivi sul mercato, facendo apparire come prodotti ESG, prodotti finanziari che in realtà hanno ben poco a che fare con queste tematiche.

Su questo aspetto risulta molto interessante lo studio condotto da Insight <sup>87</sup>, società di asset management del gruppo BNY Mellon, che ha analizzato 83 *green bond* e 96 *social impact bond* (investimenti obbligazionari mirati a ottenere un impatto sociale positivo e misurabile) presenti sul mercato mondiale nel 2019: per svolgere le sue analisi Insight ha messo a punto un vero e proprio sistema di *rating* che serve a capire quanto effettivamente i *bond* siano sostenibili, al di là delle dichiarazioni degli emittenti.

<sup>86</sup> The ESG Global Survey 2019, BNP Paribas Securities Services

<sup>87</sup> Per ulteriori approfondimenti <https://www.insightinvestment.com/>

Il report di Insight rivela che oltre il 15% dei *green bond* e oltre il 16% degli *impact bond* analizzati nel 2019 sono “sospetti”, nel senso che ci sono dubbi sulla reale “sostenibilità” dell'emissione. Ciò è dovuto soprattutto alla mancanza di trasparenza sulla destinazione di tali finanziamenti verso progetti “verdi”. Degli 83 *green bond* analizzati dagli analisti di Insight, 13 hanno un rating “rosso”, in netto peggioramento rispetto al 2018 quando una sola emissione era risultata sospetta. «Sul fronte della trasparenza ci sono peraltro esempi di eccellenza - sottolinea Joshua Kendall<sup>88</sup> - ma molti dei report, al contrario, non spiegano in dettaglio come vengono utilizzati i proventi delle emissioni, il che dovrebbe rappresentare un requisito minimo per *green bond* e *impact bond*. Gli investitori dovrebbero essere in grado di conoscere il reale impatto ambientale dei loro investimenti. Al contrario, queste informazioni talvolta sono nebulose o assenti, per esempio nel settore costruzioni, responsabile di circa il 49% delle emissioni globali di CO2. In certi casi, i finanziamenti raccolti con i *green bond* possono potenzialmente essere utilizzati per il pagamento di altre obbligazioni in scadenza che non sono sostenibili».

Del resto il tema della trasparenza dei *green bond* è un tema delicato: non esiste infatti, allo stato attuale, uno standard globale per certificare come “verde” un’obbligazione, ma solo delle linee guida elaborate dall’*International Capital Market Association* (Icma). I pilastri delineati dall’Icma per distinguere un’obbligazione “verde” sono: (a) un’attenta selezione dei progetti su cui investire; (b) una chiara identificazione della destinazione dei proventi; (c) la massima trasparenza su tutto il processo e (d) la pubblicazione di report periodici.

Il panorama delle obbligazioni verdi non è tuttavia soltanto negativo. Lo studio di Insight evidenzia anche settori e aree geografiche dove sono stati fatti grandi passi avanti: per esempio le telecomunicazioni, dove questo tipo di obbligazioni stanno finanziando progetti di sostenibilità, ma soprattutto il settore delle utilities europee, dove i *green bond* vengono utilizzati per creare impianti di produzione di energia solare o eolica.

In generale, il tema della qualità ed affidabilità dei dati, citato nella ricerca di Insight, emerge abbastanza chiaramente da molti studi condotti sulle analisi delle performance ESG ed è fortemente avvertito, come abbiamo avuto modo di commentare, dagli stessi operatori di mercato. Questo aspetto assume particolare rilevanza tanto da poter concludere che, qualora queste criticità non venissero adeguatamente risolte attraverso gli interventi normativi in precedenza descritti, si rischierebbe di compromettere l’intero percorso di sviluppo già intrapreso per gli investimenti sostenibili e di generare fenomeni distorsivi sui mercati.

---

<sup>88</sup> Analista senior di Insight Investment nel settore ESG che ha curato la ricerca

## CONCLUSIONI

Nel corso di questo breve lavoro si è cercato di ripercorrere, dai diversi ambiti di analisi, il fenomeno sempre più rilevante della finanza sostenibile, evidenziando la portata ormai consolidata del suo trend di sviluppo. Il fenomeno caratterizza in maniera pervasiva il ruolo delle imprese, impegnate a perseguire nuovi modelli di sviluppo sostenibile, ad integrare i fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nelle strategie di business, nei processi di gestione dei rischi e nella informativa societaria, per meglio soddisfare le esigenze dei diversi *stakeholder* ed in particolare consumatori ed investitori.

E' emerso come la finanza sostenibile sia un fondamentale driver di sviluppo dell'intera industria del risparmio e come gli investimenti ESG stiano guidando sempre più le scelte degli investitori soprattutto nel lungo periodo. Al contempo, si è evidenziata la necessità, da parte degli intermediari finanziari, di adeguarsi alle profonde modifiche del quadro regolamentare rivedendo i loro processi di business per tenere adeguatamente conto dei fattori ESG. Conseguentemente si rendono necessari cambiamenti dal lato delle attività di investimento, dei processi distributivi, del governo e della gestione dei rischi e della trasparenza informativa verso clientela. In sintesi, il quadro delineato appare consolidato e fortemente stimolante.

In ultima analisi vale la pena concludere questo lavoro riepilogando le sfide che maggiormente impattano nel prossimo futuro e che coinvolgono a vario titolo tutti gli attori di questo importante *trend* di sviluppo.

In primo luogo è stato sollevato il tema della qualità ed uniformità delle informazioni ESG che gli investitori sono chiamati a valutare ed in particolare della necessità che sia delineato un contesto di riferimento più uniforme e trasparente. Si è visto, in particolare, che la qualità dei dati, la standardizzazione delle modalità e la trasparenza delle comunicazioni da parte delle società diventano fattori cruciali per l'affinamento delle analisi e dei criteri di investimento ESG. In questa direzione, è stato esaminato, come si sta muovendo il quadro regolamentare europeo attraverso le recenti proposte di regolamentazione ed in particolare negli ambiti di definizione di standard globali di classificazione e misurazione delle performance ESG, come emerge dal lavoro del gruppo di esperti del TEG nominato dalla Commissione Europea.

Altrettanto cruciale è il ruolo "indipendente" che svolgono le agenzie di rating ESG e i provider di dati, che si stanno muovendo per offrire prodotti volti a cogliere le opportunità degli investimenti sostenibili e responsabili, sia le società e piattaforme che tradizionalmente forniscono dati e informazioni economico-finanziarie che si stanno attrezzando per rispondere alle esigenze informative dei loro utilizzatori: Bloomberg, per esempio, attraverso il proprio terminale, ha iniziato a fornire agli investitori informazioni ambientali e sociali sugli emittenti oggetto delle proprie analisi.

E' stato inoltre evidenziato come le singole valutazioni ESG svolgono sì un ruolo significativo, ma non sono sufficienti per guidare da sole le decisioni finali di investimento. In questo senso può essere d'aiuto l'utilizzo di più rating ESG e pertanto potrebbero essere necessarie ulteriori valutazioni autonome da parte degli intermediari finanziari nella definizione delle proprie politiche di investimento; ciò determina



inevitabilmente la necessità da parte degli intermediari stessi di dotarsi di risorse e professionalità “nuove” per meglio integrare i fattori ESG nei processi di investimento e per sviluppare metriche di rischio specifiche e coerenti con i fattori ESG e con gli orizzonti temporali di lungo periodo che sono richiesti in particolare per gli investitori istituzionali.

E’ emerso inoltre, come lo sforzo verso i modelli di sviluppo sostenibile delle imprese emittenti risulti determinante e come sia quindi fondamentale la convinzione da parte dei vertici societari per far in modo che i fattori ESG diventino parte integrante della loro pianificazione strategica.

Al tempo stesso le analisi sui fattori ESG sono sempre più complesse e si riflettono anche all’interno delle singole società. Rispondere ai questionari di *assessment* ESG richiede spesso uno sforzo interdisciplinare, coinvolgendo tutte le funzioni e costruendo relazioni all’interno dell’organizzazione che si rivelano fondamentali, unitamente alle adeguate competenze ed a un corretto disegno degli obiettivi e degli incentivi del management.

La sfida sui dati è infine probabilmente la più importante e operativamente complessa tanto che nelle conclusioni a cui sono giunti gli esperti del TEG si evidenzia proprio la necessità di una qualche forma di garanzia “terza” ed indipendente sulla verifica dell’allineamento alla tassonomia e sulla enorme mole di dati ESG.

In questo senso vengono nuovamente chiamati in causa i legislatori e le *authority*, ESMA *in primis*, per definire un programma di accreditamento di soggetti deputati alle verifiche e per pervenire quindi ad un sistema a condizioni uniformi e comparabili di *external review service provider* sui dati ESG. La certificazione della tassonomia diventa quindi il passo cruciale contro i fenomeni di *greenwashing*.

Possiamo quindi concludere che la disponibilità di dati “certificati” per la misurazione delle performance ESG è condizione indispensabile per una finanza sostenibile trasparente ed evitare fenomeni distorsivi sul mercato.

## Bibliografia:

P. GIANGUALANO E L. SOLIMENE, Egea (2019), *Sostenibilità in cerca di imprese. La rendicontazione non finanziaria come strumento di governance dei rischi e delle opportunità*.

E. GIOVANNINI, Laterza (2018), *L'utopia Sostenibile*

HARVARD BUSINESS REVIEW, 2018: *Governance e Sostenibilità*

FOCUS RISPARMIO, marzo-aprile 2019: *Il futuro ha un grande futuro "sostenibile, responsabile, inclusivo"*  
. *La frontiera del risparmio gestito passa dal Salone*

UNITED NATIONS, 1987: *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*. Disponibile su: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>

UNITED NATIONS, 18 settembre 2000: *Millennium Declaration della General Assembly*. Disponibile su: <https://undocs.org/A/RES/55/2>

UNITED NATIONS, 25 settembre 2015: *Transforming our world: The Agenda for Sustainable Development*. Disponibile su: [https://www.un.org/ga/search/view\\_doc.asp?symbol=A/RES/70/1&Lang=E](https://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/70/1&Lang=E)

UNITED NATIONS, 2015: *Report of the Conference of the Parties on its twenty-first session, held in Paris from 30 November to 13 December 2015*. Disponibile su: <https://unfccc.int/resource/docs/2015/cop21/eng/10.pdf>

MINISTERO DELL'AMBIENTE E DELLA TUTELA DEL TERRITORIO E DEL MARE, 2015: *Strategia d'azione ambientale per lo sviluppo sostenibile in Italia*. Disponibile su: [https://www.minambiente.it/sites/default/files/archivio/allegati/sviluppo\\_sostenibile/strategia\\_svs\\_2002.pdf](https://www.minambiente.it/sites/default/files/archivio/allegati/sviluppo_sostenibile/strategia_svs_2002.pdf)

CONFINDUSTRIA, 2018: *La responsabilità sociale per l'industria 4.0, manifesto di Confindustria per le imprese che cambiano per un paese più sostenibile*. Disponibile su: [https://www.confindustria.it/wcm/connect/bace0789-c74c-44d5-b7a4-a1409b7bff69/Manifesto+La+responsabilità+sociale+per+l'industria+4.0.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT\\_TO=url&CACHEID=ROOTWORKSPACE-bace0789-c74c-44d5-b7a4-a1409b7bff69-mnNAUoZ](https://www.confindustria.it/wcm/connect/bace0789-c74c-44d5-b7a4-a1409b7bff69/Manifesto+La+responsabilità+sociale+per+l'industria+4.0.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=ROOTWORKSPACE-bace0789-c74c-44d5-b7a4-a1409b7bff69-mnNAUoZ)

CSR, 2018: *C.d.A e politiche di sostenibilità III ed.* Disponibile su: [http://www.csrmanagernetwork.it/files/ATTIVITA/RICERCHE/2019/30\\_05\\_2019\\_CdA\\_e\\_politiche\\_di\\_Sostenibilita-2018.pdf](http://www.csrmanagernetwork.it/files/ATTIVITA/RICERCHE/2019/30_05_2019_CdA_e_politiche_di_Sostenibilita-2018.pdf)

BORSA ITALIANA, luglio 2018: *Codice di Autodisciplina*. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2018clean.pdf>

FINANCIAL REPORTING COUNCIL, luglio 2018: *UK Corporate Governance Code*. Disponibile su: <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.PDF>

FAIRR, 23 luglio 2019: *Appetite for disruption: How leading food companies are responding to the alternative protein boom*. Disponibile su: <https://www.fairr.org/article/appetite-for-disruption-how-leading-food-companies-are-responding-to-the-alternative-protein-boom/>

FAIRR, 20 maggio 2019: *Improving antibiotics stewardship in livestock supply chains*. Disponibile su: <https://www.fairr.org/article/improving-antibiotics-stewardship-in-livestock-supply-chains/>

FAIRR, 13 febbraio 2018: *Plant-based profits: investments risks and opportunities in sustainable food systems*. Disponibile su: <https://www.fairr.org/article/plant-based-profits-investment-risks-opportunities-sustainable-food-systems/>

WORLD ECONOMIC FORUM, 2019. *The Global Risks Report 2019, 14th Edition*. Disponibile su: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Global\\_Risks\\_Report\\_2019.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risks_Report_2019.pdf)

RISOLUZIONE DEL PARLAMENTO EUROPEO, 28 gennaio 2013: *Responsabilità sociale delle imprese: comportamento commerciale trasparente e responsabile e crescita sostenibile*. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52013IP0049&from=IT>

RISOLUZIONE DEL PARLAMENTO EUROPEO, 6 febbraio 2013: *Responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso una ripresa sostenibile e inclusiva*. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52013IP0050&from=IT>

DIRETTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 22 ottobre 2014: *recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni*. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=IT>

DECRETO LEGISLATIVO, 30 dicembre 2016, n. 254: *Attuazione della direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni*. Disponibile su: [https://www.tuttocamere.it/files/dirsoc1/2016\\_254.pdf](https://www.tuttocamere.it/files/dirsoc1/2016_254.pdf)

CONSOB, 2018: *Regolamento di attuazione del d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario*. Disponibile su: [http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_2018\\_20267.pdf/558bf4da-10c8-4b13-bf51-06d9d7861c99](http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2018_20267.pdf/558bf4da-10c8-4b13-bf51-06d9d7861c99)

COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione (2017/C215/01): *Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario)*. Disponibile su: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705(01)&from=EN)

ESMA, 26 ottobre 2018: *Public statement*. Disponibile su: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-63-503\\_esma\\_european\\_common\\_enforcement\\_priorities\\_2018.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-63-503_esma_european_common_enforcement_priorities_2018.pdf)

ASSONIME, 12 giugno 2017. Circolare n.13/2017: *Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie*. Disponibile su: <https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2017/06/cir013017.pdf>

ASSONIME, 11 febbraio 2019. Circolare n.4/2019: *Legge di bilancio 2019: novità in tema di dichiarazione non finanziaria*. Disponibile su: [https://dzta7c9ve7na4.cloudfront.net/wp-content/uploads/2019/02/14085310/FT-Corp-Gov-e-Cap-Mkt\\_circolare-assonime.pdf](https://dzta7c9ve7na4.cloudfront.net/wp-content/uploads/2019/02/14085310/FT-Corp-Gov-e-Cap-Mkt_circolare-assonime.pdf)

KPMG, 2019: *Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità, Survey sull'applicazione del D.Lgs. 254/2016*. Disponibile su:

<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2019/01/Survey-obbligo-rendicontazione-informativa-extra-finanziaria.pdf>

PWC, 28 aprile 2019: *Pwc's Top Trend 03- Finanza sostenibile. L'evoluzione del quadro normativo europeo per favorire la transizione alla green economy e gli impatti per gli Intermediari Finanziari*. Disponibile su: <https://www.pwc.com/it/it/industries/banking-capital-markets/fs-top-trends/docs/toptrends-finanza-sostenibile.pdf>

DECRETO LEGISLATIVO, 13 dicembre 2018 n. 147, *modifiche al decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252*: <https://www.covip.it/wp-content/uploads/A.016.Decreto-252.pdf>

EU HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, gennaio 2018: *Final Report 2018: Financing a Sustainable European Economy*. Disponibile sul sito: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf)

COMMISSIONE EUROPEA, marzo 2018: *Piano di azione per finanziare la crescita sostenibile*. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>

CLIFFORD CHANCE, marzo 2018: *EU Sustainable Action Plan-what you need to know*

COMMISSIONE EUROPEA, 24 maggio 2018: *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, 2018/0178 (COD)*. Disponibile su: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/IT/COM-2018-353-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF>

EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, giugno 2019: *Taxonomy Technical Report*. Disponibile su: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy_en.pdf)

EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, 2019: *Using the Taxonomy-Supplementary Report*. Disponibile su: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-using-the-taxonomy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-using-the-taxonomy_en.pdf)

EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, 18 giugno 2019: *Report on EU Green Bond Standard*. Disponibile su: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf)

EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, giugno 2019: *Report on Climate Benchmarks and Benchmarks' ESG Disclosures*. Disponibile su: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-climate-benchmarks-and-disclosures\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-climate-benchmarks-and-disclosures_en.pdf)

COMMISSIONE EUROPEA, 24 maggio 2018: *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (UE) 2016/2341, 2018/0179 (COD)*. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018PC0354&from=IT>

ESMA, 19 dicembre 2018: *Consultation Paper on integrating sustainability risks and factors in the UCITS Directive and AIFMD*. Disponibile su: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45->

[569\\_consultation\\_paper\\_on\\_integrating\\_sustainability\\_risks\\_and\\_factors\\_in\\_the\\_ucits\\_directive\\_and\\_aifmd.pdf](#)

COMMISSIONE EUROPEA, 24 maggio 2018. *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio, 2018/0180 (COD)*. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018PC0355&from=IT>

MEFOP, 2018. *Forum per la finanza sostenibile: le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori (IV edizione)*. Disponibile su: <http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2018/11/benchmark-2018-WEB.pdf>

CENTRO STUDI E RICERCHE ITINERARI PREVIDENZIALI, *Cosa cambia per i fondi pensione dopo IORP II*, novembre 2018, in [www.itinerari previdenziali.it](http://www.itinerari previdenziali.it)

FIVELEX STUDIO LEGALE, *IORP II: i fattori ESG nei processi di investimento degli enti pensionistici*, giugno 2019, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

GRUPPO GENERALI, 2015: *Responsible Investment Guideline*. Disponibile su: <https://www.generali.com/it/our-responsibilities/responsible-investments/incorporating-esg-issues-into-investments>

BANCA D'ITALIA, 15 maggio 2019: *Nella gestione dei propri investimenti finanziari la Banca d'Italia dà valore alla sostenibilità*. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2019/informativa-esg/ESG-Nota-tecnica.pdf>

MORNINGSTAR, 2019: *“ESG indexes exhibit attractive investment attributes”* (Dan Lefkowitz).

HARVARD BUSINESS SCHOOL, 9 novembre 2016: *“Corporate Sustainability: first evidence on Materiality”*, (Mozaffar Khan, George Serafeim, Aaron Yoon). Disponibile su: <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/14369106/15-073.pdf?sequence=1>

IL SOLE 24 ORE, *“Green bond”: ecco perché le obbligazioni verdi non fanno sempre bene all'ambiente*". Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/green-bond-ecco-perche-obbligazioni-verdi-non-fanno-sempre-bene-all-ambiente-ACsYcxa>

*“La relazione fra rating ESG e performance di mercato: uno studio sui titoli dell'indice Stoxx Europe 600”*, 2018. Quaderno di ricerca a cura di G.Giudici-Dipartimento di ingegneria gestionale del Politecnico di Milano, M.Bonaventura-Banor Sim.

BNP PARIBUS, 2019: *“The ESG Global Survey 2019: Asset owners and managers determine their ESG integration strategies”*. Disponibile su: <https://securities.bnpparibas.com/files/live/sites/web/files/medias/documents/esg/esg-global-survey-en-2019.pdf>

## Sitografia:

<https://www.un.org> (sito ufficiale delle Nazioni Unite)

<https://ec.europa.eu> (sito ufficiale della Commissione europea).

<http://www.europarl.europa.eu/portal/en> (sito ufficiale del Parlamento europeo).

<https://asvis.it> (sito ufficiale dell'Alleanza Italiana per lo Sviluppo Sostenibile).

<https://www.minambiente.it> (sito ufficiale del Ministero dell'ambiente e della tutela del territorio e del mare)

<https://www.confindustria.it/home> (sito ufficiale di Confindustria)

<http://www.consob.it> (sito ufficiale della Consob)

<https://www.merrilledge.com>

<https://www.fairr.org> (sito ufficiale di FAIRR)

<https://www.globalreporting.org/Pages/default.aspx> (sito ufficiale di GRI)

<https://www.cliffordchance.com/home.html> (sito ufficiale di Clifford Chance)

<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc> (sito ufficiale del Global Compact)

<http://www.gsi-alliance.org/aboutus/> (sito ufficiale del Global Sustainable Investment Alliance)

<https://www.ftserussell.com> (sito ufficiale di FTSE Russel)

<https://www.sustainalytics.com> (sito ufficiale di Sustainalytics)

<http://engagiert.robecosam.com/azienda-robecosam.html> (sito ufficiale di RobecoSAM)

<https://www.esma.europa.eu> (sito ufficiale di ESMA)

<https://eiopa.europa.eu> (sito ufficiale di EIOPA)

<https://www.covip.it> (sito ufficiale di COVIP)

<https://www.generali.com/it/> (sito ufficiale di Gruppo Generali)

<http://www.vigeo-eiris.com/> (sito ufficiale di Vigeo Eiris)

<http://www.morningstar.it/it/> (sito ufficiale di Morningstar)

<https://sasb.org> (sito ufficiale del Sustainability Accounting Standards Board)

<https://www.insightinvestment.com/> (sito ufficiale di Insight)