



**Dipartimento
di Impresa e Management**

Cattedra di Regolazione Finanziaria e Innovazione

**Gli investimenti ESG: l'evoluzione della regolazione
finanziaria europea verso la sostenibilità**

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Margherita Pantano

Matricola 217481

Anno Accademico 2019/2020

Gli investimenti ESG: l'evoluzione della regolazione finanziaria europea verso la sostenibilità

Indice

Introduzione	3
CAPITOLO 1	5
Investimenti ESG: un trend in crescita	5
1.1 Premessa.....	5
1.2 Lo sviluppo sostenibile.....	6
1.3 Il ruolo della finanza nello sviluppo sostenibile: il trend in crescita degli investimenti ESG ..	9
1.3.1 Investimento Sostenibile e Responsabile (ISR)	10
1.4 Le strategie di investimento ESG.....	13
1.4.1 I dati dell'European SRI Study 2018	16
1.4.2 Cosa spinge gli investitori ad investire responsabilmente: tra etica e profitto	17
1.5 Focus sui rendimenti dell'esg: lo studio di Banor SIM sui titoli dell'indice Stoxx® Europe 600	18
CAPITOLO 2	21
Il quadro regolatorio europeo in materia di finanza sostenibile	21
2.1 La validità giuridica degli sdgs	21
2.2 EU Action Plan on Financing Sustainable Growth	23
2.3 I report del TEG	29
2.4 Gli interventi normativi e regolamentari della Commissione Europea.....	30
2.4.1 Le proposte di Regolamento del maggio 2018.....	31
2.4.2 La “Proposta di modifica a Regolamento Delegato 2017/2359” e la “Proposta di modifica a Regolamento Delegato 2017/565”: la consulenza finanziaria.....	35
2.5 Le novità delle proposte di regolamento della Commissione	36
CAPITOLO 3	46
Gli sviluppi più recenti: la resilienza degli investimenti ESG alla crisi	46
3.1 La resilienza degli investimenti ESG alla crisi Covid-19	46
3.2 Il Green Deal Europeo per un'europa sostenibile e resiliente.....	51
Conclusione	54

Bibliografia.....	57
Sitografia	62

Introduzione

Le crisi che negli ultimi venti anni hanno colpito l'economia mondiale, tra cui la Grande Crisi Finanziaria, la crisi climatica e l'attuale crisi sanitaria ed economica, hanno contribuito a rendere evidente l'esigenza di realizzare un cambiamento radicale dei sistemi sociali ed economici nella direzione della sostenibilità. La maggiore sfida che le società di tutto il mondo si trovano ad affrontare consiste proprio nell'individuare e realizzare un modello di crescita economica basato sulla sostenibilità ambientale, economica e sociale. Per la realizzazione di questa transizione il sistema finanziario assume un ruolo fondamentale ed è chiamato a supportarla mediante la piena integrazione dei fattori di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* (i fattori ESG) nella valutazione di rischi e opportunità di investimento. A tal proposito, l'Unione Europea ha compiuto importanti passi avanti nella regolazione della finanza sostenibile, che con il supporto degli Stati membri porteranno ad una vera svolta sostenibile.

Lo scopo del presente elaborato è quello di mettere in luce la crescente rilevanza della finanza sostenibile e di analizzare i principali interventi del regolatore europeo per integrare i fattori di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* nel sistema finanziario.

Nel primo capitolo si affronterà il tema della finanza sostenibile quale presupposto per la realizzazione di una strategia di sviluppo economico in grado di integrare le esigenze del sistema economico, dell'ambiente e della generazione attuale e futura di cittadini. In particolare, si parlerà degli Obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (*Sustainable Development Goals*), che sono diventati un linguaggio comune a livello internazionale sulla base del quale i governi, da una parte, sono chiamati a rivedere politiche, normative e modelli di *governance*, e le imprese, dall'altro, sono chiamate ad operare. Riconoscendo l'importanza che il sistema finanziario assume nella realizzazione di un modello di sviluppo economico sostenibile, si passerà a trattare il fenomeno dell'Investimento Sostenibile e Responsabile (ISR), o Investimento ESG, riferendosi alla pratica in base alla quale i fattori ambientale, sociali e di *governance* (ESG) diventano, al pari dei criteri tradizionali di rischio e rendimento, veri e propri criteri di valutazione degli investimenti. L'intento del capitolo è di mettere in luce il *trend* in crescita di queste pratiche di investimento, riconducendo il fenomeno alla sempre maggior consapevolezza da parte degli operatori del sistema finanziario delle opportunità che l'investimento sostenibile offre anche in termini di rendimento.

Nel secondo capitolo si approfondiranno alcune recenti novità apportate al quadro regolamentare dell'Unione Europea in materia di finanza sostenibile, nel contesto del Piano d'Azione della Commissione Europea per finanziare una crescita economica sostenibile. In particolare, ci si concentrerà sugli elementi di novità introdotti nella disciplina europea della tutela dell'investitore, che rappresenta uno dei primi aspetti sui quali l'UE è intervenuta, a dimostrazione del fatto che l'integrazione dei fattori ESG nelle attività degli intermediari finanziari è un elemento fondamentale non solo per realizzare la transizione verso una "finanza sostenibile", ma anche per la protezione degli investitori e per il mantenimento della fiducia all'interno del sistema finanziario.

Nel terzo capitolo si metterà in evidenza il fatto che gli investimenti e i fondi ESG sono stati particolarmente resilienti alla crisi economica da Covid-19, approfondendo alcune possibili spiegazioni fornite dagli analisti. Si arriverà dunque a concludere che la crescita del fenomeno avvenuta negli ultimi anni non è stata ostacolata neppure dalle recenti perturbazioni economiche. In fine, si parlerà del *Green Deal* europeo e della centralità che assumerà in Europa nell'ambito delle misure per una ripresa economica improntata alla sostenibilità, tornando a confermare l'importanza che la finanza sostenibile assumerà in futuro come strumento di resilienza.

CAPITOLO 1

Investimenti ESG: un trend in crescita

1.1 Premessa

Per comprendere le motivazioni dell'importanza che la finanza sostenibile sta assumendo nei sistemi economici è opportuno fare una breve premessa menzionando i principali fattori che nel tempo hanno fatto emergere l'esigenza di un modello di sviluppo economico più sostenibile a livello mondiale.

Negli ultimi due secoli e mezzo la dimensione dell'impatto delle attività umane sul nostro Pianeta è stata tanto ampia da causare effetti addirittura superiori a quelli dovuti alle forze di origine astronomica, geofisica e interna allo stesso sistema¹: in questo periodo l'umanità ha attuato sistemi di produzione e consumo molto articolati e fatto straordinari progressi nella tecnologia, considerando il nostro Pianeta come una fonte inesauribile di risorse da sfruttare e un sistema capace di metabolizzare una quantità infinita di rifiuti. I sistemi sociali ed economici si sono evoluti in una dimensione culturale sempre meno coinvolta e più lontana da quegli stessi sistemi naturali da cui deriva e senza i quali non può sopravvivere². In particolare, la Rivoluzione Industriale ha portato prosperità sotto forma di crescita economica, la quale però, essendo basata su processi produttivi estremamente dipendenti da combustibili fossili e da altre risorse naturali, ha creato sfide sociali e ambientali concrete e tangibili. La produzione e il consumo di massa, infatti, hanno portato a lunghi orari di lavoro, salari estremamente bassi e lavoro minorile, e causato rilevanti danni all'ambiente attraverso l'emissione di gas serra e l'uso spropositato delle risorse naturali.³ Come emerso dal World Economic Forum 2007-2020 i rischi ambientali (l'inquinamento atmosferico, le catastrofi naturali, la perdita della biodiversità e la scarsità delle risorse naturali), geopolitici (conflitti mondiali, attacchi terroristici, armi di distruzione di massa), sociali (carenza di cibo e di acqua, migrazioni involontarie) e tecnologici (attacchi informatici, frodi di dati), stanno scavalcando quelli economici e finanziari.⁴

¹ Gaffney O. e Steffen W., *The Anthropocene equation*, The Anthropocene Review, 2017

² Bologna G. e Giovannini E., *L'economia della ciambella: come rendere operativa la sostenibilità*, introduzione al volume di Kate Raworth *L'economia della ciambella. Sette mosse per pensare come un economista del XXI secolo*, edizioni Ambiente, 2017.

³ Schoemaker D., Schramade W., *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, 2019

⁴ World Economic Forum 2007-2020, *Global risks report 2020*, 15th Edition.

Infatti, è sempre più diffusa la consapevolezza che il modello di sviluppo economico sin qui perseguito, diffuso nelle società di tutto il mondo, è in evidente conflitto con gli ecosistemi del nostro Pianeta, e che la sfida maggiore che l'umanità si trova ad affrontare è la ricerca delle soluzioni per ottenere una relazione armonica tra i sistemi sociali ed economici, da una parte, e le capacità rigenerative e ricettive dei sistemi naturali dall'altra. In altre parole, si tratta della sostenibilità ambientale. Allo stesso tempo, sta emergendo con crescente chiarezza anche la rilevanza dei fattori sociali dello sviluppo economico. La necessità di garantire la sostenibilità e l'equità intergenerazionale del sistema di welfare alla luce dei cambiamenti demografici, di promuovere la parità di genere, di ridurre le disuguaglianze, di promuovere pari condizioni di accesso dei minori alle tecnologie per cogliere le opportunità dell'innovazione digitale sono solo alcune delle numerose sfide sociali del nuovo millennio.

Dal venir meno della fiducia in un modello di sviluppo economico orientato al breve periodo, che non tenga adeguatamente in considerazione i rischi ambientali, sociali e di *governance* e, soprattutto, dalla diffusa consapevolezza che il peso dell'attività umana sui sistemi naturali è divenuto del tutto insostenibile trae origine la riflessione circa un nuovo modello di sviluppo economico sostenibile. Per comprendere le caratteristiche principali di tale concetto, che è alla base dello sviluppo della finanza sostenibile, nel prossimo paragrafo si prenderanno in esame le principali iniziative delle Nazioni Unite per promuoverlo.

1.2 Lo sviluppo sostenibile

Il concetto di sviluppo sostenibile è stato affrontato nel dettaglio per la prima volta nel 1987 dalla Commissione Mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo delle Nazioni Unite, che ha redatto il "Rapporto Brundtland" (rapporto "*Our common future*"). Nel documento è stata evidenziata la necessità di attuare una strategia di sviluppo, a livello globale, in grado di integrare le esigenze del sistema economico e dell'ambiente. Il concetto di "sviluppo sostenibile" è stato definito nel Rapporto come *«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»* o, ancora, come un *«processo di cambiamento tale per cui lo sfruttamento delle risorse, la direzione degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico e i cambiamenti istituzionali siano resi coerenti con i bisogni futuri oltre che con gli attuali»*⁵. Il documento fornisce, dunque, una definizione generica che delinea un approccio unitario allo sviluppo economico e all'ambiente,

⁵ Commissione Mondiale sull'ambiente e lo Sviluppo delle Nazioni Unite, *Rapporto Brundtland*, 1987

basato sul presupposto che un ambiente depauperato non può assicurare uno sviluppo stabile e socialmente ammissibile.

Le linee guida per la realizzazione di uno sviluppo sostenibile fornite da tale documento sono tutt'ora valide. Infatti, traendo ispirazione da esse, le Nazioni Unite hanno approvato, il 25 settembre 2015, l'”Agenda Globale per lo sviluppo sostenibile”, dichiarando l'insostenibilità dell'attuale modello di sviluppo economico. L'Agenda individua 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (“*Sustainable Development Goals*”) e 169 *target*, o sotto-obiettivi, da raggiungere entro il 2030⁶. Tali obiettivi, a differenza dei precedenti Obiettivi di Sviluppo del Millennio (*Millennium Development Goals*)⁷, i quali riguardavano principalmente i paesi in via di sviluppo, affrontano il concetto di sviluppo economico da una nuova prospettiva, più ampia e “universale”, in quanto si riferisce in egual misura ai paesi sviluppati e ai paesi in via di sviluppo⁸. In particolare, il carattere di *sostenibilità* dello sviluppo delineato dall'Agenda 2030 si declina in tre dimensioni: ambientale, sociale ed economica. I 17 obiettivi che affrontano queste tre dimensioni dello sviluppo sono presentati nell'immagine seguente, utilizzata dalle Nazioni Unite per promuovere la diffusione del nuovo paradigma.

⁶ L'agenda è anche nota come “Agenda 2030”

⁷ Obiettivi di sviluppo sostenibile stabiliti dalle Nazioni Unite nel 2000 e da raggiungere entro il 2015

⁸ Montini M., *L'interazione tra gli SDGs ed il principio dello sviluppo sostenibile per l'attuazione del diritto internazionale dell'ambiente*, Federalismi.it, Rivista di diritto pubblico italiano, comparato, europeo. 2019

SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS



Fonte: sito ufficiale delle Nazioni Unite <https://sdgs.un.org>

Gli SDGs sono diventati una sorta di linguaggio comune, a livello internazionale, sulla base del quale i governi, da una parte, sono chiamati a rivedere politiche, normative e modelli di *governance*, e le imprese, dall'altro, sono chiamate ad operare⁹. Nel paragrafo 2.1 verrà affrontato il dibattito sulla validità giuridica di tali Obiettivi, al fine di inquadrarli all'interno dell'ordinamento internazionale e comunitario.

In riferimento al *goal* 13 dell'Agenda 2030, riguardante il problema del riscaldamento globale, nel dicembre del 2015 si è tenuta la Conferenza sul clima di Parigi (COP21), iniziativa delle Nazioni Unite per portare avanti l'azione climatica a livello globale. In tale occasione è stato firmato il primo accordo universale e giuridicamente vincolante sul clima (c.d. "Accordo di Parigi"), il quale definisce un quadro di regole per evitare cambiamenti climatici dannosi per il Pianeta, stabilendo di proseguire con gli sforzi per limitare il riscaldamento globale a 1,5°C o di mantenerlo comunque al di sotto dei 2°C.

⁹ Gragnoli B., *La dimensione giuridica degli SDGs*, R&P Legal, 2018

L'accordo è stato firmato da 194 paesi e dall'UE, i cui membri sono firmatari per conto proprio, ma coordinano reciprocamente le loro strategie e fissano obiettivi in comune.

Gli SDGs delle Nazioni Unite e le relative politiche di sostenibilità definite a livello UE rappresentano le linee guida per i Paesi Membri nella definizione degli specifici obiettivi strategici di sviluppo. In Italia, infatti, in continuità con gli obiettivi internazionali ed europei, è stata approvata nel 2017 la Strategia Nazionale per lo sviluppo sostenibile (SNSVS), che delinea una prospettiva di sviluppo basata sulla sostenibilità quale valore guida per affrontare le sfide globali del Paese¹⁰.

1.3 Il ruolo della finanza nello sviluppo sostenibile: il trend in crescita degli investimenti ESG

Il sistema finanziario può svolgere un ruolo chiave per una completa attuazione del modello di sviluppo sostenibile. In primo luogo, nel ruolo di allocazione delle risorse verso il loro uso più produttivo, il sistema finanziario può prendere decisioni strategiche su *trade-off* di obiettivi sostenibili e, scegliendo di finanziare aziende e progetti virtuosi dal punto di vista della sostenibilità, può contribuire concretamente ad accelerare la transizione verso un'economia sostenibile. In secondo luogo, le attività di *risk management* degli intermediari finanziari sono in grado di affrontare adeguatamente le incertezze insite nelle questioni ambientali, incorporando tali rischi nelle valutazioni finanziarie. In fine, gli investitori possono monitorare gli investimenti effettuati, influenzando la *governance* delle aziende in cui investono per bilanciare gli interessi degli *stakeholder* e incoraggiare comportamenti corretti in termini di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance*.¹¹

Quando il concetto di sviluppo sostenibile si applica all'attività finanziaria nasce la finanza sostenibile. Se nella finanza tradizionale viene massimizzato il valore per gli azionisti cercando la combinazione ottimale di rendimento finanziario e rischio, nella finanza sostenibile l'obiettivo è «di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano al contempo utili alla società e non siano a carico del sistema ambientale»¹². Tale fenomeno si è evoluto negli ultimi decenni come parte del concetto più ampio di finanza etica, che comprende anche fenomeni diversi da quelli legati allo sviluppo sostenibile. Nell'alveo delle attività di finanza etica rientrano, per esempio, il microcredito – che

¹⁰ Olivieri S. *Le emergenze educative della società contemporanea progetti e proposte per il cambiamento*, Cap XVII, Pensa Multimedia Editore, 2018.

¹¹ Schoemaker D., Schramade W., *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, 2019.

¹² definizione della Consob, disponibile su <http://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile>

consiste in un credito di piccolo ammontare erogato a favore di soggetti vulnerabili dal punto di vista socioeconomico¹³- e l'investimento etico - rivolto alle iniziative nel campo dell'ambiente, dei servizi sociali, dei beni culturali e della cooperazione internazionale.¹⁴

Le finalità della finanza sostenibile possono essere distinte in finalità di ordine etico e di ordine economico-finanziario. Nel primo caso le pratiche di finanza sostenibile sono attuate con la finalità di allineare l'etica dell'investitore alle conseguenze ambientali e sociali delle attività dell'azienda in cui investire, e l'impatto sulla performance dell'investimento non è l'obiettivo ma solo una conseguenza. Nel secondo caso la focalizzazione su temi ambientali e sociali è guidata da *driver* di valore, perchè l'assunto alla base è che le imprese attente ai criteri di sostenibilità otterranno *performance* migliori nel medio-lungo periodo.¹⁵ In particolare, proprio il secondo ordine di finalità sta assumendo particolare rilievo nel modo in cui investitori e *manager* concepiscono la finanza sostenibile. La crescente domanda di prodotti di investimento sostenibili e responsabili, infatti, è dovuta all'interesse degli investitori nei confronti delle opportunità di profitto che essi offrono. Inoltre, specularmente, le imprese stanno adottando modelli di *business* e di *governance* più sostenibili perché sono consapevoli che, nel lungo termine, porteranno a performance aziendali migliori.

Di fatti, tra le varie forme di applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria, il fenomeno che sta assumendo crescente rilevanza nel mondo della finanza, e su cui questo lavoro intende concentrarsi, è quello dell'Investimento Sostenibile e Responsabile (SRI, dall'inglese *sustainable and responsible investment*), noto anche come Investimento ESG (acronimo di *environmental, social, e governance*)¹⁶.

1.3.1 Investimento Sostenibile e Responsabile (ISR)

Secondo la definizione ufficiale fornita dal Forum per la Finanza Sostenibile, l'Investimento Sostenibile e Responsabile «è una strategia di investimento orientata al medio- lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare valore per l'investitore e per la società nel suo

¹³ Definizione dell'Ente Nazionale per il Microcredito, www.microcredito.gov.it

¹⁴ Definizione della Borsa Italiana, tratta da: Borsa Italiana, *Che cos'è la finanza etica? I principi fondamentali*, FTA Online News, Milano, 2007.

¹⁵ Pagamici B., *Impresa ibrida e terzo settore*, Primiceri editore, 2017.

¹⁶ le due espressioni saranno usate come sinonimi in questo lavoro.

*complesso*¹⁷. In altre parole, ci si riferisce alla pratica secondo cui, accanto agli obiettivi tipici della gestione finanziaria, cioè l'ottimizzazione del rapporto tra rischio e rendimento in un dato orizzonte temporale, vengono presi in considerazione altri fattori non finanziari di natura ambientale, sociale o di *governance*. Da qui l'acronimo ESG (*environmental, social, governance*). In particolare, integrare il fattore ambiente comporta, per esempio, la valutazione dell'energia e delle risorse naturali utilizzate/risparmiate e dell'eventuale impegno attivo contro il cambiamento climatico. Integrare il fattore sociale consiste nel valutare i fattori e le politiche aziendali che incidono sulla società, quali le condizioni di lavoro dei dipendenti dell'azienda e l'impegno nei confronti delle comunità locali e del territorio. Il fattore *governance* include la trasparenza e l'equità nelle scelte dell'azienda, le pressioni politiche subite dai vertici aziendali, i presidi contro la corruzione, la diversità e l'equità della struttura di *governance* aziendale.

Il *trend* degli investimenti ESG è risultato particolarmente in crescita nel periodo successivo alla Grande Crisi Finanziaria del 2007-08. Come dimostrato in un interessante studio di S. Leins (2020)¹⁸, l'ESG ha assunto un ruolo fondamentale dopo la crisi del 2008 perché si è imposto come tecnica «*per armonizzare l'ordine etico del mercato - basato sull'ideale di ottimizzare i guadagni finanziari - con l'ordine etico della società - basato sulle preoccupazioni morali circa le conseguenze di tale ottimizzazione*». Ciò, spiega Leins, è dovuto principalmente al fatto che gli analisti finanziari sono riusciti a rielaborare i concetti *morali* in modo da poterli utilizzare per sostenere le motivazioni *finanziarie* degli investitori. In quanto tale, l'ESG si è affermato come uno strumento di speculazione. A tal proposito, è interessante sottolineare che la grande maggioranza degli studi effettuati in materia tende a dimostrare che l'investimento ESG non comporti necessariamente la rinuncia ad un rendimento soddisfacente (si veda par. 1.5). Dall'altro lato, però, è necessario considerare il fatto che gli investimenti responsabili sono adatti ad investitori "pazienti", poiché puntano al guadagno nel medio-lungo termine e, dunque, non hanno carattere propriamente speculativo.

Con la crescita della domanda di investimenti ESG è aumentato anche il numero di fondi ESG *open-ended* (fondi aperti) e di *exchange-traded funds* (ETF) (fondi a gestione passiva, che replicano benchmark di riferimento). Secondo un report di Morningstar del 2019¹⁹, solo tra il 2017 e il 2018 il numero di fondi sostenibili è cresciuto del 50%, e i flussi netti in media del 2013-

¹⁷ Forum per la Finanza Sostenibile, *L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi. La posizione ufficiale del Forum per la Finanza Sostenibile*, Milano, 2014.

¹⁸ Leins S., *Responsible investment: ESG and the post-crisis ethical order*, Economy and Society, 49:1, 71-91, 2020.

¹⁹ Hale J. *Sustainable Funds U.S. Landscape Report*, Morningstar Research, 2019.

2018 sono stati 30 volte maggiori rispetto al periodo 2009-2012. Fra le maggiori società di gestione che offrono due o più fondi ESG figurano BlackRock, Calvert, Dreyfus, Fidelity, Goldman Sachs.²⁰

Per dare un'idea della rilevanza del fenomeno ESG, sono riportati alcuni dati riguardanti Amundi, il più grande *asset manager* d'Europa per patrimonio gestito e fra i Top 10 a livello mondiale²¹, con un patrimonio gestito (*Aum, asset under management*) di 1.653 miliardi di euro²². Al momento Amundi gestisce utilizzando parametri ESG oltre 300 miliardi di euro²³, e ha stabilito, nel piano triennale *Ambition* per il 2021, che l'intero patrimonio di gestione sarà investito con criteri ESG.

Anche osservando dati più attuali, che considerino il periodo della crisi economica da Covid-19, il fenomeno risulta comunque in forte crescita: secondo le stime di Morningstar²⁴ la raccolta netta globale nel secondo trimestre di quest'anno è cresciuta del 72% raggiungendo i 71,1 miliardi di dollari (circa 60 miliardi di euro), un segnale che - secondo il rapporto - indica il crescente interesse degli investitori ai temi ESG. In particolare, i dati Morningstar mostrano che in Europa gli investimenti basati sui fattori ambientali, sociali e di *governance* sono particolarmente popolari: l'UE nel periodo aprile-giugno ha catturato l'86,3% dei flussi netti globali (61,4 miliardi di dollari, pari a circa 52 miliardi di euro). Ma il dato che risulta più significativo riguarda il patrimonio globale dei fondi sostenibili, il quale dopo essere sceso a 856 miliardi di dollari a fine marzo 2020, ha superato il traguardo dei mille miliardi di dollari al 30 giugno. L'incremento è stato addirittura superiore a quello dell'insieme complessivo dei fondi²⁵.

Un ulteriore aspetto riguardante il *trend* degli investimenti ESG, rilevato in una ricerca di Amundi²⁶, è che dal 2014 al 2017 l'integrazione della componente "S" (*social*) del paradigma ESG negli investimenti era decisamente inferiore rispetto al fattore ambientale, mentre nel periodo 2018-2019 la sensibilità degli investitori per i temi sociali è cresciuta notevolmente. Questa tendenza emerge anche nel contesto dell'attuale crisi economica da Covid-19. Infatti, la crescente attenzione mostrata dagli investitori nei confronti delle politiche sociali delle aziende

²⁰ Tucker III, J. J., & Jones, S., *Environmental, Social, and Governance Investing: Investor Demand, the Great Wealth Transfer, and Strategies for ESG Investing*, Journal of Financial Service Professionals, 2020.

²¹ fonte: IPE "Top 500 asset managers" pubblicata nel Giugno 2020 e basata su AUM del Dicembre 2019.

²² Fonte: Amundi, dati alla fine del 2019. <https://about.amundi.com>

²³ Fonte: Amundi, dati alla fine del 2019. <https://about.amundi.com>

²⁴ Silano S., *Fondi sostenibili, il patrimonio globale supera i mille miliardi*, Morningstar.it, 31 luglio 2020.

²⁵ *Fondi sostenibili oltre mille miliardi*, Sole 24 ore, 15 agosto 2020

²⁶ Amundi, *Gli investimenti ESG e il processo di definizione del prezzo degli asset azionari: i principali risultati*, 2018.

ha messo in rilievo il fattore *social* del paradigma ESG. Nel capitolo terzo verrà approfondito l'argomento.

1.4 Le strategie di investimento ESG

Approfondiamo la trattazione delle pratiche di investimento ESG esaminando quali sono le principali strategie per investire responsabilmente e, con il supporto dei dati di alcuni recenti studi, quali sono le motivazioni che spingono gli investitori ad utilizzarle e a scegliere l'una piuttosto che l'altra.

L'*European SRI Study*, pubblicato nel 2012 dall'Eurosif (Forum Europeo per gli Investimenti Sostenibili e Responsabili), identifica e descrive sette strategie:

- *Investimento tematico*: consiste nell'investimento in temi o attività direttamente collegati all'area della sostenibilità. I fondi tematici si concentrano su questioni specifiche relative all'ESG e contribuiscono in modo diretto e mirato ad affrontare sfide come il cambiamento climatico e l'eco-efficienza. Solitamente questo tipo di strategia è utilizzata per progetti ad impatto ambientale.

- *Investimento "best in class" (relative screening)*: consiste nella selezione degli investimenti di punta o dei migliori risultati all'interno di un universo, categoria o classe in base ai criteri ESG. Questo approccio prevede l'analisi iniziale delle società di un settore sulla base della loro attenzione alle istanze ambientali, sociali e di *governance* e la successiva selezione di quelle che hanno ottenuto le performance migliori. Un portafoglio *Best-in-Class* (BIC) comprende tipicamente società che soddisfano sia un criterio ESG che una valutazione finanziaria. Nell'alveo delle strategie BIC rientrano gli approcci "*best in universe*" e "*best effort*".

- *Screening basato su norme e standard internazionali (norms-based screening)*: è l'approccio secondo cui si sceglie di investire solo sulle imprese e sugli stati che rispettano determinate norme e trattati internazionali. Le norme considerate come criteri di valutazione trattano solitamente aree quali la protezione dell'ambiente e i diritti umani e sono principalmente contenute in linee guida internazionali, tra cui, per esempio, le Linee Guida dell'OCSE per le Imprese Multinazionali²⁷.

²⁷ OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development), *Guidelines for Multinational Enterprises*, 2011.

- *Esclusione (negative screening)*: questa strategia consiste nell'escludere dall'universo dei possibili investimenti tutte le imprese che operano in alcuni settori comunemente considerati "non sostenibili" o "non etici". I criteri comuni di esclusione, infatti, sono armi, pornografia, tabacco e *test* sugli animali. Tuttavia, le esclusioni possono basarsi su vari criteri, derivanti dalle particolari preferenze degli investitori.

- *Integrazione dei fattori ESG nell'analisi finanziaria*: è la strategia che prevede l'inclusione esplicita, al pari dei parametri finanziari tradizionali, dei fattori ESG nell'analisi finanziaria tradizionale. Questa strategia considera l'impatto potenziale (positivo o negativo) dei fattori ESG sulla finanza aziendale, dato che esso può influenzare la decisione di investimento. In questo modo le istanze ESG assumono un ruolo di primo piano nella decisione d'investimento e nei rendimenti finanziari attesi.

- *Engagement e proprietà attiva (active ownership)*: strategia che comporta l'impegno dell'investitore con le società, attraverso il dialogo e/o la compartecipazione azionaria, per avviare cambiamenti nel comportamento e nelle politiche aziendali su varie tematiche ESG. È la strategia più complessa perché non si limita a scegliere un portafoglio, ma comporta collaborazione attiva con il management delle società. Inoltre, è un approccio di lungo termine: gli investitori costruiscono un rapporto di collaborazione con le aziende per incoraggiare modelli di *business* più sostenibili dal punto di vista ESG. Solitamente si distingue tra *soft engagement*, quando l'investitore si confronta e collabora con il management della società, e *hard engagement*, quando esercita il diritto di voto nell'assemblea degli azionisti nel momento in cui entrano in gioco tematiche riguardanti i fattori ESG. Dunque, il *soft engagement* può essere effettuato dall'investitore in relazione a qualsiasi classe di attivo, mentre *l'hard engagement* ha come prerequisito la proprietà di azioni.²⁸

- *Impact investing*: strategia di investimento che mira ad ottenere, oltre a un ritorno finanziario, anche un preciso impatto sociale e/o ambientale che abbia un risultato/misurazione positiva. Questi investimenti sono spesso specifici per progetto.

Un'ulteriore strategia da considerare è quella del *disinvestimento*²⁹. Secondo lo studio dell'Eurosif "*European SRI study*" del 2018 gli investitori interessati ad affrontare le dimensioni

²⁸ Forum per la Finanza Sostenibile, *Engagement su temi di sostenibilità. Le società quotate e il dialogo con gli investitori*, 2015.

²⁹ Eurosif, *European SRI Study 2018*, 2018.

finanziarie del cambiamento climatico, stanno sempre più considerando il disinvestimento come una soluzione. Infatti, le dismissioni dal petrolio e dal carbone sono le azioni più immediate da intraprendere per riorientare i flussi di capitale verso progetti finanziari e infrastrutture più sostenibili.

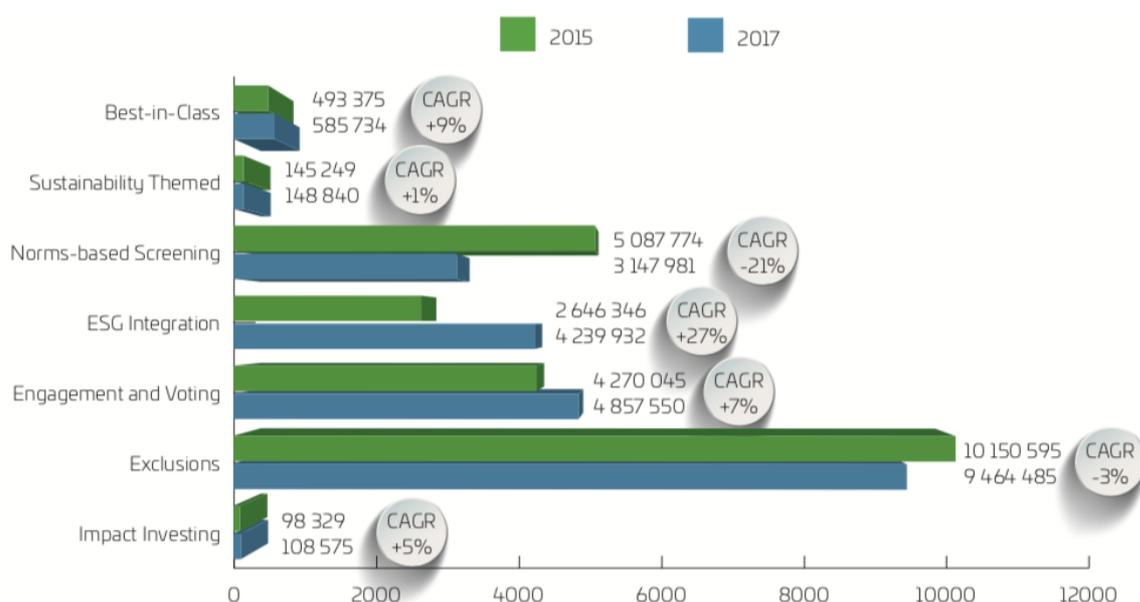
Ulteriore strategia ESG è la *Overlay/portfolio tilt*³⁰ che consiste nell'uso di determinate strategie o prodotti d'investimento per armonizzare le caratteristiche ESG aggregate specifiche di un fondo o di un portafoglio d'investimento. Per esempio, una strategia di questo tipo è quella che permette di modificare l'inclinazione di un portafoglio d'investimento verso un'impronta di carbonio desiderata. In sostanza, è uno stile di gestione di portafoglio che assicura che le strategie ESG dell'investitore siano attuate in modo armonizzato. È prevalentemente utilizzata per i portafogli di investitori istituzionali o comunque per soggetti con un patrimonio netto abbastanza elevato.

³⁰ Amel-Zadeh, Amir and Serafeim, George, Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey (July 1, 2017). *Financial Analysts Journal*, 2018, Volume 74 Issue 3, pp. 87-103, disponibile online: <https://ssrn.com/abstract=2925310>

1.4.1 I dati dell'European SRI Study 2018

Analizzando i tassi di crescita annuali composti positivi (CAGR, Compound Annual Growth Rate) al 2017, presentati dall'*European SRI Study* del 2018, emergono alcune strategie leader.

Grafico 1. Overview sulle strategie SRI (*sustainable and responsible investment*) in Europa (dati in migliaia)



Fonte: *European SRI Study 2018*, Eurosif. Disponibile online: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>

La strategia che in assoluto ha più successo è quella di esclusione, che raggiunge un valore di attivo di oltre 9.000 miliardi di euro, nonostante il calo subito rispetto al 2017 (CAGR -3%). Tale strategia, infatti, rappresenta la maniera più semplice di investire responsabilmente. Tuttavia, per alcuni investitori la strategia di esclusione, se praticata da sola, non è neppure considerata una vera e propria forma di investimento responsabile. Infatti, dato che per tutti coloro che disinvestono escludendo un settore può esserci un altro soggetto disposto ad investirvi, la società partecipata di questi settori non subisce alcun impatto. Per ciò, lo studio dell'Eurosif conclude che, per avere un impatto significativo, una strategia di esclusione deve essere applicata insieme ad una forma di *engagement* o di proprietà attiva. Tramite il possesso di una quantità simbolica di azioni “escluse” (nel caso di proprietà attiva) o, comunque, stabilendo una relazione di

collaborazione con i vertici aziendali della società “esclusa” (nel caso di *engagement*), l’investitore può effettivamente dimostrare la volontà di promuovere la sostenibilità e avere un impatto significativo.

La strategia in più rapida crescita nell’anno, con un CAGR del +27%, è quella di integrazione.

Tuttavia, è evidente anche una tendenza ad una gestione più attiva, sottolineata dal CAGR positivo del 7%, da una base già elevata, registrato per le strategie di *engagement* e *voting* (proprietà attiva). Inoltre, queste strategie si collocano al secondo posto, dopo le esclusioni, per valore assoluto di attivi (quasi 5.000 miliardi di euro). Gli investitori, infatti, sono sempre più convinti del fatto che le attività di proprietà attiva, tra le quali il dialogo tra gli investitori e i vertici dell’azienda, possono rafforzare notevolmente la *performance* aziendale in ambito ESG. Una delle motivazioni è che, con tali strategie, i gestori patrimoniali hanno la possibilità di affrontare insieme al *management* tematiche che riguardano rischi e opportunità ESG al fine di incoraggiare l’adozione di modelli di *business* più sostenibili.³¹

Il calo maggiore registrato nello studio è quello del *norms-based screening*, con un CAGR negativo del 21%, mentre le strategie di *best in class*, di investimento tematico e di *impact investing* hanno subito una leggera crescita. Tuttavia, gli investimenti tematici hanno riscosso molto successo negli ultimi anni, soprattutto grazie alla crescente attenzione, nelle discussioni a livello internazionale, al tema del cambiamento climatico.

In sostanza, sebbene la strategia di esclusione abbia mantenuto il ruolo di *leader*, anche le strategie ESG più strutturate (*integration, engagement, voting*), hanno avuto molto successo rispetto agli anni precedenti. Infatti, il fenomeno più rilevante emerso dallo studio dell’Eurosif è il crescente interesse dimostrato dagli investitori nei confronti di quelle strategie di investimento ESG più sofisticate e complesse, che possono avere un impatto rilevante in termini di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance*.

1.4.2 Cosa spinge gli investitori ad investire responsabilmente: tra etica e profitto

Passiamo a trattare il tema che più interessa agli analisti: quali sono le motivazioni che spingono gli investitori ad investire responsabilmente? Quali sono le motivazioni che li spingono ad usare una strategia piuttosto che un’altra?

³¹ The Asset, *Active ownership activities strengthen corporate ESG performance*, 1 agosto 2019, disponibile online: <https://pcc.theasset.com/wealth-management/38361/active-ownership-activities-strengthen-corporate-esg-performance->

Il recente studio condotto dal CFA Institute, già citato in precedenza³², mostra che la rilevanza degli ESG sulla performance degli investimenti è la motivazione più frequente per gli investitori. Infatti, la maggioranza degli intervistati (63%) utilizza strategie ESG perché rilevanti per la *performance* degli investimenti. Tale risultato conferma quanto affermato precedentemente sul recente fenomeno che vede la finanza sostenibile imporsi particolarmente nelle sue finalità di ordine economico-finanziarie: l'attenzione alla sostenibilità è guidata da *driver* di valore di tipo economico-finanziario. Gli investimenti sostenibili, infatti, sono appetibili dal punto di vista del rendimento tanto quanto altri investimenti. Tuttavia, gli investitori intervistati dichiarano di essere mossi anche da motivazioni di tipo strategico, come la crescente domanda da parte dei clienti e la strategia di prodotto, e motivazioni etiche. In particolare, tra gli investitori che considerano le informazioni ESG nelle loro decisioni di investimento, molte grandi imprese hanno fornito motivazioni finanziarie/strategiche. Al contrario, i piccoli investitori sono più propensi a considerare le informazioni ESG nelle decisioni di investimento per motivazioni etiche. Nel complesso, le evidenze del campione utilizzato nello studio suggeriscono che l'uso delle informazioni ESG è guidato principalmente da motivazioni di natura economico-finanziaria piuttosto che etiche.

In risposta alla seconda domanda, su quali motivazioni spingano gli investitori a scegliere una strategia piuttosto che un'altra, lo studio evidenzia che gli investitori applicano strategie di screening, come l'esclusione, prevalentemente per seguire una strategia di prodotto o per motivazioni etiche, mentre è più probabile che praticino l'integrazione ESG se guidati da motivazioni economiche quali la massimizzazione della *performance* dell'investimento. Tra i vari stili di investimento ESG, infatti, la strategia di esclusione è percepita come la meno vantaggiosa per gli investimenti dal punto di vista della performance, mentre la piena integrazione di fattori ESG e la strategia di engagement sono considerati più profittevoli.

1.5 Focus sui rendimenti dell'ESG: lo studio di Banor SIM sui titoli dell'indice Stoxx® Europe 600

Nei paragrafi precedenti si è parlato della crescente importanza che stanno assumendo le pratiche di investimento responsabile. È opinione diffusa, infatti, che l'ambiente, le politiche sociali e le

³² Amel-Zadeh A. and Serafeim G., *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, Financial Analysts Journal (CFA Institute), 2017.

pratiche di buon governo delle imprese (i fattori dell'acronimo ESG), saranno i tre pilastri su cui si baseranno le scelte di investimento nei prossimi anni.³³

Al fine di supportare questa tesi e, in particolare, per evitare che il *trend* della “sostenibilità” venga confuso con una *moda* o un banale *slogan*, è interessante prendere in esame alcuni studi che hanno dimostrato, da una parte, che le società attente ai fattori di sostenibilità generano, tendenzialmente, rendimenti soddisfacenti e, dall'altra, che gli investimenti sostenibili generano rendimenti finanziari pari o superiori, e più stabili, di quelli tradizionali.

Diversi studi condotti sul mercato USA hanno dimostrato che le strategie di gestione attiva di portafogli di tipo integrato, vale a dire che utilizzano sia modelli tradizionali di analisi *value based* e sia criteri ESG, ottengono performance migliori. Coerentemente con tale risultato, anche la prima ricerca condotta sul mercato europeo da Banor SIM in collaborazione con il Politecnico di Milano, focalizzata sui titoli dell'indice Stoxx® Europe 600, ha dimostrato che le imprese caratterizzate da alti *rating* ESG hanno ottenuto rendimenti differenziali superiori di altri nel periodo dal 2012 al 2017, e che le migliori strategie di gestione di portafoglio sono quelle che combinano l'analisi fondamentale (che considera grandezze come il rapporto prezzo/utile per azione) con i *rating* ESG.³⁴ I risultati dello studio confermano anche che l'adozione di comportamenti corretti dal punto di vista ESG da parte delle aziende sia la fonte di un vantaggio competitivo di lungo termine. Infatti, l'analisi sulle determinanti della *performance* dei titoli azionari dell'indice rivela il successo delle imprese “virtuose” in ambito ESG sia in relazione al fatturato, che al margine operativo e al *dividend yield*. Dunque, il paradigma ESG è sempre di più in grado di discriminare la sostenibilità di lungo termine, e quindi il vantaggio competitivo di un'azienda, mentre fino a poco tempo fa questo si traduceva soltanto nel favorire politiche e pratiche aziendali orientate non solo alla creazione di profitto, ma anche alla tutela dell'ambiente, alla sicurezza e il *welfare* dei lavoratori, alla trasparenza, e in generale agli interessi di tutti gli *stakeholders*.³⁵

Ad ulteriore conferma di quanto detto, facendo riferimento ai rendimenti dei principali fondi ESG, secondo il rapporto di Morningstar citato nel paragrafo 1.3, il 63% di essi si è classificato nella prima metà delle rispettive categorie.

³³ Martino C., *Se il profitto lascia il posto alla sostenibilità*, Il Sole 24 ore, 2018.

³⁴ Giudici G., Bonaventura M. (Banor SIM), *La relazione fra rating ESG e performance di mercato: uno studio sui titoli dell'indice Stoxx® Europe 600*, 2018. La ricerca è stata condotta la stessa metodologia adottata dalla Harvard Business School per analizzare il mercato USA. Per approfondimenti <https://www.banor.it/esg-e-value-investing/>.

³⁵ *ibidem*

L'evidenza davanti alla quale non si può fuggire, dunque, è che non è necessario sacrificare il rendimento per ottenere un impatto ESG.

CAPITOLO 2

Il quadro regolatorio europeo in materia di finanza sostenibile

2.1 La validità giuridica degli SDGs

Prima di esaminare i recenti sviluppi del quadro normativo europeo per la finanza sostenibile, è opportuno porre l'attenzione sui 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) previsti nell'Agenda 2030, adottata da tutti gli Stati membri delle Nazioni Unite con *Risoluzione* nel 2015³⁶. L'Agenda persegue l'ambizioso obiettivo di trasformare il nostro mondo (“*transforming our world*”), richiamando i singoli Paesi della Comunità internazionale ad intraprendere strategie e piani a livello nazionale per perseguire il macro-obiettivo dello sviluppo sostenibile.

Gli SDGs sono largamente riconosciuti come strumenti di *soft law* del diritto internazionale, e come tali sono chiamati a svolgere un ruolo importante come elementi sussidiari di interpretazione delle norme pattizie internazionali. Ricordiamo che l'espressione *soft law* indica l'insieme di regole e precetti che, seppur collocati al di fuori del sistema tradizionale delle fonti del diritto, producono un effetto nella platea dei destinatari o sono oggetto di adesione spontanea da parte di essi. In particolare, nel diritto dell'economia si possono identificare alcuni fenomeni che producono effetti economicamente rilevanti in quanto percepiti come vincolanti dagli operatori del mercato. Tra questi rientrano, per esempio, le esternazioni di autorità tecniche di supervisione, gli orientamenti dei *policy maker* e le *best practice* di mercato. L'espressione *soft law* va a racchiudere tutti questi fenomeni presentandoli come un'alternativa alle fonti del diritto tradizionale (cd. *hard law*).

Tuttavia, nel contesto del diritto internazionale, nel quale gli SDGs si collocano, è opportuno fare ulteriori considerazioni. L'art. 38 dello Statuto della Corte Internazionale di Giustizia menziona un numero limitato di fonti del diritto internazionale: le *convenzioni internazionali*, la *consuetudine* internazionale che attesta una pratica generalmente accettata come diritto, *principi generali di diritto* riconosciuti dagli Stati e fonti sussidiarie quali le *decisioni* giudiziarie e la dottrina dei pubblicisti più qualificati³⁷. Non si fa menzione di altri metodi, come le *decisioni* o le *risoluzioni* delle organizzazioni internazionali o dei loro organi.

³⁶ Risoluzione A/RES/70/1 del 25 settembre 2015, United Nations General Assembly (UNGA), *Transforming Our World: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, 2015.

³⁷ ONU, *Carta delle Nazioni Unite e Statuto della Corte internazionale di Giustizia*, San Francisco, 1945.

Di conseguenza, dunque, un approccio tradizionale al diritto internazionale porterebbe a concludere che gli SDGs delle Nazioni Unite, così come tutte le dichiarazioni normative rilasciate dagli Stati nell'ambito delle organizzazioni internazionali che non rientrano nelle categorie menzionate all'articolo 38 dello Statuto della Corte Internazionale di Giustizia, non possono essere considerate giuridicamente vincolanti, nonostante esse riflettano comunque ciò che è realmente considerato un valore o un comportamento corretto dalla società internazionale. In letteratura, uno degli autori che ha preso questa posizione circa la natura giuridica degli SDGs è French³⁸, il quale ha sostenuto che essi costituiscono una dichiarazione di natura politica che ha la valenza di un insieme di aspirazioni prive di qualsivoglia rilevanza giuridica, e che dunque essi non possono essere qualificati neppure come norme di *soft law* nel contesto del diritto internazionale.

Tuttavia, se si guarda al diritto come a qualcosa di più di un insieme di norme e procedure, esso si manifesta come un concetto più dinamico: il diritto cambia nel tempo, sia nel contenuto che nella forma, per adeguarsi agli sviluppi della società. Di fatti, l'ordinamento giuridico internazionale è cambiato rispetto al passato, e oggi le forme di *soft law* sono numerose e rivestono ruoli importanti all'interno dell'ordinamento stesso. Per esempio, dopo la Seconda Guerra Mondiale le norme a tutela dei diritti umani sono state introdotte nell'ordinamento con l'adozione della Dichiarazione Universale dei Diritti Umani accettata dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite e, dunque, non con un atto giuridico vincolante. Ciononostante, l'impossibilità di negare a tale documento la qualifica di dichiarazione giuridicamente valida nel campo dei diritti umani è comunemente accettata. Dunque, adottando un approccio meno rigido a ciò che è il diritto internazionale si riesce a collocare la grande varietà di dichiarazioni provenienti dalla realtà internazionale lungo un'ideale linea continua tra *hard e soft law* e a riconoscere la validità giuridica degli SDG quali strumenti di *soft law* del diritto internazionale. Per molti autori infatti, gli SDGs si porrebbero a integrazione del diritto internazionale, chiarendo le disposizioni vincolanti delle norme pattizie esistenti e migliorandone la qualità. In tal senso, la validità degli SDGs deriva dall'interrelazione esistente tra essi e le altre fonti di diritto tradizionale.³⁹ Questa interrelazione è particolarmente evidente nell'ambito del diritto internazionale dell'ambiente, dove le linee guida o gli standard elaborati da organismi tecnici

³⁸ French D., *The Global Goals: Formalism Foregone, Contested Legality and "Re-Imaginations of International Law"*, in *Ethiopian Yearbook of International Law*, 2017.

³⁹ Montini M., *L'interazione tra gli SDGs ed il principio dello sviluppo sostenibile per l'attuazione del diritto internazionale dell'ambiente*, Federalismi.it, Rivista di diritto pubblico italiano, comparato, europeo, 2019.

sono spesso riconosciuti come strumenti di *soft law* nell'attuazione degli obiettivi stabiliti dai trattati.⁴⁰

La conclusione che, in questa sede, risulta rilevante è che anche se da un punto di vista formale gli obiettivi di sviluppo sostenibile non sono norme vincolanti di diritto internazionale, non trattandosi né di norme pattizie né di consuetudini internazionali, essi acquisiscono validità giuridica grazie alle numerose espressioni di volontà da parte della comunità internazionale degli Stati di considerarli come vincolanti.⁴¹ Di qui la considerazione che gli SDGs possono svolgere un ruolo importante nel diritto internazionale come elementi sussidiari di interpretazione delle norme pattizie, ma anche come principi generali a cui conformarsi.

2.2 EU Action Plan on Financing Sustainable Growth

A seguito della sottoscrizione dell'Accordo di Parigi sul clima e dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, l'Unione Europea ha messo al centro delle sue priorità il tema della sostenibilità, con l'obiettivo di accelerare la transizione verso modelli di crescita attenti alle tematiche ambientali.

In particolare, per quanto riguarda la finanza, la Commissione ha compiuto un passo significativo con l'istituzione, nel Dicembre 2016, di un gruppo di esperti di alto livello (*High Level Technical Expert Group on sustainable finance*, "HLEG") al fine di definire una strategia europea in materia di finanza sostenibile. Nel gennaio del 2018 è stato pubblicato il report finale "*Financing a sustainable European economy*" dell'HLEG⁴², sulla base del quale la Commissione ha successivamente redatto il Piano d'Azione per finanziare una crescita sostenibile (*Action Plan Financing Sustainable Growth*)⁴³, che contribuirà a raggiungere gli obiettivi dell'Accordo di Parigi sul clima e dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite adottati a livello internazionale⁴⁴. Il Piano d'Azione, pubblicato nel marzo del 2018, rappresenta un passo significativo nello sforzo dell'UE di integrare le considerazioni sulla sostenibilità nel sistema finanziario e contiene un'ampia gamma di misure legislative e non legislative. La Commissione infatti, si propone di

⁴⁰ Brus M.M.T.A. (2018) *Soft Law in Public International Law: A Pragmatic or a Principled Choice? Comparing the Sustainable Development Goals and the Paris Agreement*. In: Westerman P., Hage J., Kirste S., Mackor A. (eds) *Legal Validity and Soft Law*. Law and Philosophy Library, vol 122. Springer, Cham.
https://link.springer.com/chapter/10.1007%2F978-3-319-77522-7_13

⁴¹ *ibidem*

⁴² EU High Level Expert Group on Sustainable Finance 2018, *Financing a sustainable European economy*, Final Report 2018. Disponibile online: <https://bit.ly/2DQ91EN>

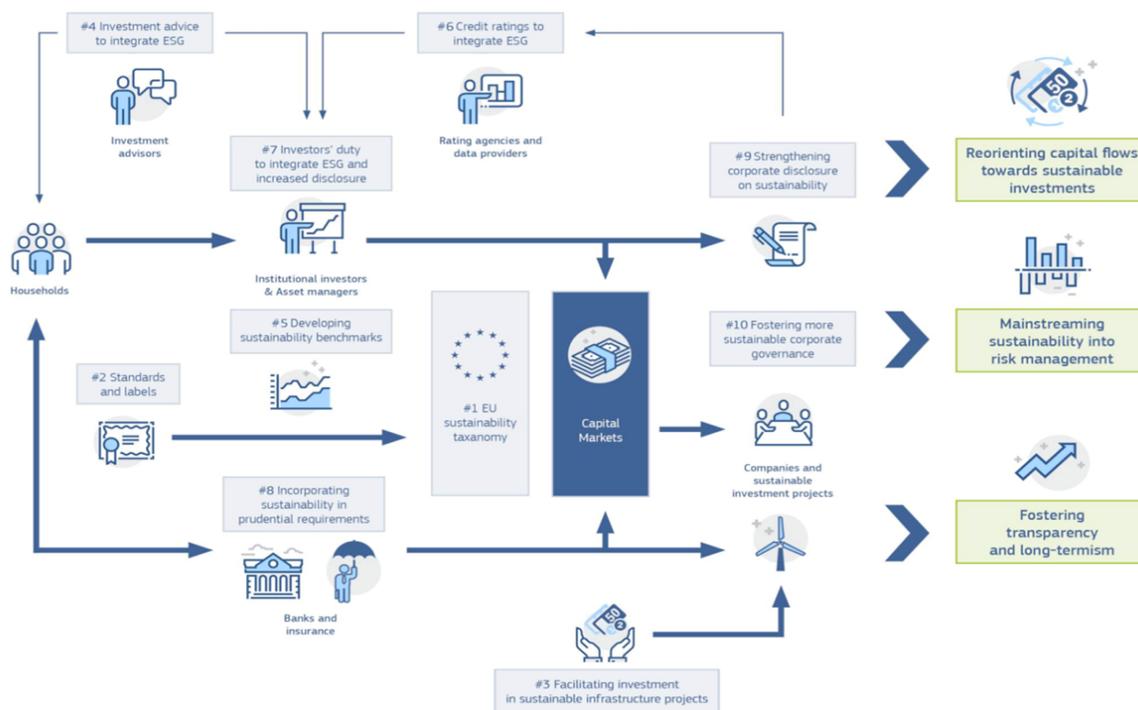
⁴³ Commissione Europea 2018, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM (2018) 97, 8 marzo 2018. Disponibile online: <https://bit.ly/2xL9OrF>

⁴⁴ Si veda par. 1.2

promuovere la finanza sostenibile attraverso una revisione sistemica del quadro regolatorio europeo.

In generale, le azioni proposte nel Piano sono guidate da quattro obiettivi: a) riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, in modo da colmare il *gap* che allontana l'Europa dal raggiungere gli obiettivi internazionali di sviluppo sostenibile; b) gestire adeguatamente i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, dall'esaurimento delle risorse e dalle problematiche di natura sociale; c) promuovere una prospettiva di investimento di lungo periodo nelle attività economiche, intesa come l'approccio secondo cui si prendono decisioni aventi obiettivi o conseguenze a lungo termine; d) promuovere la trasparenza del mercato finanziario sui temi di sostenibilità, per permettere agli investitori di effettuare valutazioni responsabili ed informate.

Di seguito sono illustrati i dieci punti (o azioni), affrontati nell'Action Plan dalla Commissione Europea.



Fonte: European Commission, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, Annex IVX-Visualisation of the actions, 2018. Disponibile online: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/EN/COM-2018-97-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>

1) *Istituire un sistema unico di classificazione delle attività sostenibili*

La prima Azione, definita dalla Commissione come la più urgente, consiste nella creazione di un sistema unificato di classificazione delle attività sostenibili (la cd. Tassonomia UE). Infatti, il riorientamento dei capitali verso progetti più sostenibili necessita di una definizione condivisa del termine “sostenibilità”. Una tassonomia consente di individuare i criteri armonizzati in base ai quali un investimento o un prodotto finanziario può essere considerato sostenibile, in modo da permettere agli investitori di confrontare e identificare facilmente i prodotti che soddisfano specifici criteri di sostenibilità desiderati. L’obiettivo della classificazione è anche quello di contrastare il frequente fenomeno c.d. di *greenwashing*, che si manifesta nel momento in cui vengono presentati prodotti come sostenibili dal punto di vista ambientale, senza un reale controllo sull’effettivo contributo alla sostenibilità, allo scopo di attrarre il mercato. A causa della complessità e della natura altamente tecnica di tale proposta, la Commissione ha deciso di procedere in modo graduale, partendo dall’elaborazione di una tassonomia che copra solo l’aspetto ambientale, rimandando l’aspetto sociale ad una seconda fase. A tal proposito, la Commissione si propone di istituire un Gruppo Tecnico di Esperti sulla finanza sostenibile (TEG), il quale dovrà pubblicare una prima relazione sulla tassonomia delle attività sostenibili dal punto di vista ambientale.

2) *Creare standard e marchi per i prodotti finanziari sostenibili*

La seconda Azione consiste nel creare *standard* e marchi sostenibili dell’UE (cd. *ecolabel*), basati sulla tassonomia UE, con l’obiettivo di accrescere la chiarezza in materia di prodotti sostenibili e di facilitare gli investitori nell’individuazione degli investimenti più coerenti con le loro preferenze, ma anche di promuovere la fiducia nel mercato finanziario ed evitare episodi di *greenwashing*. Per esempio, l’etichetta “verde” per le obbligazioni (*green bond*), indica che tali prodotti consentono di finanziare attività o progetti sostenibili dal punto di vista ambientale. Come per la tassonomia, la Commissione si propone di incaricare il TEG di redigere una relazione sulle obbligazioni verdi.

3) *Promuovere investimenti in progetti sostenibili*

Indirizzare il capitale verso progetti sostenibili è il primo passo fondamentale per permettere la transizione verso un modello economico più sostenibile. In particolare, la Commissione, prendendo atto dell’impatto negativo che le infrastrutture hanno sull’ambiente a causa delle

emissioni di gas inquinanti, intende favorire soprattutto gli investimenti in infrastrutture sostenibili.

4) *Integrare criteri di sostenibilità nella consulenza finanziaria*

Secondo la Commissione Europea le imprese di investimento e i distributori di prodotti assicurativi, tramite l'offerta di strumenti finanziari e la consulenza finanziaria, possono svolgere un ruolo centrale nella transizione verso un sistema finanziario più sostenibile. Le Direttive MiFID II⁴⁵ e IDD⁴⁶ già richiedono alle imprese di investimento e ai distributori di assicurazioni, quando offrono servizi di consulenza, di effettuare una valutazione di adeguatezza dei prodotti, affinché essi risultino adatti al profilo e alle esigenze del cliente. A tal proposito, la quarta Azione del Piano prevede che le preferenze di sostenibilità degli investitori siano integrate nell'attività di consulenza. A tal fine la Commissione si propone di modificare, entro il 2018, gli atti delegati MiFID II e IDD, per introdurre i fattori ESG nella disciplina della valutazione dell'adeguatezza e nell'intero processo di selezione dei prodotti da raccomandare, e di richiedere all'ESMA di includere disposizioni in materia nelle sue *Linee Guida* sulla valutazione dell'adeguatezza. Tali misure verranno approfondite meglio nei prossimi paragrafi.

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

In materia di indici di riferimento ESG la Commissione ha l'obiettivo di accrescere la trasparenza delle metodologie di costruzione degli indici per renderli più affidabili ed evitare fenomeni di *greenwashing*. In particolare, per gli indici a basso contenuto di carbonio si intende stabilire una metodologia di costruzione che rifletta la compatibilità con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi.

6) *Integrare meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca di mercato*

La sesta Azione prevede di migliorare le metodologie di integrazione dei criteri ESG nell'attività delle agenzie di *rating*. Esse, infatti, formulando valutazioni che tengano conto anche delle prestazioni ambientali, sociali e di *governance* delle società, possono contribuire

⁴⁵ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

⁴⁶ Direttiva (UE) 2016/97 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 gennaio 2016 sulla distribuzione assicurativa.

significativamente a migliorare i flussi informativi tra investitori ed emittenti e a reindirizzare i capitali verso progetti sostenibili.

7) *Chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività*

Diversi strumenti legislativi dell'UE, come le direttive UCITS 2009/65/CE, Solvency II 2009/138/CE, AIFMD 2011/61/UE, MiFID II 2014/65/UE, IDD 2016/97/UE e IORP II 2016/2341, già imponevano agli investitori istituzionali e agli *asset manager* di agire nell'interesse superiore dell'investitore finale/cliente (cd. "obbligo fiduciario"), ma non chiarivano i doveri in materia di integrazione dei fattori di sostenibilità. Le raccomandazioni del Gruppo di esperti ad alto livello dell'UE sulla finanza sostenibile (HLEG), pubblicate nel luglio 2017, avevano già portato la Commissione ad affrontare il tema dei doveri degli investitori istituzionali e dei gestori patrimoniali. Con la settima Azione dell'Action Plan la Commissione esplicita l'intenzione di chiarire, con misure legislative, gli obblighi in capo a tali soggetti in materia di sostenibilità. In particolare, l'obiettivo è di integrare i fattori ESG e i relativi rischi nel loro processo decisionale di investimento e di aumentare la trasparenza nei confronti dei clienti sulla metodologia utilizzata per integrare tali considerazioni. Questa azione è connessa alla quarta, che tratta l'integrazione dei fattori ESG nel servizio di consulenza finanziaria.

8) *Integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali*

L'ottava Azione riguarda la revisione dei requisiti patrimoniali delle banche e delle compagnie di assicurazione UE, per riflettere meglio la (minore) rischiosità delle attività sostenibili detenute. Il presupposto di tale intervento di modifica è la presa di coscienza, da parte delle istituzioni UE, del fatto che le attività sostenibili sono intrinsecamente meno rischiose. In particolare, il Piano d'Azione intende proporre l'inclusione dei rischi ambientali nelle politiche di gestione del rischio degli istituti finanziari, da realizzarsi anche con alcune modifiche alla CRR e CRD (Capital Requirement Regulation and Directive). Non sono previsti, invece, né interventi di tipo "*green supporting*" (come, per esempio, la riduzione dei requisiti patrimoniali per alcune attività sostenibili), né interventi "*brown penalising*" (come, per esempio, un'imposta sugli investimenti insostenibili).⁴⁷

⁴⁷ Clifford Chance, *EU Sustainable Action Plan-What you need to know*, 2018. Disponibile su https://www.cliffordchance.com/briefings/2018/03/eu_sustainable_financeactionplan-whatyo.html.

9) Rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile

In linea con il terzo macro-obiettivo dell'Action Plan - “promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine delle attività economiche” - la Commissione si propone di rafforzare la *disclosure* aziendale in materia di sostenibilità e migliorare la regolamentazione contabile. L'idea alla base di queste iniziative è che una migliore divulgazione di informazioni circa la sostenibilità dell'azienda consente agli investitori e, in generale, agli *stakeholder*, di valutare meglio l'esposizione al rischio di sostenibilità e dunque il valore di lungo termine dell'azienda stessa. La Direttiva 2014/95/UE⁴⁸ relativa alla comunicazione delle *non-financial information* (NFI) già prevedeva l'obbligo, da parte di imprese di grandi dimensioni e di interesse pubblico, di redigere e pubblicare ogni anno una dichiarazione di carattere non finanziario (cd. DNF), contenente informazioni rilevanti sui principali aspetti ambientali, sociali e di governance e sulla gestione dei rischi ad essi relativi. Nell'Action Plan, tuttavia, la Commissione si propone di verificare l'idoneità della legislazione UE in materia di *disclosure*, al fine di raggiungere una maggiore standardizzazione delle informazioni non finanziarie rilevanti e di fornire ulteriori orientamenti alle imprese sulla comunicazione delle informazioni connesse all'ambiente.

Per quanto riguarda il miglioramento della regolazione contabile, è interessante rilevare che il Parlamento Europeo ha sollevato timori circa l'impatto negativo che il nuovo principio “International Financial Reporting Standard “ (IFRS 9) potrebbe avere sugli investimenti a lungo termine sostenibili. La Commissione, pertanto, riconoscendo l'importanza di fare in modo che i principi contabili IFRS non rallentino la diffusione degli investimenti ESG a lungo termine, propone di considerare la possibilità di renderne più flessibile l'adozione.

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

La decima Azione è volta a promuovere politiche di *governance* aziendali sostenibili e una visione più a lungo termine nel mercato finanziario, che sia allineata al paradigma di investimento ESG. In merito alle politiche di *governance*, la Commissione si propone di valutare l'eventuale necessità di imporre ai Cda delle aziende di elaborare una specifica strategia di sostenibilità, con

⁴⁸ Direttiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio 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.

obiettivi misurabili, ed un'adeguata *due diligence* per gli approvvigionamenti. Infatti, uno dei problemi che ostacolano lo sviluppo della finanza sostenibile è l'orientamento al breve termine del mercato: quando i *manager* sono eccessivamente concentrati al raggiungimento di obiettivi economici e finanziari a breve termine trascurano tutti i rischi e le opportunità legati alla sostenibilità.

Per riassumere, il Piano d'Azione, stabilendo degli obiettivi di riferimento per le politiche di sostenibilità, si pone come una "guida" per gli Stati membri per una gestione più sostenibile del sistema finanziario. Infatti, per la completa realizzazione degli obiettivi di sostenibilità è necessario uno sforzo collettivo a livello comunitario. A tale scopo, la Commissione sprona gli Stati membri, le Autorità Europee di Vigilanza del SEVIF e il settore privato ad intervenire in maniera decisa per attuare la transizione verso un'economia e una finanza sostenibili.

2.3 I report del TEG

Al fine di dare attuazione ad alcune azioni previste dal Piano⁴⁹, la Commissione Europea ha istituito, nel luglio 2018, un gruppo multi-*stakeholder* di esperti tecnici sulla finanza sostenibile (*Technical Expert Group-TEG*) incaricati di fornire consulenza su specifiche tematiche, ponendosi i seguenti obiettivi: (1) definire una tassonomia europea per poter definire la sostenibilità di un'attività economica, con priorità ai temi ambientali; (2) creare una certificazione europea in materia di obbligazioni verdi (*Green Bond Standard*) ; (3) individuare criteri comuni per la costruzione di indici di riferimento per gli investimenti a basse emissioni di carbonio; (4) elaborare delle linee guida per disciplinare la rendicontazione delle informazioni ad impatto ambientale da parte di imprese di grande dimensione e di interesse pubblico.

A tal proposito, nel giugno 2019, il TEG ha pubblicato tre relazioni tecniche: il "*TEG report on EU taxonomy*", che ha ad oggetto la tassonomia UE, il "*TEG Report on EU Green Bond Standard*", che definisce uno standard europeo di qualità per i green bond, e il report provvisorio "*TEG Interim Report on EU Climate Benchmarks and Benchmarks' ESG Disclosures*", in materia di indici di riferimento. Tali documenti hanno costituito un passo importante dell'Europa verso il raggiungimento degli obiettivi dell'Accordi di Parigi. Le novità introdotte dai *report* verranno approfondite in seguito, in relazione agli interventi della Commissione in materia.

⁴⁹ Si tratta, principalmente, delle azioni 1, 2, 5 del Piano d'Azione.

2.4 Gli interventi normativi e regolamentari della Commissione Europea

La Commissione UE ha già intrapreso passi concreti per l'attuazione degli obiettivi del Piano. In particolare, ha elaborato diverse proposte di regolamento e ha in più occasioni richiesto consulenza tecnica a EBA⁵⁰, l'Autorità bancaria europea, ESMA⁵¹, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, ed EIOPA⁵², l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali, in merito a potenziali modifiche della già menzionate direttive MiFIF II, UCITS, AIFMD, Solvency II e IDD, per l'integrazione dei rischi e dei fattori ESG nei vari ambiti di applicazione delle suddette direttive.⁵³

È opportuno evidenziare che infatti le Autorità Europee di Supervisione (*ESAs, European Supervisory Authorities*), ossia EBA, ESMA ed EIOPA, assolvono rilevanti compiti di regolazione all'interno del SEVIF, il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria preposto a garantire che l'attuazione del diritto dell'Unione sia svolta preservando stabilità e fiducia nel sistema finanziario e assicurando un'adeguata protezione dei consumatori. In particolare, al fine di promuovere prassi comuni di regolamentazione, vigilanza e attuazione disciplinare, le ESAs hanno il compito di elaborare progetti di *norme tecniche di regolamentazione* e di *norme tecniche di attuazione*. Tali progetti vengono sottoposti a pubbliche consultazioni, a valutazioni di costi e benefici e ad analisi di impatto, per poi essere approvati, eventualmente, dalla Commissione e adottati tramite *regolamento* o *decisione*. Infatti, essi acquisiscono carattere obbligatorio solo se adottati dalla Commissione. Oltre ai progetti di norme tecniche le ESAs possono emanare *orientamenti* e *raccomandazioni* non vincolanti indirizzate alle Autorità nazionali o agli istituti finanziari.

Passiamo, dunque, ad affrontare le principali proposte normative che la Commissione ha elaborato in linea con gli obiettivi dell'Action Plan per la finanza sostenibile, menzionando anche i principali interventi delle Autorità europee di supervisione.

⁵⁰ *European Banking Authority*

⁵¹ *European Insurance and Occupational Pensions Authority*

⁵² *European Insurance and Occupational Pensions Authority*

⁵³ Siri, M.; Zhu, S. *Will the EU Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda*. Sustainability 2019, 11, 6292

2.4.1 Le proposte di Regolamento del maggio 2018

Per dare attuazione ad alcune azioni dell'*Action Plan* ritenute prioritarie la Commissione Europea ha presentato tre proposte di regolamento volte a collocare i fattori ESG al centro del sistema finanziario e ad agevolare la trasformazione dell'economia europea in un sistema più "verde", resiliente e circolare⁵⁴. Le tre misure sono le seguenti:

1. *Proposta di Regolamento 2018/0178 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili*, che riguarda i criteri della tassonomia UE prevista dalla prima Azione dell'*Action Plan*;
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*, che disciplina gli obblighi specifici degli intermediari in materia di integrazione dei criteri ESG e di trasparenza, dando attuazione alla settima Azione del Piano;
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 in termini di carbonio*, che introduce due indici di riferimento per valutare investimenti ESG, in linea con la quinta Azione del Piano.

Tutte le proposte sono state approvate con *regolamento* della commissione tra il 2019 e il 2020. È interessante sottolineare che la Commissione, nell'elaborazione del nuovo quadro di riferimento per la finanza sostenibile, ha optato spesso per la forma giuridica del *regolamento*, la quale risulta particolarmente adeguata ad assicurare l'armonizzazione normativa necessaria a favorire l'attuazione degli obiettivi di sostenibilità dell'*Action Plan*. Il regolamento infatti è vincolante in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile a tutti gli Stati membri. Passiamo a trattare più nel dettaglio i contenuti delle tre Proposte.

⁵⁴ Obiettivo esplicitato nella relazione della seconda Proposta di Regolamento trattata nel paragrafo: "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".

2.4.1.1 La Proposta di Regolamento UE 2018/0178: la tassonomia

Con la Proposta di Regolamento EU 2018/0178 la Commissione fissa i criteri e determina una classificazione delle attività che impattano positivamente sull'ambiente, elaborando una lista degli obiettivi «ambientali» che un'attività ecosostenibile dovrebbe perseguire. Come già affermato, la Commissione ha deciso di procedere in modo graduale nella definizione di un sistema unico di classificazione delle attività sostenibili, cominciando dall'aspetto ambientale. In tal modo la Commissione intende dar seguito, seppur solo in parte, alla prima azione dell'Action Plan. I criteri in base ai quali un'attività può essere considerata ecosostenibile, descritti nell'art. 3 della Proposta, sono quattro: a) l'attività contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno degli obiettivi ambientali dell'art.5, descritti di seguito; b) l'attività non arreca un danno significativo a nessuno degli altri obiettivi ambientali (cd. principio “*do not significantly harm*”); c) l'attività è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia in ambito sociale stabilite dalla stessa Proposta; d) l'attività è conforme a criteri di *screening* tecnico specificati dalla Commissione sulla base degli input del Gruppo di esperti tecnici (TEG).

Gli obiettivi ambientali stabiliti nell' art.5 della Proposta sono: a) mitigazione del cambiamento climatico; b) adattamento al cambiamento climatico; c) uso sostenibile delle risorse idriche e marine; c) prevenzione e riciclaggio dei rifiuti per la transizione verso un'economia circolare; d) prevenzione e controllo dell'inquinamento; e) protezione della biodiversità. Il principio “*do not significantly harm*”, ovvero di non arrecare danni ai criteri ambientali, assicura che un'attività economica che abbia un impatto positivo su uno degli obiettivi non venga considerata sostenibile se allo stesso tempo causa anche danni ad altri obiettivi ambientali.⁵⁵

Ad integrazione dei contenuti di questa Proposta di regolamento è subentrato, nel giugno 2019, il Technical Expert Group sulla finanza sostenibile (TEG), pubblicando il già menzionato *Taxonomy Technical Report*⁵⁶. Il report contiene i criteri di *screening* tecnici necessari per realizzare la tassonomia UE, nonché indicazioni ed esempi pratici sulla metodologia da adottare per valutare il contributo sostanziale di una determinata attività alla mitigazione dei cambiamenti climatici.

⁵⁵ L'UE definisce gli investimenti verdi per promuovere la finanza sostenibile, Attualità Parlamento Europeo, aggiornato 18/06/2020.

⁵⁶ Si veda par. 2.3

2.4.1.2 La Proposta di Regolamento UE 2018/0179: gli obblighi per gli investitori istituzionali e i gestori

La seconda proposta legislativa del pacchetto presentato nel maggio 2018 è la *Proposta di Regolamento (EU) 2018/0179 sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica alla Direttiva (UE) 2016/2341*⁵⁷.

I destinatari delle disposizioni sono tutti i principali partecipanti ai mercati finanziari: società di gestione degli Organismi d'Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM), Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (GEFIA), imprese di assicurazione, enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP) e imprese di investimento. Le principali fonti normative che disciplinano questi soggetti sono: la direttiva UCITS 2009/65/CE, in materia di Fondi Comuni di Investimento in Valori Mobiliari dell'UE, armonizzati e ammessi al “mutuo riconoscimento” a livello europeo; la direttiva AIFMD 2011/61/UE, relativa a Gestori dei Fondi di Investimento Alternativi (“GEFIA”) dell'Unione Europea non ammessi al “mutuo riconoscimento”; e la direttiva MiFID II 2014/65/UE. Tali direttive già imponevano alcuni “obblighi fiduciari” a tutela dell'investitore finale, tra i quali quello di agire nell'interesse superiore del cliente-investitore. Con la Proposta di Regolamento (EU) 2018/0179 l'integrazione dei fattori di rischio ESG nelle decisioni di investimento diventa parte del “dovere fiduciario” di questi soggetti. In tal senso, questa misura normativa intende implementare la settima azione dell'Action Plan della Commissione⁵⁸.

In particolare, la Proposta di Regolamento impone: a) di includere aspetti ESG nel processo decisionale, e b) di aumentare la trasparenza nei confronti degli investitori finali riguardo al modo in cui vengono integrati tali fattori di sostenibilità nelle decisioni di investimento.

Le principali disposizioni volte ad aumentare la trasparenza nei confronti dei clienti riguardano: 1) la pubblicazione sul sito web di politiche formalizzate sull'integrazione dei fattori ESG nel processo decisionale; 2) l'integrazione dei fattori ESG nell'informativa precontrattuale, in modo da fornire al cliente sufficienti informazioni su costi, benefici e rischi degli “investimenti sostenibili”; 3) l'informativa circa la progettazione degli indici sostenibili da utilizzare per valutare gli investimenti, 5) la redazione di *report* periodici che forniscano una descrizione dettagliata degli impatti degli investimenti ESG 6) l'inclusione di dati relativi ai fattori ESG nei *KID*, ossia i documenti sintetici contenenti le informazioni chiave sui prodotti di investimento; 7) la descrizione, nel “contratto di consulenza” e nel “contratto di gestione”, delle modalità con

⁵⁷ Quest'ultima è la cd. IORP II, che disciplina le attività e la vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP)

⁵⁸ Azione 7: “*chiarire obblighi di investitori istituzionali e gestori*”.

le quali i fattori ESG sono stati considerati in sede di raccomandazione/selezione dei prodotti da parte dell' intermediario, 8) la spiegazione, nel cd. “*suitability report*”, di come l'investimento raccomandato al cliente risponda alle sue preferenze ESG.⁵⁹

Ad integrazione della Proposta di regolamento, nel luglio 2018 la Commissione ha richiesto a ESMA e EIOPA un intervento di consulenza tecnica in merito alla potenziale modifica delle direttive 2009/65/CE (UCITS), 2011/61/UE (AIFMD), 2014/65/UE (MiFID II), 2016/97/UE (IDD) e 2009/138/CE (direttiva Solvency II).⁶⁰ A fine 2018 l'ESMA ha emanato un *Consultation Paper*⁶¹ sull'integrazione dei fattori di sostenibilità nel quadro regolamentare AIFMD⁶² e UCITS⁶³. Il documento propone, per gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari, disciplinati dalla Direttiva UCITS, e per i fondi di investimento alternativi, disciplinati dalla Direttiva AIFM, l'obbligo di inclusione delle considerazioni ESG e del rischio di sostenibilità a) nelle procedure e nei sistemi di controllo organizzativo, b) nell'analisi delle risorse e delle competenze necessarie per la gestione dei rischi, c) nella selezione e monitoraggio degli investimenti, d) nella definizione e implementazione della politica di *risk management*. L'ESMA sottolinea che i rischi di sostenibilità dovrebbero sempre essere considerati nelle decisioni di investimento, e non solamente quando gli investitori esprimono specifiche preferenze ESG.

La Proposta della Commissione è stata approvata con il Regolamento (UE) 2019/2088 del 27 novembre 2019⁶⁴. Le principali novità introdotte verranno approfondite nel par. 2.5.

2.4.1.3 La Proposta di Regolamento UE 2018/0180: gli indici di riferimento

La terza misura del pacchetto del maggio 2018 è la Proposta di Regolamento UE 2018/0180, che prevede l'introduzione di due categorie di *benchmark* per gli investimenti sostenibili: (a) indici di riferimento “di basse emissioni di carbonio” che implicano la selezione di titoli associati a

⁵⁹ 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*.

⁶⁰ European Commission. *Formal request to EIOPA and ESMA for technical advices on potential amendments to, or introduction of, delegated acts under Directive 2009/65/EC, Directive 2009/138/EC, Directive 2011/61/EU, Directive 2014/65/EU and Directive 2016/97/EU with regard to the integration of sustainability risks and sustainability factors* (24 July 2018)

⁶¹ ESMA. *Consultation Paper On integrating sustainability risks and factors in the UCITS Directive and AIFM*. 2018

⁶² Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010, 8/06/2011.

⁶³ Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), 13/07/2009.

⁶⁴ Regolamento (Ue) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. Disponibile online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=EN>

minori livelli di emissioni di CO2 rispetto agli indici standard (“*benchmark low-carbon*”) e (b) indici di riferimento “di impatto positivo in termini di carbonio” che implicano la selezione di titoli di società in cui il livello di emissioni evitate è maggiore del livello di emissioni causate (“*positive carbon impact*”). La proposta introduce anche dei requisiti per rendere più trasparente la metodologia di costruzione dei nuovi indici di riferimento, in modo da renderli più comparabili per i gestori di portafogli.

Le novità introdotte, dunque, sono coerenti con l’obiettivo della quinta Azione dell’Action Plan in materia di indici di riferimento: garantire che gli indici di riferimento siano affidabili e comparabili, e che i criteri per la definizione di indici di emissioni di carbonio siano in linea con gli obiettivi dell’Accordo di Parigi.

2.4.2 La “Proposta di modifica a Regolamento Delegato 2017/2359” e la “Proposta di modifica a Regolamento Delegato 2017/565”: la consulenza finanziaria

Oltre al pacchetto di tre misure sopra descritte la Commissione Europea ha presentato, tra il maggio e il giugno 2018, la *Proposta di modifica al Regolamento Delegato 2017/2359*⁶⁵ e la *Proposta di modifica al Regolamento Delegato 2017/565*⁶⁶. Il regolamento delegato 2017/2359 integrava la direttiva 2016/97 (IDD) in materia di obblighi di informazione e norme di comportamento nell’attività di distribuzione di prodotti di investimento assicurativi, mentre il regolamento delegato 2017/565 integrava la direttiva 2014/65 (MiFID II) in materia di requisiti organizzativi e condizioni di attività delle imprese di investimento. Dunque, le due proposte di modifica della Commissione andrebbero a modificare, rispettivamente, la disciplina della IDD e della MiFID II, introducendo i fattori ESG nell’attività di consulenza finanziaria.

In particolare, nelle due Proposte viene stabilito l’obbligo per gli intermediari finanziari di ottenere dai clienti informazioni riguardanti specifiche preferenze ESG e di tenerle in considerazione nella valutazione degli strumenti finanziari e assicurativi da consigliare, nonché nella valutazione dell’adeguatezza di tali strumenti rispetto al profilo del cliente. Le principali novità introdotte riguardano quindi la disciplina della *product governance* e dell’adeguatezza e

⁶⁵ Commission delegated regulation (EU) “*amending Delegated Regulation (EU) 2017/2359 with regard to environmental, social and governance preferences in the distribution of insurance-based investment products*”. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=PI_COM%3AAres%282018%292681527.

⁶⁶ Commission delegated regulation (EU) “*amending Regulation (EU) 2017/565 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive*”. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=PI_COM%3AAres%282018%292681500

verranno approfondite nel paragrafo 2.5. Con queste due misure la commissione intende dare attuazione alla quarta azione dell'Action Plan, che prevede l'integrazione dei fattori ESG nel servizio di consulenza finanziaria.

La Commissione Europea ha chiesto all'ESMA di inserire ulteriori disposizioni sull'integrazione della dei criteri ESG nella consulenza nei suoi "Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II"⁶⁷ e negli "Orientamenti sugli obblighi di *product governance* ai sensi della MiFID II"⁶⁸. Nelle Linee Guida sull'adeguatezza, pubblicate il 6 novembre 2018, l'ESMA contribuisce ad integrare le considerazioni sulla sostenibilità nell'attività delle imprese di investimento, affermando che «*sia una buona prassi per le imprese valutare gli elementi non finanziari al momento della raccolta delle informazioni sugli obiettivi di investimento del cliente e raccogliere informazioni in merito alle preferenze del cliente sui fattori ambientali, sociali e di governance*». Negli Orientamenti in materia di *product governance*, pubblicati il 5 febbraio 2018, l'ESMA raccomanda l'integrazione dei fattori ESG nell'identificazione del Target Market, ossia del mercato di riferimento di clienti finali per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi il prodotto risulta compatibile. Queste novità verranno approfondite nel paragrafo 2.5.

Per concludere, le misure introdotte dalle Proposte di Regolamento della Commissione, dai numerosi *technical advice* e orientamenti di ESMA e EIOPA, e dai *report* tecnici del TEG, analizzate nei paragrafi precedenti, vanno a delineare un complesso quadro normativo ancora in fase di completamento e sottoposto a continui stimoli provenienti dal mercato e dagli operatori finanziari. Nel seguito verranno affrontate le principali novità apportate al quadro normativo e regolamentare europeo, seguendo un approccio volto a metterne in luce gli impatti sugli intermediari.

2.5 Le novità delle proposte di regolamento della Commissione

Le novità di maggiore rilievo contenute all'interno delle proposte della Commissione si possono esaminare considerando quattro ambiti⁶⁹:

⁶⁷ ESMA. *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*; ESMA: Paris, France, 2018; ESMA35-43-869.

⁶⁸ ESMA. *Guidelines on MiFID II Product Governance Requirements*; ESMA: Paris, France, 2018; ESMA35-43-620.

⁶⁹ Siri, M.; Zhu, S. *Will the EU Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda*. Sustainability 2019, 11, 6292.

- a) Trasparenza e informativa alla clientela;
- b) Regole di condotta (COB - *conduct of business*), tra le quali:
 - i) valutazione adeguatezza
 - ii) *product governance e product intervention*
- c) *Corporate governance* e requisiti organizzativi;
- d) Conflitti di interesse.

Tutti questi aspetti erano già stati affrontati dal regolatore con l'obiettivo di assicurare un'adeguata protezione e trasparenza nei servizi di investimento. In particolare, la necessità di garantire un maggiore grado di protezione dell'investitore era stata percepita chiaramente dopo la crisi finanziaria del 2007, quando la complessità e l'opacità dei mercati finanziari avevano mostrato il loro potenziale distruttivo nei confronti dell'economia globale.⁷⁰ A tal proposito, il legislatore dell'UE era intervenuto sottoponendo gli intermediari ad un regime di regole precise, delineando un quadro normativo che tutt'ora comprende: la Direttiva sui mercati di strumenti finanziari "MiFID II", che sostituiva la "MiFID I", e il relativo Regolamento "MiFIR", la Direttiva 2009/65/CE "UCITS" in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), la Direttiva sui gestori di fondi d'investimento alternativi "AIFMD", la Direttiva sulla distribuzione di prodotti assicurativi (IDD), e la regolamentazione dei PRIIPs, documenti con le informazioni chiave per i prodotti d'investimento retail e assicurativi preassemblati.

Le novità proposte dall'UE, infatti, vanno a ridefinire i punti fondamentali di questo quadro normativo introducendo l'integrazione dei fattori di sostenibilità nel regime di protezione degli investitori. Le novità introdotte dal regolatore sono di seguito esaminate considerando ciascuno dei quattro aspetti sopra menzionati.

- a) Trasparenza e informativa alla clientela

L'informativa alla clientela è uno dei punti fondamentali su cui il regolatore ha posto l'attenzione in materia di tutela dell'investitore. Un'inadeguata informativa su costi e benefici di un investimento da parte degli intermediari, infatti, limita lo sviluppo di forme di investimento

⁷⁰ Michieli N., *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali*, in "Mercato Concorrenza Regole, Rivista quadrimestrale" 3/2018, pp. 555-590 <https://www.rivisteweb.it/doi/10.1434/93178>

responsabili e incentiva i fenomeni di cd. “*greenwashing*”.⁷¹ Il termine si riferisce all’insieme delle strategie di comunicazione ingannevoli di alcune imprese finalizzate a costruire un’immagine di sé positiva dal punto di vista dell’impatto ambientale. Infatti, il numero crescente di affermazioni di responsabilità sociale d’impresa rende difficile per gli stakeholder individuare le aziende effettivamente sostenibili.

In generale, le misure proposte dal regolatore europeo mirano ad aumentare la quantità e la qualità delle informazioni in materia di fattori ESG che i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti devono comunicare ai clienti nella prestazione di servizi di investimento.

Facendo riferimento, in particolare, al recente Regolamento (UE) 2019/2088 sull’informativa sostenibile, con cui la Commissione ha approvato le misure della Proposta 2018/0179 in materia di obblighi degli intermediari, le principali disposizioni in materia di *disclosure* e trasparenza riguardano:

- la pubblicazione sui siti web delle politiche riguardanti l’integrazione dei rischi di sostenibilità nelle decisioni di investimento o nelle consulenze (art. 3);
- la comunicazione di informazioni sui principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità derivanti dalle decisioni di investimento;
- l’informativa precontrattuale del modo in cui i fattori ESG e i relativi rischi sono integrati nelle decisioni di investimento;
- la comunicazione delle informazioni riguardanti il modo in cui le caratteristiche ambientali o sociali di un prodotto siano rispettate, con specifica indicazione del *benchmark* eventualmente utilizzato per la valutazione;

Si evidenzia che, secondo quanto previsto dal nuovo Regolamento, gli intermediari devono comunicare informazioni dettagliate sulle attività svolte anche nel caso in cui non vi siano rischi di sostenibilità significativi per il prodotto finanziario. Solo nell’eventualità in cui tali rischi possano danneggiare la *performance* del prodotto finanziario gli intermediari sono tenuti a comunicare, in termini quantitativi e qualitativi, la rilevanza dei rischi ESG.⁷²

⁷¹ Approfondimenti sul tema: Whellams M., *Greenwashing*, The Sage encyclopedia of business ethics and society, Los Angeles, 2018; Athanasiou, T. *L’era del greenwashing. Il capitalismo, la natura, il socialismo*, 7(1), 1-36, 1996. Torelli R, Balluchi F, Lazzini A., *Greenwashing and environmental communication: Effects on stakeholders’ perceptions*. Bus Strat Env. 2020; 29: 407– 421. <https://doi.org/10.1002/bse.2373>.

⁷² Abate D., Travanini A., *La trasparenza sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari nel nuovo Regolamento (UE) 2019/2088*, 8 gennaio 2020, www.dirittobancario.it

b) Regole di condotta

La regolamentazione in materia di *conduct-of-business* (COB) degli intermediari mira a proteggere gli investitori da possibili danni causati dalla condotta degli intermediari finanziari durante le operazioni effettuate per conto degli investitori. Una prima serie completa di norme è contenuta nella Direttiva MiFID I (2004/39/CE), la quale è stata in parte rifiuta nella MiFID II (2014/65/UE) e in parte sostituita dal Regolamento (UE) n.600/2014 (cd. MiFIR). L'attuale disposizione cardine in materia di regole di condotta è quella che impone alle imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento o servizi accessori ai clienti, di agire "in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei clienti" (art 24. MiFID II).

I principali strumenti per l'attuazione dell'obbligo generale di agire nell'interesse del cliente, in relazione all'attività di consulenza finanziaria e alla gestione individuale del portafoglio, sono: i) valutazione dell'adeguatezza dell'investimento al profilo del cliente, ii) *product governance* e *product intervention*.⁷³

Passiamo, dunque, ad esaminare le principali novità apportate a livello europeo in relazione all'introduzione di fattori di sostenibilità nelle suddette discipline.

i. Valutazione dell'adeguatezza

Ai sensi della MiFID II, le imprese che prestano servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli devono effettuare una valutazione di *adeguatezza* dell'investimento al profilo del cliente, acquisendo informazioni relative a 1) le sue conoscenze e l'esperienza nel campo degli investimenti, 2) la capacità finanziaria di sostenere le perdite, 3) i suoi obiettivi di investimento. Per quanto riguarda, invece, gli altri servizi di investimento, l'intermediario è tenuto a valutare l'*appropriatezza*, acquisendo informazioni sull'esperienza e sulle conoscenze del cliente. In particolare, l'intermediario ha il dovere di informarsi, ma è prevista la possibilità per il cliente di rifiutarsi di fornire le informazioni. In questo caso l'intermediario ha l'obbligo di avvertire l'investitore che senza tali informazioni egli non può effettuare la valutazione di appropriatezza. Nel caso in cui il prodotto risulti inappropriato, comunque, la comunicazione di "non appropriatezza" al cliente libera l'intermediario da qualunque responsabilità, qualora l'investitore decida comunque di effettuarla.⁷⁴

⁷³ Siri, M.; Zhu, S. *Will the EU Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda*. Sustainability 2019, 11, 6292.

⁷⁴ Troiano V., Motroni R., *La MiFID II*, CEDAM, 2016.

La Commissione, con la già menzionata Proposta di Regolamento 2018/1079, ha richiesto che le preferenze ESG dei clienti siano prese in considerazione dalle imprese d'investimento, in conformità con l'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente.

Inoltre, in risposta alla richiesta di consulenza tecnica da parte della Commissione, l'ESMA ha proposto la modifica delle sue Linee Guida su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II⁷⁵, introducendo la *good practice* secondo cui un'impresa dovrebbe tenere conto delle preferenze ESG nel contesto della valutazione degli obiettivi di investimento del cliente e considerare i fattori ESG nel contesto della classificazione dei prodotti.⁷⁶ Per far ciò, le imprese dovranno introdurre nel questionario di profilatura del cliente nuove domande sulle preferenze in tema sostenibilità, per poi utilizzarle nella determinazione della lista di prodotti da raccomandare. Inoltre, dovranno includere i fattori ESG nei sistemi informatici che permettono di monitorare periodicamente l'adeguatezza delle operazioni.⁷⁷

Tuttavia, l'ESMA precisa che le preferenze ESG non dovrebbero prevalere sugli altri criteri di idoneità se ciò potrebbe risultare contro l'interesse del cliente. Dunque, le preferenze di sostenibilità dovrebbero essere considerate dopo che l'adeguatezza è stata valutata in base ai criteri fondamentali (conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria e obiettivi di investimento).⁷⁸ È importante sottolineare che, dunque, l'integrazione delle preferenze ESG non implica un'automatica esclusione a) dei prodotti non ESG nei confronti dei clienti che hanno espresso preferenze per investimenti sostenibili, e b) dei prodotti ESG nei confronti dei clienti che non hanno espresso preferenze di sostenibilità. L'adeguatezza dell'investimento al profilo del cliente può solo derivare da una valutazione integrata che tenga in considerazione: conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria, obiettivi di investimento (di cui obiettivi ESG), e preferenze di sostenibilità.

ii. *Product governance e product intervention*

L'integrazione dei fattori ESG nella disciplina di *product governance* rappresenta un'ulteriore esigenza affrontata dalla Commissione Europea e dall'ESMA.

⁷⁵ ESMA. *Final Report, Guidelines on Certain Aspects of the MiFID II Suitability Requirements*, 35-43-869; ESMA: Paris, France, 2018. (si veda par 2.4.2)

⁷⁶ Si veda par. 2.4.2

⁷⁷ 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*.

⁷⁸ Siri M., Zhu S., *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, Mulino-Rivisteweb, 2020.

La disciplina della *Product Governance* nasce dalla necessità di proteggere i clienti da prodotti finanziari inadeguati e potenzialmente dannosi. Tale esigenza è stata percepita chiaramente a seguito delle turbolenze finanziarie del 2007-2008. Prima della Grande Crisi, infatti, il legislatore europeo, per favorire lo sviluppo e l'innovazione del mercato finanziario, ha evitato di imporre stringenti requisiti per la produzione e distribuzione di prodotti finanziari. I primi requisiti di qualità sono stati introdotti dalla Direttiva "UCITS" e dalla Direttiva sui gestori di fondi d'investimento alternativi "AIFMD". Il legislatore europeo ha poi introdotto una serie di regole specifiche di *product governance* e *product intervention* nella MiFID II - per imprese di investimento e banche, ma anche gestori di UCITS e di fondi di investimento alternativi, qualora forniscano servizi di investimento - e nella IDD. Ma è solo dal 2018, con il contributo del suddetto *Consultation Paper* dell'ESMA, che la normativa europea richiede agli intermediari sottoposti alla disciplina di *product governance* della MiFID II di includere anche le variabili ESG. In questo modo i fattori di sostenibilità sono considerati non solo in fase di distribuzione del prodotto, ma anche in fase di definizione del *target market* e durante tutto il ciclo di vita dello stesso.

In generale, il principio alla base della disciplina di *product governance* è che i prodotti debbano essere ideati per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di clienti finali (cd. *target market*) e che la strategia di distribuzione di tali prodotti debba essere coerente con il *target market* precedentemente identificato.

Nella disciplina di *product governance* della MiFID II viene fatta una distinzione tra i *manufacturer* (le imprese che fabbricano il prodotto) e i *distributor* (le imprese che distribuiscono il prodotto), e vengono stabiliti specifici obblighi per entrambe le categorie di soggetti, affinché la valutazione della qualità del prodotto finanziario copra l'intero ciclo di vita dello stesso, a partire dalla fase di progettazione fino alla fase di revisione. In sostanza, i *manufacturers* devono individuare, nell'ambito del processo di approvazione del prodotto, il mercato di riferimento di clienti finali per le cui esigenze, preferenze e obiettivi il prodotto risulti compatibile, e in cui pertanto tale prodotto potrà essere distribuito (cd. *target market*). I produttori devono anche individuare il cd. *target market* negativo, ossia il gruppo di clienti ideali per i quali il prodotto risulta inadeguato, ed elaborare una strategia di distribuzione coerente con i risultanti mercati di riferimento. È evidente che la definizione di specifici gruppi di clienti *target*, pur trattandosi di mercati di riferimento astratti e potenziali, è un importante strumento di tutela dell'investitore, perché permette di monitorare l'adeguatezza del prodotto sin dalla fase della sua progettazione.

Successivamente, i *distributor* devono essere in grado di comprendere le caratteristiche del prodotto (secondo il principio cd. “*know your product*”) per poter identificare un *target market* (positivo e negativo) più “concreto”⁷⁹ e stabilire una strategia di distribuzione coerente. I distributori devono inoltre verificare periodicamente che lo strumento finanziario e la relativa strategia di distribuzione rimangano coerenti con le caratteristiche del mercato identificato.

Per quanto riguarda la disciplina di *product intervention*⁸⁰ è previsto che le autorità di vigilanza europee possano vietare temporaneamente la commercializzazione, la distribuzione e la vendita di determinati prodotti agli investitori *retail*, al fine di assicurare maggiore tutela agli investitori e di preservare l'integrità del sistema finanziario.

Tale disciplina permette di tutelare l'investitore non solo mediante l'imposizione di norme di comportamento relative al rapporto intermediario-cliente, ma anche attraverso una serie di procedure che permettono di incorporare la tutela del cliente nelle dinamiche organizzative dell'intermediario.⁸¹

Con riguardo all'introduzione di fattori ESG nella disciplina di *product governance e intervention*, sono di seguito elencate le principali novità in materia⁸²:

- gli intermediari, sia che operino come *manufacturer* che come *distributor*, devono considerare interessi, preferenze e obiettivi ESG dei clienti per identificare il *target market* positivo e negativo per gli “investimenti sostenibili” offerti;
- il Catalogo Prodotti deve essere adeguato in chiave sostenibile, tramite l'inclusione di prodotti di investimento responsabile, come fondi etici, *green bonds*, *social bonds*;
- i fattori ESG devono essere considerati in chiave positiva e, dunque, deve essere necessariamente indicato un *target market* positivo;

c) *Corporate governance* e requisiti organizzativi

⁷⁹ ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II* (05/02/2018), paragrafo 34: “I distributori dovrebbero utilizzare il medesimo elenco di categorie utilizzato dai produttori (cfr. il paragrafo 18) come base per definire il mercato di riferimento dei propri prodotti. Tuttavia, i distributori dovrebbero definire il mercato di riferimento a un livello più concreto e dovrebbero tenere in considerazione la tipologia di clienti a cui forniscono servizi di investimento, la natura dei prodotti di investimento e la tipologia di servizi di investimento da essi fornita”.

⁸⁰ Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (MiFIR).

⁸¹ Morlino S., *La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2*, 2015.

⁸² 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*.

Tra le novità apportate dalla recente normativa europea figura anche l'integrazione della sostenibilità nei sistemi di *governance* degli intermediari. Banche, *asset manager* e assicurazioni dovranno tenere in considerazione i fattori ESG nei processi organizzativi interni. A tale scopo, dovranno: 1) adeguare le strutture di *governance* attraverso la piena integrazione dei criteri ESG nei processi decisionali del Consiglio di Amministrazione, 2) verificare le competenze e conoscenze del personale in merito ai fattori ESG ed, eventualmente, offrire percorsi formativi, 4) integrare i rischi ESG all'interno del sistema di *Compliance*, 5) includere i rischi ESG nei processi e nelle metodologie della Funzione di *Risk Management*, 6) predisporre e aggiornare periodicamente la normativa aziendale interna, da pubblicare sul sito web, sulle modalità di inclusione dei fattori ESG nei processi interni, 7) dotarsi di presidi organizzativi adeguati per gestire i conflitti di interesse derivanti dall'inclusione di fattori ESG nel servizio di consulenza e di gestione portafogli.⁸³ Quest'ultimo aspetto è affrontato nello specifico nel punto successivo.

d) Conflitto di interessi

La disciplina sui conflitti di interesse è un pilastro fondamentale della normativa a tutela dell'investitore.⁸⁴ Infatti, la sempre maggiore necessità di intervento e di assistenza da parte degli intermediari, dettata dalla crescente complessità delle dinamiche dei mercati finanziari, determina un elevato grado di rischio di conflitti di interesse a danno dell'investitore.⁸⁵

Nella consapevolezza che la complessità dei mercati finanziari non permetterebbe di evitare i conflitti di interesse soltanto con misure preventive, la MiFID II richiede agli intermediari di identificare potenziali situazioni di conflitto di interessi e di adottare specifici requisiti organizzativi e di informativa per sterilizzarne gli effetti dannosi sul cliente. Per quanto riguarda le misure organizzative la MiFID II richiede «che le imprese di investimento adottino tutte le misure appropriate per individuare e prevenire o gestire i conflitti di interesse [...] che insorgono nel corso della prestazione di qualsiasi servizio di investimento e servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi» (art.23, par. 1). Tuttavia, nel caso in cui le misure organizzative risultino insufficienti ad evitare possibili effetti negativi per il cliente, è

⁸³ *ibidem*

⁸⁴ Sul tema: Kumpan, C.; Leyens, P.C. *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries -Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*. Eur. Co. Financ. Law Rev. 2008, 4, 72-100. Merusi F., *Il conflitto di interessi fra tutela del risparmio e normativa comunitaria*, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 2/2008, pp. 183-192, doi: 10.1435/27660; Grundmann S., Hacker P., Conflicts of Interest, in Busch D., Ferrarini G., *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*.

⁸⁵ J.R. Boatright, *Financial Services*, in M. Davis - A. Stark (a cura di), *Conflict of Interest in the Professions*, Oxford, 2011, pp. 217-236.

necessario l'adempimento di specifici obblighi di comunicazione. La *disclosure* rimane, dunque, una misura residuale.⁸⁶

Il regolamento delegato della MiFID II⁸⁷ elenca alcune situazioni in cui possono sorgere conflitti di interesse, tra le quali si evidenziano: a) situazioni di probabile guadagno finanziario, o di prevenzione delle perdite, a spese del cliente, b) l'interesse dell'impresa a un risultato distinto dall'interesse del cliente in tale risultato, c) incentivi a favorire gli interessi di altri clienti, d) la concorrenza esistente tra le attività dell'impresa e quelle dei clienti.

Anche in materia di conflitti di interesse l'ESMA è intervenuta, a seguito della richiesta della Commissione, introducendo l'obbligo, per le imprese di investimento e per i gestori di fondi sottoposti alla disciplina UCITS e AIFMD, di considerare anche i fattori ESG nell'individuazione di possibili conflitti di interesse. In particolare, il nuovo *considerando* 59-bis del citato Regolamento Delegato della MiFID II 2017/565, richiede alle imprese di investimento di individuare i possibili conflitti di interesse considerando anche quelli che possono derivare dalla distribuzione di investimenti sostenibili dal punto di vista ESG e di adottare presidi adeguati per garantire che l'inclusione delle considerazioni ESG nella consulenza e nella gestione del portafoglio non porti a pratiche di vendita scorrette (*mis-selling*).⁸⁸ Inoltre, l'ESMA ha proposto l'aggiunta di ulteriori *considerando*⁸⁹ per applicare le stesse disposizioni anche ai gestori di fondi sottoposti alla disciplina UCITS e AIFMD.⁹⁰

In conclusione, gli sforzi dell'Unione Europea per l'attuazione dell'Action Plan e, in generale, per la realizzazione degli obiettivi di sviluppo sostenibile internazionali, risultano evidenti alla luce delle recenti misure legislative proposte e attuate. Inoltre, è interessante notare che la normativa sulla protezione degli investitori rappresenta uno dei primi aspetti sui quali l'UE è intervenuta, dimostrando che un'adeguata considerazione delle preferenze ESG

⁸⁶ Annunziata F., *Servizi di investimento e fondi di investimento. "Manuale di ricerca sul diritto economico europeo"* Eds. Marco Ventoruzzo - Federico Fabbrini Edward Elgar, 2019, Bocconi Legal Studies Research Paper n. 3345943, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3345943> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3345943>

⁸⁷ *Regolamento Delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva.*

⁸⁸ Siri M., Zhu S., *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, Mulino-Rivisteweb, 2020.

⁸⁹ 17-bis della Direttiva 2010/43/UE della Commissione e 48-bis del Regolamento Delegato (UE) 231/2013 della Commissione.

⁹⁰ ESMA, Documento di consultazione sull'integrazione dei rischi e dei fattori di sostenibilità nella direttiva OICVM e nella direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, 2018, p. 17.

degli investitori è elemento essenziale non solo per la transizione verso la “finanza sostenibile”, ma anche per la tutela degli stessi investitori. Un recente studio ha rilevato, infatti, che il crescente interesse nei confronti delle tematiche di sostenibilità da parte degli investitori non è sempre preso adeguatamente in considerazione degli intermediari.⁹¹ In tal senso, il mercato degli investimenti ESG non riesce a mostrare tutto il suo potenziale. Per quanto le recenti novità abbiano costituito dei passi avanti per l’UE, questo complesso processo di riforma per la finanza sostenibile è ancora in fase di realizzazione e necessita di un'intensa collaborazione tra la Commissione, il TEG, le Autorità tecniche di supervisione e tutti gli Stati membri.

⁹¹ Cerulli Associates Press Release, “U.S. High-Net-Worth and Ultra-High-Net-Worth Markets 2018: Shifting Demographics of Private Wealth” (2018).

CAPITOLO 3

Gli sviluppi più recenti: la resilienza degli investimenti ESG alla crisi

3.1 La resilienza degli investimenti ESG alla crisi Covid-19

Nel primo capitolo è stato affrontato il tema degli investimenti ESG, mettendone il risalto la crescente importanza nel contesto della promozione di modelli di sviluppo sostenibili a livello mondiale. In questo capitolo si intende porre l'attenzione su come gli investimenti ESG hanno reagito alla crisi economica da Covid-19 e sul ruolo che la finanza sostenibile potrebbe ricoprire nella ricostruzione dell'economia a livello europeo, facendo riferimento anche al nuovo *Green Deal* che l'Europa ha proposto per rendere l'economia più resiliente e sostenibile.

Per quanto riguarda il primo aspetto, molti dati portano a concludere che gli investimenti ESG siano stati particolarmente resilienti in questo periodo di grave instabilità economica. Per esempio, l'indice MSCI World, che racchiude al suo interno buona parte della capitalizzazione mondiale dei mercati sviluppati, ha perso il 14,5% a marzo, ma il 62% dei fondi ESG focalizzati sulle aziende a grande capitalizzazione ha sovraperformato l'indice⁹². Anche l'indice S&P 500 ESG, che include le grandi aziende USA con buoni rating ESG, nel primo quadrimestre 2020 ha superato l'indice S&P tradizionale dello 0,6%.⁹³

Questi dati sono spiegati dal fatto che i flussi di investimenti nei fondi ESG sono aumentati durante la crisi, sostenendo i prezzi.⁹⁴ Secondo i dati di Morningstar, la raccolta netta globale per i fondi sostenibili è cresciuta del 72% nel secondo trimestre del 2020 ed è stata di 71,1 miliardi di dollari. In particolare, l'Europa risulta la regione più sensibile ai fattori ESG, avendo catturato nel medesimo periodo l'86,3% dei flussi netti globali, mentre gli Stati Uniti hanno raccolto una quota del 14,6%.⁹⁵

⁹² Darbyshire M., *ESG funds continue to outperform wider market*, Financial Times, 3/04/2020. <https://www.ft.com/content/46bb05a9-23b2-4958-888a-c3e614d75199>

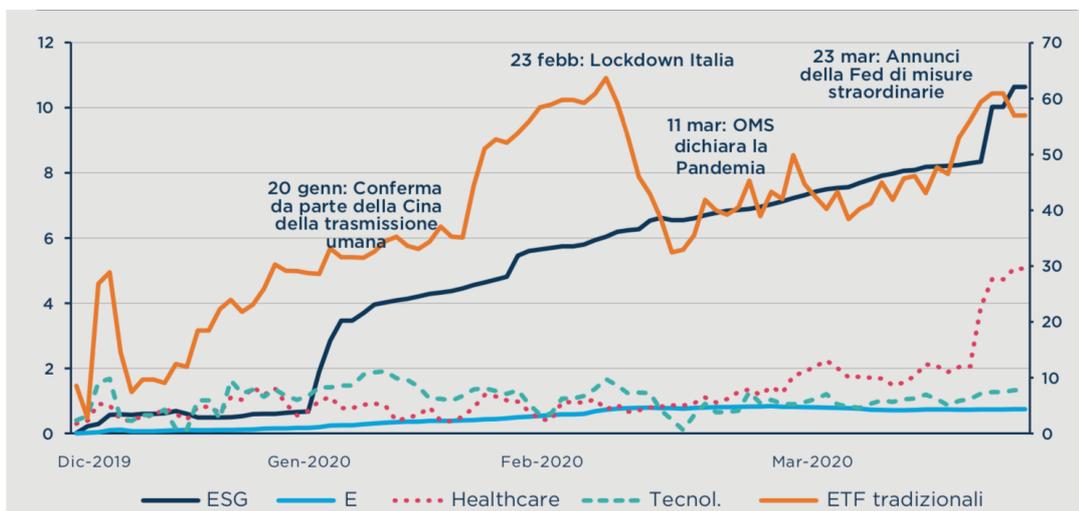
⁹³ Tett G., *Why ESG investing makes fund managers more money*, Financial Times, 9/07/2020. <https://www.ft.com/content/1cfb5e02-7ce1-4020-9c7c-624a3dd6ead9>

⁹⁴ *ibidem*

⁹⁵ S.Silano, *Fondi sostenibili, il patrimonio globale supera i mille miliardi*, Morningstar, 31/07/2020. L'universo analizzato è di 3.432 fondi ed Exchange traded fund (Etf) che utilizzano i criteri ESG come componente fondamentale della selezione dei titoli, mentre non vengono presi in considerazione i fondi che attuano semplice esclusione di determinati settori non sostenibili.

Un recente studio di Amundi ha analizzato i flussi di investimento relativi ad alcuni ETF (*exchange-traded fund*) quotati sul mercato americano. I fondi analizzati sono 1.662, di cui 75 classificati ESG, 24 specializzati in ecosostenibilità, 53 in Healthcare e 30 in Tecnologia. Dallo studio emerge che i flussi cumulati sono aumentati durante il periodo di crisi e che il crollo più significativo, verificatosi dopo la fase iniziale del lockdown in Italia, ha riguardato principalmente gli ETF azionari tradizionali, e, in misura minore, gli ETF specializzati in settori come la Tecnologia e l'Healthcare, essendo stati meno esposti agli effetti della crisi. Ma il dato più significativo è che la raccolta in fondi ESG è addirittura aumentata a partire da Gennaio 2020 fino all'estate 2020.⁹⁶

Flussi cumulativi in ETF quotati negli USA durante la crisi da Covid-19 (mld USD)



Fonte: Barb ris J., Brière M., *Resilienza ESG durante la crisi Covid: il Green   il nuovo oro?* The Day After, Amundi, 3/05/2020. www.Amundi.com

Lo studio spiega che l'aumento della domanda di investimenti ESG potrebbe dipendere dal fatto che gli investitori abbiano percepito gli ESG come fondi particolarmente resilienti alla crisi derivante dalla pandemia, in quanto, di per s , un fondo ESG sovrappesa i settori come l'Healthcare e la Tecnologia, che in questa crisi non sono stati particolarmente danneggiati, mentre sottopesa settori come i trasporti e l'industria petrolifera, che sono stati invece maggiormente colpiti.⁹⁷ Infatti, se si considera che i portafogli ESG hanno tipicamente una bassa

⁹⁶ Barb ris J., Brière M., *Resilienza ESG durante la crisi Covid: il Green   il nuovo oro?* The Day After, Amundi, 3/05/2020.

⁹⁷ *ibidem*

esposizione ai combustibili fossili, per motivazioni ambientali, non sorprende che essi non abbiano sofferto il crollo dei prezzi del petrolio e siano rimasti “appetibili” per gli investitori⁹⁸. Tuttavia, questa ragione appare frutto di una casualità e risulta essere la meno rilevante per gli analisti. Un'altra ragione alla base della domanda di investimenti ESG può derivare dal fatto che il mercato di tali investimenti è governato da logiche di medio-lungo termine e dunque gli investitori potrebbero aver scelto di mantenere i loro investimenti in fondi ESG nonostante la crisi. Al contrario, gli investitori del mercato di ETF tradizionali con orizzonti temporali di breve periodo potrebbero aver scelto di disinvestire durante la crisi.⁹⁹ Un'ulteriore interessante spiegazione riportata dagli analisti e strettamente collegata alla precedente è che gli investitori ESG risultano particolarmente “fedeli” ai propri investimenti.¹⁰⁰ Questa conclusione si può ricondurre a uno studio condotto da Bollen N. nel 2007 sugli investimenti socialmente responsabili. Egli ha dimostrato che la volatilità mensile dei flussi di cassa degli investitori è inferiore nei fondi “socialmente responsabili” rispetto ai fondi tradizionali, in quanto i flussi verso i fondi ESG sembrano essere più sensibili rispetto ai fondi tradizionali a futuri rendimenti positivi, e meno sensibili ai futuri rendimenti negativi. Di conseguenza, gli investitori ESG tendono ad essere più “fedeli” ai propri investimenti anche in situazioni di crisi.¹⁰¹

Una recente ricerca di Morningstar focalizzata sui fondi sostenibili statunitensi ha dimostrato che essi hanno subito minori perdite rispetto ai fondi tradizionali che, sulla base delle “*morningstar categories*”, sono definiti loro pari. Infatti, nel periodo di maggior declino del mercato tali fondi sono stati overperformanti. Più precisamente, tra il 13 febbraio e il 12 marzo più di un terzo dei fondi considerati si è classificato nel quartile più alto del proprio gruppo, mentre solo l'11% si è classificato nel più basso. Tale stima riguarda proprio il periodo peggiore per il mercato, verificatosi intorno al 20 febbraio. Considerando, invece, il periodo fino a metà marzo, i risultati sono ancora più positivi per la performance dei fondi sostenibili. Il 42% di essi si è collocato nel quartile migliore del gruppo.¹⁰²

⁹⁸ Tett G., *Why ESG investing makes fund managers more money*, Financial Times, 9/07/2020. <https://www.ft.com/content/1cfb5e02-7ce1-4020-9c7c-624a3dd6ead9>

⁹⁹ Barbéris J., Brière M., *Resilienza ESG durante la crisi Covid: il Green è il nuovo oro?* The Day After, Amundi, 3/05/2020.

¹⁰⁰ *ibidem*

¹⁰¹ Bollen N., *Mutual Fund Attributes and Investor Behavior*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 683-708, 2007.

¹⁰² Hale J., *Sustainable Equity Funds Are Outperforming in Bear Market*, Morningstar, 16/03/2020

	Feb. 13–March 12	Jan. 1–March 12
Top Quartile	39%	42%
2nd Quartile	27%	27%
3rd Quartile	23%	19%
Bottom Quartile	11%	12%

Source: Morningstar Direct. Data as of March 12, 2020.

È possibile ritenere che la crisi causata da Covid-19 sia stata accompagnata da una crescita del settore ESG perchè gli investitori hanno preferito investire in modelli di *business* sostenibili in grado di resistere a tali shock del mercato.¹⁰³ A tal proposito, è stato notato che le aziende impegnate ad ottenere alti *rating* ESG hanno tratto beneficio dal loro stesso modello di *business* nel periodo di crisi: l’attenzione ai fattori *social*, il controllo della propria *supply chain* e una *corporate governance* socialmente sostenibile e orientata al lungo periodo sono valsi da scudo contro gli effetti della pandemia.¹⁰⁴ Di fatti, le aziende stanno mostrando un crescente interesse nei confronti di modelli di *business* focalizzati sulla creazione di valore per tutti gli *stakeholder*, prestando attenzione ai potenziali impatti nei confronti di clienti, fornitori, dipendenti. Dall’altro lato, anche gli investitori sono sempre più interessati alle politiche sociali messe in atto dalle imprese e vogliono investire in progetti con obiettivi sociali. Ciò è dimostrato anche la recente ondata di emissioni di Social Bond in Europa: in Francia è stato emesso il più grande *social bond* al mondo per quattro miliardi di euro per sostenere i lavoratori danneggiati dal Covid-19 e in Italia è stato emesso il *Social Response Bond* dal valore di 1 miliardo a sostegno delle imprese e della Pubblica Amministrazione.¹⁰⁵ In tal senso, la pandemia globale ha spostato l’attenzione dal fattore “E” (*environmental*), preponderante prima della crisi, verso il fattore “S” (*social*) del paradigma ESG. In particolare, è interessante evidenziare che la pandemia ha acceso i riflettori su aspetti, prevalentemente social, che il paradigma ESG già considerava rilevanti in sede di valutazione degli investimenti, e che si possono individuare, per esempio, nelle politiche aziendali sulla salute, la sicurezza e i salari dei dipendenti, nonchè nella trasparenza sulla gestione

¹⁰³ Siobhan Riding, *I fondi ESG attirano afflussi record durante la crisi*, Financial Times, 10/08/2020

¹⁰⁴ Tett G., *Why ESG investing makes fund managers more money*, Financial Times, 9/07/2020.

¹⁰⁵ Martino C., *Il mercato scopre la parte social dell’investire ESG*, Il Sole 24 Ore-PLUS 24, 05/2020

delle risorse umane e nella creazione di valore per la comunità. Il fattore “S” si è trasformato da una questione di valori a una questione economica fondamentale, perché la crisi ha messo in evidenza i legami tra sostenibilità e performance finanziaria.¹⁰⁶ Come afferma Harriet Steel, responsabile dello sviluppo del business internazionale di Federated Hermes, in una recente intervista comparsa su *Financial Times*, in passato gli investitori sceglievano fondi ESG per motivazioni morali, ma ora che la crisi ha dimostrato che i rischi ESG sono rischi *finanziari* gli investitori sono proiettati verso l’ESG prevalentemente per motivazioni di profitto.¹⁰⁷ Infatti, gli investitori stanno monitorando le risposte delle aziende alla crisi attraverso metriche ESG, valutando ad esempio il modo in cui i datori di lavoro gestiscono i dipendenti a contratto, la politica aziendale di *smart working* e il numero di licenziamenti durante il *lockdown*. Questi fattori sono utili per prevedere quanto l’azienda potrà essere resiliente in futuri periodi di difficoltà, in quanto essi determineranno nel lungo periodo la produttività e la lealtà da parte dei clienti¹⁰⁸.

Oltre al fattore sociale, è necessario mettere in luce le problematiche ambientali sollevate dalla crisi Covid-19. La pandemia globale si intreccia infatti con le tematiche dell’inquinamento e del surriscaldamento globale. Recentissimi studi hanno individuato una correlazione tra inquinamento atmosferico e diffusione del virus. In particolare, lo studio condotto dall’Università di Harvard ha dimostrato una stretta correlazione tra aumento di particelle PM 2,5 ed il tasso di mortalità da Covid-19 in diverse aree degli USA¹⁰⁹. Anche in Italia il tema è stato oggetto di alcuni studi accademici, che si sono focalizzati sulla situazione in Nord Italia, dove i casi di contagio e l’inquinamento sono stati maggiori rispetto ad altre zone. Tra questi, il Position Paper della Società Italiana di Medicina Ambientale¹¹⁰ sull’effetto dell’inquinamento atmosferico sulla diffusione di virus nella popolazione in Italia ha rilevato una correlazione positiva tra i due elementi.¹¹¹ Tuttavia, la comunità scientifica ha sollevato alcuni dubbi sulla validità di tali studi e il tema è divenuto oggetto di un acceso dibattito a livello mondiale. In Italia, per dare risposte

¹⁰⁶ GSAM Connect, *Il COVID-19 e la crescente importanza della “S” in ESG*, Goldman Sachs Asset manager Connect, 22/04/2020.

¹⁰⁷ Mooney A., *ESG passes the Covid challenge*, Financial Times, 2/06/2020

¹⁰⁸ GSAM Connect, *Il COVID-19 e la crescente importanza della “S” in ESG*, Goldman Sachs Asset manager Connect, 22/04/2020.

¹⁰⁹ Harvard University, *Covid-19 PM2.5, A national study on long-term exposure to air pollution and COVID-19 mortality in the United States*, 24/04/2020. <https://projects.iq.harvard.edu/covid-pm>

¹¹⁰ SIMA, *Epidemia di 2019-Ncov: Position Paper Della Società Italiana di Medicina Ambientale e della Cattedra Unesco “Educazione alla Salute e Sviluppo Sostenibile”*. https://www.simaonlus.it/?page_id=694

¹¹¹ Rete Italiana Ambiente e salute, *Inquinamento atmosferico e COVID-19*, 13 Aprile 2020.

alle ipotesi emerse, l'Istituto Superiore di Sanità (ISS) ha avviato uno studio epidemiologico a livello nazionale.¹¹²

Al di là dei risultati dei numerosi studi scientifici in materia, che verranno approfonditi dagli scienziati, l'aspetto che in questa sede è opportuno mettere in luce è che la Pandemia ha stimolato la riflessione sui modelli di crescita economica di lungo termine, favorendo la presa di coscienza a livello mondiale del fatto che la ripresa post Covid-19 sia l'occasione per realizzare la transizione verso un'economia più *green*, sostenibile e resiliente.¹¹³

3.2 Il *Green Deal* Europeo per un'Europa sostenibile e resiliente

Nelle risposte dell'Europa allo shock da covid-19 è evidente l'intenzione di considerare questo periodo di grave crisi economica come l'occasione per realizzare una svolta *green* e sostenibile nell'economia e nel sistema finanziario. Infatti, oltre alle misure di primaria importanza riguardanti il sostegno alle imprese, ai lavoratori e al sistema sanitario, l'Europa ha dato seguito ad alcune iniziative proposte prima della pandemia per promuovere la transizione dell'economia verso la sostenibilità ambientale. In particolare, il *Green Deal* europeo, proposto già nel dicembre del 2019, è tornato al centro delle iniziative europee per la ripresa dell'economia.

L'*European Green Deal*, presentato dalla Commissione Europea l'11 Dicembre 2019, proponeva di «trasformare l'UE in una società equa e prospera, con un'economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva»¹¹⁴ attraverso il raggiungimento di tre obiettivi: a) ridurre le emissioni di gas a effetto serra a livello zero entro il 2050, b) realizzare una crescita economica indipendente dall'uso delle risorse, c) realizzare una crescita giusta e inclusiva, in cui nessuno sia trascurato.¹¹⁵ Per raggiungere questi obiettivi il *Green Deal* include iniziative in diversi ambiti, tra cui la finanza sostenibile, il cambiamento climatico, l'agricoltura, i trasporti e la tutela della biodiversità. L'idea di un *Green Deal* era già comparsa nel documento programmatico dell'allora candidata alla presidenza Ursula von der Leyen, presentato nel luglio 2019, come la prima delle

¹¹² Istituto Superiore di Sanità, *Qualità dell'aria e Covid-19, c'è bisogno di risposte*, 7 maggio 2020. https://www.iss.it/primo-piano/-/asset_publisher/o4oGR9qmvUz9/content/qualit%25C3%25A0-dell-aria-e-covid-19-c-%25C3%25A8-bisogno-di-risposte

¹¹³ Graziani A. *Covid-19 e climate change, ora più investimenti green*, Il Sole 24 Ore, 17/04/2020.

¹¹⁴ Commissione Europea, *Communication from the Commission, The European Green Deal*, Brussels, 11.12.2019 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1588580774040&uri=CELEX:52019DC0640>

¹¹⁵ *Green Deal Europeo, puntare a essere il primo continente a impatto climatico zero*. Sito Ufficiale Commissione Europea: https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it

sei priorità per i cinque anni a venire.¹¹⁶ Nei suoi Orientamenti la Presidente della Commissione ha dichiarato con fermezza l'ambizione di trasformare l'Europa in un continente a impatto climatico zero, con il supporto di un meccanismo per assicurare che la transizione non lasci nessun paese indietro e di un adeguato piano di investimenti. In tal senso, l'approccio olistico e radicale del nuovo *Green Deal* riflette l'idea secondo cui la sostenibilità ambientale non è più un fattore addizionale e isolato dalle altre priorità economiche per l'Europa, bensì l'obiettivo principale nel programma dell'UE.¹¹⁷

Nel Gennaio 2020 è stato approvato il *Green Deal* ed è stato presentato il relativo Piano di Investimenti (*The European Green Deal Investment Plan*), volto a mobilitare i finanziamenti dell'UE e stimolare gli investimenti pubblici e privati necessari per la realizzazione del *Green Deal*. Il Piano si basa su un finanziamento di 1000 miliardi di euro di investimenti sostenibili, su ulteriori incentivi per sbloccare e riorientare gli investimenti privati e pubblici e sul sostegno pratico da parte della Commissione nella progettazione e realizzazione di progetti sostenibili. Insieme al Piano è stato presentato anche il "Meccanismo per la transizione giusta", che prevede di utilizzare almeno 100 miliardi di euro nel periodo 2021-2027 per alleviare gli impatti socioeconomici della transizione nelle zone che dovranno affrontare maggiori difficoltà per cambiare i propri modelli di sviluppo.¹¹⁸

La crisi economica causata dall'epidemia non ha intaccato sulla maggior parte degli obiettivi proposti dall' *European Green Deal*, il quale infatti è tornato al centro delle misure per la ripresa economica. Il Parlamento Europeo ha richiesto di elaborare un piano di ricostruzione che abbia al centro il *Green Deal* per contrastare il cambiamento climatico e la Commissione, in risposta, ha presentato il 27 maggio 2020 la proposta "*Next Generation EU*", un piano da 750 miliardi con l'obiettivo di mitigare gli effetti della pandemia e investire in un'economia più sostenibile, digitale, sociale e resiliente.¹¹⁹ Il piano fa parte della nuova proposta per un bilancio a lungo termine dell'UE più consistente. Secondo la proposta, la Commissione potrà contrarre prestiti sui mercati finanziari tramite il suo elevato *rating* creditizio, che garantisce oneri finanziari bassi. I fondi consentiranno all'UE di raggiungere gli obiettivi di neutralità climatica e transizione

¹¹⁶Von der Leyen, U., *A Union that strives for more. My agenda for Europe: political guidelines for the next European Commission 2019–2024*. 9.10.2019. Available at <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/43a17056-ebf1-11e9-9c4e-01aa75ed71a1>

¹¹⁷ Trippel E., *How green is green enough? The changing landscape of financing a sustainable European economy*, ERA Forum, 2020. <https://doi.org/10.1007/s12027-020-00611-z>

¹¹⁸ Commissione europea, *Comunicato stampa "Finanziare la transizione verde: il piano di investimenti del Green Deal europeo e il meccanismo per una transizione giusta"*, Bruxelles, 14/01/2020

¹¹⁹ *Il Green Deal europeo al centro del piano di ripresa post-COVID-19*, Attualità Parlamento Europeo, sito ufficiale Parlamento Europeo, aggiornato 2/06/2020.

digitale. In particolare, la Commissione ha proposto che un quarto del bilancio dell'Unione Europea per il periodo 2021-2027 venga utilizzato per iniziative ambientali.¹²⁰

Per raggiungere gli obiettivi del Green Deal saranno necessari, oltre a investimenti pubblici, anche capitali privati. A tal proposito il Parlamento ha approvato nuove regole per gli investimenti sostenibili, per consentire di etichettare un'attività come sostenibile dal punto di vista ambientale ed evitare pratiche di *greenwashing*.¹²¹ La nuova legislazione sugli investimenti sostenibili riprende le numerose proposte che la commissione ha elaborato in relazione agli obiettivi dell'Action Plan sulla realizzazione di una "tassonomia EU" per le attività sostenibili.

Oltre ai criteri per definire le attività ecosostenibili, già trattati in precedenza, nella nuova legislazione sono trattate anche le attività cd. "di transizione" e "di abilitazione", ovvero le attività che non rispettano i criteri di sostenibilità, ma che sono considerate necessarie per realizzare la transizione verso un'economia a impatto climatico neutrale. La tassonomia per gli investimenti sostenibili è uno strumento fondamentale per la realizzazione degli obiettivi ambientali, in quanto permette agli investitori di indirizzare i capitali verso iniziative davvero sostenibili e disinvestirli da attività dannose per l'ambiente.

In conclusione, la Pandemia sembra aver confermato la validità e l'importanza degli obiettivi del *Green Deal*. Gli investimenti sostenibili sono sempre più vicini a trasformarsi da strumento per evitare gli ulteriori danni del cambiamento climatico e del degrado ambientale a strumento di resilienza. In generale, la finanza sostenibile si è dimostrata essere un *modus operandi* necessario per permettere all'Europa di difendersi dalla crisi attuale e di affrontarne di nuove in futuro.¹²²

¹²⁰ COVID-19: il piano dell'UE per rilanciare l'economia, Attualità Parlamento Europeo, sito ufficiale Parlamento Europeo, aggiornato 29/07/2020. <https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/priorities/risposta-ue-al-coronavirus/20200513STO79012/covid-19-il-piano-dell-ue-per-rilanciare-l-economia>

¹²¹ Finanza verde: Il Parlamento adotta criteri per gli investimenti sostenibili, Attualità Parlamento Europeo, sito ufficiale Parlamento Europeo, aggiornato 18/06/2020.

¹²² Trippel E., *How green is green enough? The changing landscape of financing a sustainable European economy*, ERA Forum, 2020. <https://doi.org/10.1007/s12027-020-00611-z>

Conclusione

Con questo elaborato si è cercato di mettere a fuoco il fenomeno della finanza sostenibile, mettendone in luce diversi aspetti e possibili sviluppi futuri.

Si è voluto evidenziare come la tendenza di fondo degli investimenti sostenibili sia crescente, in quanto sia le imprese, nei modelli di *governance* e nelle pratiche aziendali, sia gli investitori e gli intermediari, nei loro processi di valutazione di rischi e opportunità di investimento, sono sempre più sensibili ai fattori ambientali, sociali e di *governance*. Tale fenomeno è stato poi ricondotto alla sempre maggiore consapevolezza, da parte delle imprese e di tutti gli operatori del sistema finanziario, del fatto che il paradigma ESG è oramai in grado di discriminare il vantaggio competitivo di un'azienda nel lungo termine e, di conseguenza, di offrire rendimenti soddisfacenti.

In tale contesto, si sono ripercorsi i passi che l'Europa ha compiuto nella direzione di rendere più sostenibile il sistema finanziario: attraverso diverse misure volte a reindirizzare i capitali verso investimenti sostenibili, ad integrare la sostenibilità nei processi di *risk management* e ad aumentare la trasparenza e la prospettiva di lungo termine nel mercato, l'Europa si trova a buon punto, rispetto ad altri Paesi, nel percorso verso la sostenibilità. In particolare, l'intervento del regolatore dell'Unione in materia di integrazione dei fattori ESG all'interno della disciplina di tutela degli investitori ha significato anche l'affermazione della sostenibilità nella finanza quale presidio per il mantenimento di un adeguato livello di fiducia nel sistema finanziario.

Ma l'aspetto forse più significativo emerso è che il *trend* in crescita degli investimenti ESG non è stato interrotto neppure dalle recenti perturbazioni economiche: l'attuale crisi economica è accompagnata dalla crescita del settore ESG perchè la pandemia ha acceso i riflettori su aspetti, prevalentemente sociali, che il paradigma ESG già da tempo considerava rilevanti in sede di valutazione di rischi e opportunità di investimento, e che si possono individuare, per esempio, nelle politiche aziendali sulla salute, la sicurezza e i salari dei dipendenti, nella trasparenza sulla gestione delle risorse umane e nella creazione di valore per la comunità.

È emerso, dunque, che si sta creando una convergenza di interessi tra le imprese, da un lato, che sono intenzionate ad adottare modelli di *business* e comportamenti sostenibili per conseguire alti rendimenti e ottenere vantaggio competitivo, e gli investitori, dall'altro, che sono orientati ad investire in progetti ad impatto positivo sull'ambiente e sulla società, adottando un approccio di investimento di lungo periodo.

Il punto di incontro è la finanza sostenibile, intesa come un paradigma che integri le considerazioni ESG nei processi di valutazione di rischi e opportunità di investimento, per indirizzare i capitali verso iniziative sostenibili. Il legislatore europeo, le authority e lo stesso sistema finanziario sono chiamati a realizzare la svolta sostenibile, e la ripresa dell'economia post pandemia sembra essere l'occasione per farlo.

Bibliografia

AMEL-ZADEH A., SERAFEIM G., *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey* (July 1, 2017). *Financial Analysts Journal*, 2018, Volume 74 Issue 3, pp. 87-103.

AMUNDI, *Gli investimenti ESG e il processo di definizione del prezzo degli asset azionari: i principali risultati*, 2018.

ANNUNZIATA F., *Servizi di investimento e fondi di investimento. "Manuale di ricerca sul diritto economico europeo"* Eds. Marco Ventrone - Federico Fabbrini Edward Elgar, 2019, Bocconi Legal Studies Research Paper n. 3345943.

ATHANASIOU T., *L'era del greenwashing. Il capitalismo, la natura, il socialismo*, 7(1), 1-36, 1996.
Abate D., Travanini A., *La trasparenza sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari nel nuovo Regolamento (UE) 2019/2088*, 8 gennaio 2020, www.dirittobancario.it

BARBÉRIS J., BRIÈRE M., *Resilienza ESG durante la crisi Covid: il Green è il nuovo oro? The Day After*, Amundi, 2020.

BOATRIGHT J.R., *Financial Services*, in DAVIS M., STARK A. (a cura di), *Conflict of Interest in the Professions*, Oxford, 2011, pp. 217-236.

BOLOGNA G. e GIOVANNINI E., *L'economia della ciambella: come rendere operativa la sostenibilità*, introduzione al volume di Kate Raworth *L'economia della ciambella. Sette mosse per pensare come un economista del XXI secolo*, Edizioni Ambiente, 2017.

BOLLEN N., *Mutual Fund Attributes and Investor Behavior*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 683-708, 2007.

BRUS M.M.T.A. (2018) *Soft Law in Public International Law: A Pragmatic or a Principled Choice? Comparing the Sustainable Development Goals and the Paris Agreement*. In: Westerman P., Hage J., Kirste S., Mackor A. (eds) *Legal Validity and Soft Law*. Law and Philosophy Library, vol 122. Springer, Cham.

CAVALLITO M., ISONIO E., MEGGIOLARO M., *La finanza etica e sostenibile in Europa. Terzo rapporto*. Fondazione finanza etica. 2020.

CERULLI ASSOCIATES PRESS RELEASE, “U.S. High-Net-Worth and Ultra-High-Net-Worth Markets 2018: Shifting Demographics of Private Wealth” (2018).

CLARK P., ESG strategies still buoyant despite Covid, say in-house lawyers, Financial times, 26 Giugno 2020

CLIFFORD CHANCE, *EU Sustainable Action Plan-What you need to know*, marzo 2018:
https://www.cliffordchance.com/briefings/2018/03/eu_sustainable_financeactionplan-whatyo.html

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicato stampa “Finanziare la transizione verde: il piano di investimenti del Green Deal europeo e il meccanismo per una transizione giusta”*, Bruxelles, 14 Gennaio 2020

COMMISSIONE MONDIALE SULL’AMBIENTE E LO SVILUPPO DELLE NAZIONI UNITE,
Rapporto Brundtland, 1987

COVID-19: il piano dell’UE per rilanciare l’economia, Attualità Parlamento Europeo, sito ufficiale Parlamento Europeo, aggiornato 29 Luglio 2020.

D’ANGERIO V., *Arriva l’indice S&P500 Esg (e Ubs avrà la licenza per l’Europa)*, Il Sole 24 Ore, 8/04/2019.

D’ANGERIO V., *Esg al 100% entro fine 2020*, il Sole 24 Ore, 11/2019.

D’ANGERIO V., *Portafogli sostenibili nonostante il Covid-19*, Il Sole 24 Ore, 05/2020.

DARBYSHIRE M., *ESG funds continue to outperform wider market*, Financial Times, 3 Aprile 2020.

DIMSON E., KARAKAŞ O., AND LI X., “*Active Ownership.*” Review of Financial Studies, 28, Oxford University Press (2015).

EUROSIF, *European SRI Study 2018*, 2018.

EUROSIF, *European SRI Study 2012*, 2012.

Finanza verde: Il Parlamento adotta criteri per gli investimenti sostenibili, Attualità Parlamento Europeo, sito ufficiale Parlamento Europeo, aggiornato 18/06/2020.

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi. La posizione ufficiale del Forum per la Finanza Sostenibile*, Milano, 2014.

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *Engagement su temi di sostenibilità. Le società quotate e il dialogo con gli investitori*, 2015.

FRENCH D., *The Global Goals: Formalism Foregone, Contested Legality and "Re-Imaginations of International Law"*, in *Ethiopian Yearbook of International Law*, 2017.

GAFFNEY O. E STEFFEN W., *The Anthropocene equation*, *The Anthropocene Review*, 2017

GIUDICI G., BONAVENTURA M. (BANOR SIM), *La relazione fra rating ESG e performance di mercato: uno studio sui titoli dell'indice Stoxx® Europe 600*, 2018.

GOLDMAN SACHS ASSET MANAGER, *Il COVID-19 e la crescente importanza della "S" in ESG*, Goldman Sachs Asset Manager Connect, 22 Aprile 2020.

GRAGNOLI B., *La dimensione giuridica degli SDGs*, R&P Legal, 2018.

GRAZIANI A. *Covid-19 e climate change, ora più investimenti green*, *Il Sole 24 Ore*, 17 Aprile 2020.

GRUNDMANN S., HACKER P., *Conflicts of Interest*, in Busch D., Ferrarini G., *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*.

HALE J., *Sustainable Funds U.S. Landscape Report*, Morningstar Research, 2019.

HALE J., *Sustainable Equity Funds Are Outperforming in Bear Market*, Morningstar, 16/03/2020

HARVARD UNIVERSITY, *Covid-19 PM2.5, A national study on long-term exposure to air pollution and COVID-19 mortality in the United States*, 24 Aprile 2020.
<https://projects.iq.harvard.edu/covid-pm>

ISTITUTO SUPERIORE DI SANITÀ, *Qualità dell'aria e Covid-19, c'è bisogno di risposte*, 7 Maggio 2020.

KONISH L., *You Can Use Jack Bogle's Investing Strategy and Keep Your Social Focus*, *cnbc.com* (May 30, 2019), p. 6

KUMPAN C., LEYENS P.C., *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries -Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*. *Eur. Co. Financ. Law Rev.* 2008, 4, 72-100.

LEINS S., *Responsible investment: ESG and the post-crisis ethical order*, *Economy and Society*, 49:1, 71-91, 2020.

MARTINO C., *Se il profitto lascia il posto alla sostenibilità*, *Il Sole 24 ore*, 2018.

MARTINO C., *Il mercato scopre la parte social dell'investire ESG*, *Il Sole 24 Ore*, Maggio 2020

MERUSI F., *Il conflitto di interessi fra tutela del risparmio e normativa comunitaria*, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 2/2008, pp. 183-192, doi: 10.1435/27660;

MICHIELI N., *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali*, in "Mercato Concorrenza Regole, Rivista quadrimestrale" 3/2018, pp. 555-590
<https://www.rivisteweb.it/doi/10.1434/93178>

MONTINI M., *L'interazione tra gli SDGs ed il principio dello sviluppo sostenibile per l'attuazione del diritto internazionale dell'ambiente*, *Federalismi.it*, 2019.

MOONEY A., *ESG passes the Covid challenge*, *Financial Times*, 2 Giugno 2020

- MORLINO S., *La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2*, 2015.
- PAGAMICI B., *Impresa ibrida e terzo settore*, Primiceri editore, 2017.
- PELLEGRINI, M. *Corso di Diritto Pubblico dell'Economia*, Cedam, Padova, 2016.
- 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*.
- RIDING S., *I fondi ESG attirano afflussi record durante la crisi*, 10 Agosto 2020
- RETE ITALIANA AMBIENTE E SALUTE, *Inquinamento atmosferico e COVID-19*, 13 Aprile 2020.
- SACCHI V., *T.Rowe Price: negli investimenti ESG il fattore chiave è la trasparenza*, Milano Finanza, 25 Agosto 2020.
- SCHOENMAKER D., SCHRAMADE W., *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, 2019
- SILANO S., *Fondi sostenibili, il patrimonio globale supera i mille miliardi*, Morningstar, 31/07/2020.
- SIMA, *Epidemia di 2019-Ncov: Position Paper Della Societa' Italiana di Medicina Ambientale e della Cattedra Unesco "Educazione alla Salute e Sviluppo Sostenibile"*.
- SIRI M., ZHU S., *Will the EU Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda*. Sustainability, 2019, 11, 6292.
- TORELLI R, BALLUCHI F, LAZZINI A., *Greenwashing and environmental communication: Effects on stakeholders' perceptions*. Bus Strat Env. 2020; 29: 407– 421. <https://doi.org/10.1002/bse.2373>
- TROIANO V., Motroni R., *La MiFID II*, CEDAM, 2016.

TENINI F., *Sostenibili&Resilienti*, Milano finanza, 22 Agosto 2020

TRIPPEL E., *How green is green enough? The changing landscape of financing a sustainable European economy*, ERA Forum, 2020. <https://doi.org/10.1007/s12027-020-00611-z>

THE ASSET, *Active ownership activities strengthen corporate ESG performance*, 1 agosto 2019.

TUCKER III, J. J., & JONES, S., *Environmental, Social, and Governance Investing: Investor Demand, the Great Wealth Transfer, and Strategies for ESG Investing*, Journal of Financial Service Professionals, 74(3), 2020.

TETT G., *Why ESG investing makes fund managers more money*, Financial Times, 9 Luglio 2020.

ULIVIERI S., *Le emergenze educative della società contemporanea progetti e proposte per il cambiamento*, Cap XVII, Pensa Multimedia Editore, 2018.

VON DER LEYEN U., *A Union that strives for more. My agenda for Europe: political guid lines for the next European Commission 2019–2024*. 9.10.2019.

WHELLAMS M., *Greenwashing.*, The Sage encyclopedia, Los Angeles, 2018.

WORLD ECONOMIC FORUM 2007-2020, *Global risks report 2020*, 15th Edition.

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.cliffordchance.com/home.html> (sito ufficiale di Clifford Chance).

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

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

<https://www.scienzainrete.it>.

<https://www.amundi.it>

<https://www.morningstar.it/it/>

<https://www.pwc.com>

<https://finanzasostenibile.it>

<http://www.astrid-online.it>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://www.ft.com>

<http://dirittobancario.it>

<https://www.gazzettaufficiale.it>

<http://www.consob.it>