

**DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT**  
Cattedra di Diritto Pubblico dell'Economia

**EFFICIENZA E SOSTENIBILITÀ**  
**NELLA REGOLAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI**

**RELATORE**

Prof. Valerio Lemma

**CANDIDATO**

Camilla Ambrosini

Matr. 247531

ANNO ACCADEMICO 2021/2022

## Sommario

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>5</b>
<b>CAPITOLO 1 - I MERCATI FINANZIARI</b> .....	<b>10</b>
<b>1.1 INTRODUZIONE SUI MERCATI FINANZIARI</b> .....	<b>10</b>
<b>1.2 LA STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI</b> .....	<b>11</b>
1.2.1 MERCATO DEI TITOLI DI DEBITO.....	11
1.2.2 MERCATO DEI TITOLI AZIONARI .....	12
1.2.3 MERCATI CREDITIZI E MOBILIARI .....	12
1.2.4 MERCATI PRIMARI E SECONDARI.....	12
1.2.5 MERCATO MONETARIO E DEI CAPITALI .....	12
1.2.6 MERCATI DOMESTICI ED INTERNAZIONALI.....	12
<b>1.3 L'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA</b> .....	<b>14</b>
1.3.1 INTERMEDIARI CREDITIZI.....	14
1.3.2 INTERMEDIARI ASSICURATIVI .....	14
1.3.3 INTERMEDIARI MOBILIARI .....	14
<b>1.4 REGOLAMENTAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI</b> .....	<b>16</b>
1.4.1 ORGANI DI VIGILANZA, AUTORITÀ AMMINISTRATIVE INDIPENDENTI.....	16
1.4.2 EVOLUZIONE DEI MERCATI FINANZIARI .....	20
1.4.3 TUTELA DEL CREDITO E DEL RISPARMIO: .....	28
<b>1.5 LA NUOVA ERA DEI MERCATI FINANZIARI</b> .....	<b>30</b>
<b>CAPITOLO 2 – SFDR</b> .....	<b>33</b>
<b>2.1 IL PROTOCOLLO DI KYOTO E L'ACCORDO DI PARIGI</b> .....	<b>33</b>
<b>2.2 GLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI</b> .....	<b>38</b>
2.2.1 REGOLAMENTO (UE) 2019/2088.....	39
2.2.2 ARTICOLI 6, 8 E 9 .....	42
2.2.3 OBIETTIVI SFDR, EPI E GREENWASHING .....	43
2.2.4 CATEGORIE DI PRODOTTI ESG E LE INFORMATIVE INTRODOTTE DALL'EU SFDR .....	47
<b>2.3 REGOLAMENTAZIONI</b> .....	<b>49</b>
2.3.1 THE EUROPEAN GREEN DEAL .....	50
2.3.2 REGOLAMENTO (UE) 2020/852 .....	51
2.3.3 DIRETTIVA 2014/95/UE.....	54
<b>2.4 L'ECOSISTEMA DELLA FINANZA SOSTENIBILE</b> .....	<b>57</b>
<b>2.5 LA LINEA DEL TEMPO</b> .....	<b>60</b>
<b>CAPITOLO 3: ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE</b> .....	<b>61</b>
<b>3.1. LA SITUAZIONE ATTUALE</b> .....	<b>61</b>

3.1.1.	LO STUDIO SWG PER GREEN&BLUE.....	63
3.1.2.	IL CASO BLACKROCK, J.P. MORGAN E MORGAN STANLEY .....	64
3.1.3.	I GREEN BOND.....	66
3.2.	<i>CORPORATE SOCIAL RESPONSABILITY E CORPORATE SHARED VALUE .....</i>	<i>67</i>
3.2.1.	I BILANCI E IL CODICE ETICO .....	70
3.3.	<i>ESG.....</i>	<i>73</i>
3.3.1.	GLI INDICATORI ESG .....	74
3.3.2.	IL VALORE A LUNGO TERMINE.....	77
	<i>CONCLUSIONI.....</i>	<i>78</i>

*This page is left intentionally blank*

## **INTRODUZIONE**

Il presente lavoro di tesi nasce dall'interesse in un futuro più sostenibile, soprattutto dopo i recenti avvenimenti, che hanno caratterizzato i cambiamenti climatici più devastanti. È un tema che sta prendendo il sopravvento, facendo nascere maggiore consapevolezza, soprattutto nei giovani, che saranno gli abitanti della Terra per gli anni a venire.

La finalità della presente tesi è quella di analizzare la struttura dei mercati finanziari e offrire una visione più ampia di come l'interesse per la sostenibilità si sia sviluppato anche all'interno del settore finanziario. Gli investitori hanno un ruolo cruciale, possono guidare il mercato verso gli investimenti sostenibili, la loro consapevolezza e la volontà di mettere in atto un cambiamento è l'unico modo per garantire al mondo un futuro migliore. Il compito del legislatore è quella di informare, e soprattutto, stabilire delle norme e regolamentazioni che possano contribuire a scegliere investimenti sostenibili e che focalizzino l'attenzione sulla performance ambientale, sociale e di governance delle imprese in cui sono investiti.

Non è semplice regolamentare i mercati finanziari perché sono un ambiente in continua crescita, le cui modalità di funzionamento sono state rese più complesse e articolate dall'avvento della tecnologia, dalla globalizzazione e di tanti altri fenomeni. La struttura dei mercati, infatti, si ramifica in una serie di modalità e strumenti di vario tipo. Di fondamentale importanza è il ruolo degli intermediari finanziari, dal momento che hanno la capacità di mettere in contatto gli attori del mercato finanziario rendendo più semplice il dialogo tra coloro che prestano fondi e coloro che li prendono in prestito. Hanno anche la possibilità di emettere e vendere strumenti finanziari che utilizzano i titoli finanziari dei propri clienti e li trasformano in titoli con rendimenti e rischiosità maggiori. Il rischio è un elemento sempre presente negli investimenti, che, insieme con il rendimento, attrae l'attenzione degli investitori.

I mercati finanziari sono regolamentati con norme salde e ben definite. Assicurare la stabilità agli investitori e vigilare il mercato sono alla base delle normative, al fine di creare un ambiente sicuro per lo sviluppo contrattuale e garantire il corretto svolgimento delle attività. Purtroppo l'asimmetria informativa è una problematica rilevante, e per questo motivo sorge sempre di più la necessità di fornire le medesime informazioni a tutti i protagonisti dei mercati finanziari e garantire un clima di equilibrio.

Il ruolo degli organismi di vigilanza è anch'esso cruciale, ed ogni ente ha il suo preciso compito di vigilanza e garanzia della stabilità e della sicurezza dei mercati finanziari. Ricordiamo la Banca D'Italia, che si occupa di stabilità monetaria, la Consob, a cui è affidato il ruolo di vigilare sulla trasparenza, e l'Antitrust, gestore della concorrenza del mercato.

Nella presente tesi viene esplicitata l'evoluzione dei moderni mercati finanziari, dalla loro origine alla loro attuale modalità. Dalle prime normative alle più recenti e alle continue modifiche che le norme hanno subito. Si parte da un sistema finanziario *"bank oriented"*, dove il ruolo bancario ha un'assoluta centralità. Con il passare del tempo, nasce l'esigenza di regolare e tutelare anche gli intermediari non bancari e di avviare un processo di ammodernamento del sistema bancario. Negli anni Ottanta nasce un sistema più evoluto e il mercato passa da "bancario" a "finanziario". L'istituzione della CONSOB nel 1974 ha segnato l'avvio dei controlli sulle attività di raccolta del risparmio non bancario e ha inaugurato l'ingresso degli investimenti finanziari istituzionali. Tali mutamenti in ambito finanziario hanno spinto il legislatore a far evolvere la disciplina inerente all'attività finanziaria e istituire dei soggetti preposti al controllo.

La legge 216/1974 inaugura l'ingresso sul mercato degli investitori finanziari istituzionali. La nuova storica ondata riformativa avviene il 2 gennaio 1991, con la legge n.1, "Disciplina dell'attività mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari". Tale disposizione presenta numerose novità, tra cui l'introduzione delle Società d'Intermediazione Mobiliare (SIM), le quali diventeranno gli attuali "servizi d'investimento". La legge 197/1991 sull'antiriciclaggio portò alla liberazione del mercato, contenendo i rischi presenti in esso attraverso l'uso limitato del contante e dei titoli, volto al contenimento del riciclaggio. È la prima legislazione volta a regolamentare gli intermediari non bancari.

L'attività bancaria è regolamentata dal Testo Unico Bancario, che si basa su una vigilanza prudenziale sulla "sana e prudente gestione", una vigilanza informativa e una protettiva. La legge 1/1991 trova la sua continuità nel Decreto Eurosim (d.lgs. 415/1996) e nel Testo Unico della Finanza (d.lgs. 58/1998). Banche e intermediari finanziari sono finalmente sullo stesso piano. L'efficacia del MIFID, dal 2004, con le successive modifiche, ha permesso di raggiungere numerosi traguardi. Con il presente lavoro di tesi viene inoltre analizzata l'attuale situazione dei mercati finanziari a seguito dell'avvento della tecnologia e l'aumentare della concorrenza. Vengono quindi presi in esame gli aspetti positivi e negativi del "trading ad alta frequenza", caratterizzato dall'utilizzo di computer e software capaci di superare le capacità umane, con la possibilità di attivare automaticamente contrattazioni in frazioni di secondo.

Dopo aver affrontato un discorso generale sui mercati finanziari, nel secondo capitolo si affronta l'aspetto della sostenibilità, elemento cruciale dell'analisi effettuata. Alla base dell'argomentazione c'è la legge europea SFDR (*Sustainable Financial Disclosure Regulation*) e tante altre norme poste per raggiungere gli obiettivi climatici. Il primo approccio alla sostenibilità viene effettuato tramite il Protocollo di Kyoto, il quale ha l'obiettivo di allineare gli obiettivi di diversi paesi verso una

medesima direzione. Purtroppo, però, non tutti i paesi si sono trovati in accordo con il Protocollo, preferendo la scelta di seguire obiettivi e scopi personali.

L'Accordo di Parigi, contrariamente al Protocollo di Kyoto, ha raggiunto un maggior numero di consensi, sponsorizzando un regime di trasparenza nel raggiungere obiettivi comuni, attraverso la condivisione di informazioni tra paesi. Alla base di tale accordo vi è la promozione dei diritti umani, il diritto alla salute e all'uguaglianza. Fondamentale sono gli obiettivi a lungo termine, che prevedono il mantenimento della temperatura media globale inferiore ai 2°C, cercando di mantenere questo valore possibilmente al di sotto degli 1,5°C. Inoltre, vi è anche l'obiettivo di bilanciare la quantità di emissioni con quella degli assorbimenti (carbon sink) per cercare di limitare i danni ambientali prodotti dalle emissioni di gas serra. Negli accordi raggiunti nel corso degli anni sono contemplati anche gli aspetti finanziari, volti al superamento della povertà e allo sviluppo sostenibile.

Con la Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC), si invitano i paesi sviluppati a sostenere economicamente i paesi in difficoltà e in via di sviluppo. I principali risultati concordati riguardano i contributi nazionali determinati, i finanziamenti tra paesi, le valutazioni periodiche, la trasparenza e la parità di genere e rispetto dei diritti umani. Attraverso questi accordi si perseguono obiettivi a lungo termine. Le COP, conferenze sul clima, sono un ulteriore incentivo delle Nazioni Unite per trovare soluzioni alle emissioni di anidride carbonica e favorire il processo tecnologico nei diversi paesi.

Successivamente a questa prima analisi, si procede all'osservazione degli investimenti sostenibili, che hanno caratterizzato la modifica dei mercati finanziari. Dal momento che molti paesi sono strettamente legati a tematiche ambientali, anche le normative dei mercati sono state modificate, e in ambito europeo è stato svolto un grande lavoro di modernizzazione, soprattutto grazie all'Accordo di Parigi. A marzo 2021 è stato attuato un regolamento fondamentale per gli investimenti sostenibili, il "*Sustainable Financial Disclosure Regulation*" (SFDR), il quale ha l'obiettivo di stabilire obblighi di comunicazione per le società di gestione e per i prodotti finanziari da queste distribuiti, con la novità di coinvolgere pratiche di sostenibilità negli investimenti.

Il Regolamento si rivolge a tutti coloro che fanno parte dei mercati finanziari e ai consulenti finanziari che hanno sede nell'Unione Europea, o hanno a che fare con essa. Ricordiamo gli articoli 6, 8 e 9, nei quali vengono definite le categorie di prodotti, a seconda della loro affinità con i criteri ESG (Environmental, Social and Governance). Vengono analizzati gli obiettivi SFDR, l'indice di sostenibilità ambientale "Environmental Performance Index" (EPI), secondo il quale sedici paesi europei si sono classificati tra i primi venti, e i casi di Greenwashing, strategie con le quali si occulta la reale politica aziendale fingendo che sia ecologica e sostenibile. L'AGCM è l'autorità italiana che si occupa di questo fenomeno.

A seguire, vengono elencate altre forme di regolamentazioni dei mercati finanziari, come il regolamento (UE) 2020/852 “EU Taxonomy”, il quale definisce un sistema di categorizzazione completo e uniforme delle attività economiche sostenibili, e la Direttiva 2014/95/UE Non-Financial Reporting Directive” (NFRD), modificata dalla bozza della “Corporate Sustainability Reporting Directive”, che verrà attuata ad ottobre 2022. Sono di grande impatto “The European Green Deal” e gli obiettivi di “Agenda 2030”, che sono alla base dei mutamenti attuali delle normative sugli investimenti, indirizzando l’economia verso zero emissioni di gas serra e al contenimento degli eventuali impatti ambientali dovuti al riscaldamento globale.

Al giorno d’oggi le tematiche ambientaliste stanno prendendo il sopravvento nelle scelte di ogni persona, infatti, la pressione dell’opinione pubblica è sempre più forte. Greta Thunberg è nota per la sua dedizione alla causa climatica, ed è ricordata in tutto il mondo per la sua grinta e i “Fridays For Future”. La consapevolezza delle persone riguardo questi temi è sempre maggiore e per questo motivo anche le loro scelte di acquisto stanno cambiando, accrescendo la domanda di beni sostenibili. Per le aziende diviene cruciale l’apprezzamento di tutti gli stakeholder e non solo gli azionisti. Inoltre, a seguito di questi cambiamenti, sono state emanate diverse regolamentazioni, che vengono descritte nel secondo capitolo.

Nel terzo capitolo, vengono trattati, fra l’altro, PNRR e Next Generation EU. Uno studio svolto da SWG per Green&Blue fornisce dei dati interessanti riguardo la popolazione e i relativi atteggiamenti nei confronti dell’ambiente, come ad esempio l’importanza della green economy e lo sfruttamento di energie rinnovabili.

Il presente lavoro di tesi cita degli esempi concreti tra le più grandi imprese finanziarie a livello globale che hanno intrapreso un cammino verso gli investimenti sostenibili: BlackRock, J. P. Morgan e Morgan Stanley. I Green Bond sono un esempio di investimento ecosostenibile sul quale la finanza si sta focalizzando nell’ultimo periodo. Il panorama dei prodotti finanziari si sta muovendo, con una nuova enfasi su linee di credito a lungo termine che offrono, verso chi le utilizza, vantaggi sui tassi d’interesse.

Altri temi cruciali trattati nel presente lavoro di tesi, sono la Corporate Social Responsibility e la Corporate Shared Value. La prima si riferisce alla responsabilità sociale dell’impresa che ad oggi ha un forte impatto sull’andamento del business aumentandone il valore, e quindi la reputazione fra gli stakeholder. La seconda, invece, riguarda il valore condiviso che offre l’azienda, le opportunità, i bisogni sociali, il patrimonio e le competenze.

Tra i primi obiettivi imprenditoriali troviamo quello di trasmettere un clima di benessere condiviso e di aumentare la ricchezza sociale. La redazione del bilancio sociale e del codice etico sono pratiche da



seguire da parte delle aziende, rispettivamente al fine di fornire informazioni agli stakeholder per valutare i risultati socio-ambientali dell'azienda, e di stabilire delle normative interne riguardo ai valori sociali d'impresa.

Alla base della questione ambientale e della sostenibilità ci sono i criteri ESG, importanti per operare in modo sostenibile, rafforzare la propria reputazione aziendale e perseguire obiettivi economici. Per questo motivo, numerose aziende, aderiscono a questi principi su base volontaria, decidendo di perseguire un processo di miglioramento continuo. I pilastri di tale processo sono la trasparenza e la coerenza delle attività svolte dall'impresa.

Gli indicatori ESG permettono di misurare gli obiettivi aziendali. La performance si misura tramite diversi elementi, non più solo finanziari. In particolare, gli investimenti con buoni indicatori ESG sono in genere a lungo termine, e quindi risultano più appetibili al pubblico. La durata, infatti, è un chiaro vantaggio per gli investitori per la creazione di valore aziendale. Tali investimenti permettono di limitare i rischi, perché utilizzano strategie pensate coscientemente e durature nel tempo.

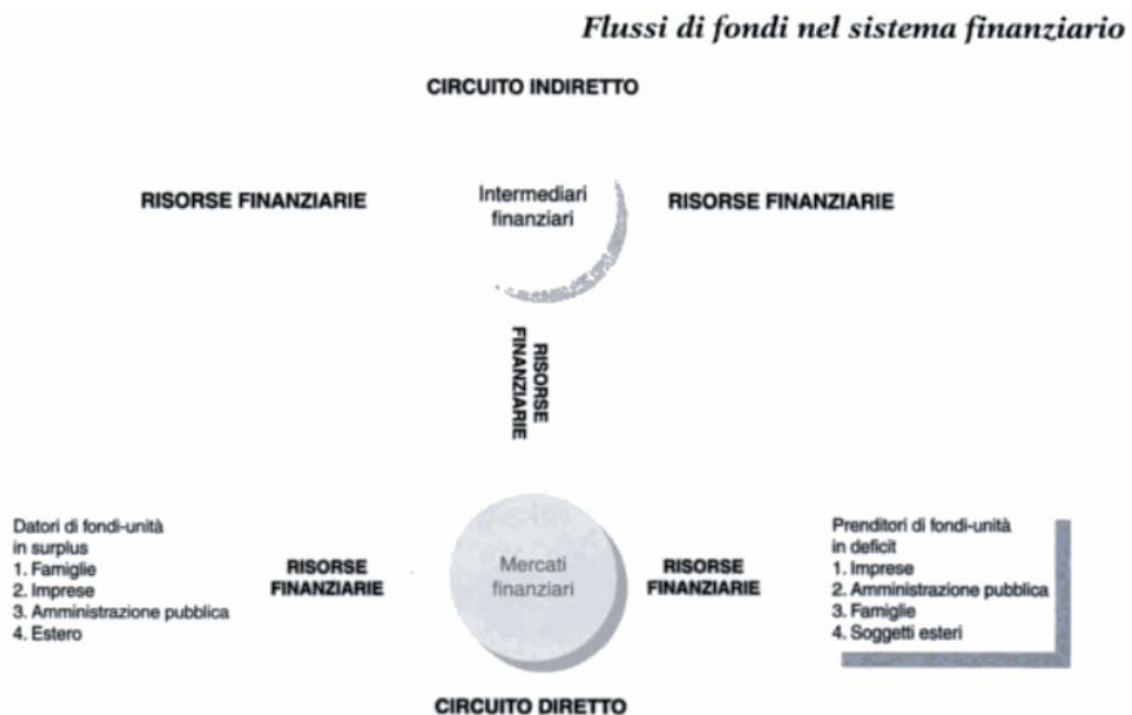
# CAPITOLO 1 - I MERCATI FINANZIARI

## 1.1 INTRODUZIONE SUI MERCATI FINANZIARI

Il ruolo principale dei mercati finanziari è quello di trasferire risorse finanziarie tra diversi soggetti, quali famiglie, risparmiatori<sup>1</sup>, aziende e istituzioni, ovvero dare l'opportunità a chi possiede più risorse di investirle, e a chi ne possiede di meno di approfittarne.

Tali risorse si possono muovere in due circuiti differenti:

- i circuiti diretti, dove vi è la possibilità di emettere titoli per garantire prestiti verso chi è in carenza di risorse; per questo motivo, rappresentano delle passività (un debito, un'obbligazione) per chi li emette e, al contrario, attività per chi li sottoscrive (un credito);
- i circuiti indiretti, che invece si caratterizzano per la presenza di un intermediario finanziario che media tra chi presta il denaro e chi lo prende in prestito.



*Figura 1: Circuito diretto e indiretto (Fonte: Istituzioni e mercati finanziari – Fredric S. Mishkin)*

<sup>1</sup> Risparmiatore: secondo l'enciclopedia Treccani, è risparmiatore colui che risparmia. Questo termine non deve essere associato all'avarizia. In economia, chi risparmia è anche chi ha risparmiato e gode dei frutti del suo risparmio, in genere prestandolo direttamente o indirettamente (attraverso il deposito in banca) a chi produce. (Fonte: dizionario Treccani)

Questo modo di gestire le risorse finanziarie è divenuto essenziale e assai profittevole per gli investitori. È sicuramente un modo per garantire l'efficienza economica e permettere ai possessori di denaro di investire e guadagnare. Senza i mercati finanziari i protagonisti del mercato rimarrebbero bloccati nella loro situazione finanziaria senza trarne alcun vantaggio, e non vi sarebbe alcuna allocazione del capitale, fondamentale per accrescere l'economia.

Una delle funzioni principali dei mercati finanziari è proprio quella di offrire a chiunque la possibilità di avere denaro, attraverso il prestito da parte di chi invece ne possiede in abbondanza. Questa modalità è certamente utile per i soggetti che stanno avviando un'attività ma non posseggono ancora abbastanza denaro da poter investire. Tali soggetti con il tempo accumulano risparmio, in modo da poter restituire il denaro preso in prestito dai loro creditori. In generale, il prestito permette ad entrambe le parti di trarne vantaggio: chi lo emette guadagna tramite gli interessi e chi lo riceve può investire la somma di denaro che altrimenti non avrebbe. Il ruolo dei mercati finanziari diviene quindi indispensabile per l'economia poiché i soggetti possono entrare in contatto in maniera semplice e sicura.

## 1.2 LA STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

La struttura dei mercati finanziari è molto particolare. Per avere fondi sul mercato finanziario si può emettere un titolo di debito<sup>2</sup>, o altrimenti emettere delle azioni.

### 1.2.1 MERCATO DEI TITOLI DI DEBITO

Questa modalità permette ad un soggetto, attraverso un contratto con un altro soggetto, di ricevere in prestito una somma di denaro, e al contempo restituirla regolarmente, ad importi fissi, entro una data di scadenza. La scadenza è una data specifica che indica il momento in cui il prestito deve essere estinto (può essere a breve, medio o a lungo termine, a seconda che sia estinto entro un anno, dieci anni, o un numero di anni superiore).

---

<sup>2</sup> L'Organismo italiano di contabilità (OIC) ha la facoltà di esprimere le istanze nazionali contabili. Definisce, quindi, anche i titoli di debito:

*“I titoli di debito oggetto di trattazione in questo principio sono costituiti da titoli che attribuiscono al possessore il diritto a ricevere un flusso determinato o determinabile di liquidità senza attribuire il diritto di partecipazione diretta o indiretta alla gestione della società che li ha emessi. In tale ambito rientrano i titoli emessi da stati sovrani, le obbligazioni emesse da enti pubblici, da società finanziarie e da altre società, nonché i titoli a questi assimilabili. I flussi di liquidità prodotti dal titolo, oltre al rimborso del capitale a scadenza, possono derivare dall'obbligazione dell'emittente a corrispondere interessi o altri elementi che concorrono a formare il rendimento per il possessore. I flussi di interesse possono essere determinati (come nel caso degli interessi a tasso fisso) o determinabili (come nel caso degli interessi a tasso variabile)”.*  
<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2016/06/OIC-20-Titoli-di-debito-Bozza-per-la-consultazione1.pdf>

### 1.2.2 MERCATO DEI TITOLI AZIONARI

Le azioni danno diritto ad una quota dell'utile netto e delle attività di un'impresa. Le azioni ordinarie sono un esempio di azioni che un'impresa emette in cambio di parte del suo utile e del suo patrimonio, le quali in genere implicano dividendi, ovvero pagamenti periodici ai loro possessori. Il possesso di azioni equivale a possedere parte della società e conferisce diritto di voto al suo interno.

### 1.2.3 MERCATI CREDITIZI E MOBILIARI

Gli strumenti presenti nel mercato possono essere di diverso tipo: trasferibili, in genere presenti nel mercato mobiliare (obbligazioni e azioni), e non trasferibili, in genere presenti nel mercato creditizio (mutuo e deposito bancario).

### 1.2.4 MERCATI PRIMARI E SECONDARI

Il mercato primario si caratterizza per la possibilità di emettere nuovi strumenti, e collocarli presso gli investitori. Le banche d'investimento si occupano di rendere noti questi nuovi titoli al momento dell'emissione, presentandoli al pubblico e evitando che rimangano invenduti. La borsa valori, dove i titoli vengono acquistati da coloro che li hanno già sottoscritti, rappresenta invece il mercato secondario per eccellenza. Il ruolo degli intermediari finanziari è cruciale perché mette in contatto tutti i principali attori del mercato.

### 1.2.5 MERCATO MONETARIO E DEI CAPITALI

La scadenza dei titoli è un altro fattore da considerare del mercato finanziario. Infatti, esistono titoli di debito a breve e a lungo termine. I primi vengono negoziati nel mercato monetario, mentre i secondi vengono negoziati nel mercato dei capitali.

### 1.2.6 MERCATI DOMESTICI ED INTERNAZIONALI

La differenza tra mercato domestico e mercato internazionale si identifica nel collegamento che c'è tra il titolo e il paese in cui è stato emesso. Sicuramente le regolamentazioni in atto nei diversi paesi sono differenti fra loro, ed è importante tenerle in considerazione. I mercati internazionali non hanno alcuna relazione con un paese specifico. La differenza tra i due mercati è tuttavia sempre più sottile

per via della globalizzazione, e le banche e gli investitori si rivolgono sempre più spesso ai mercati internazionali.

## 1.3 L'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA

Nel circuito indiretto è presente la figura dell'intermediario<sup>3</sup>, ovvero colui che si occupa di mettere in contatto gli attori del mercato finanziario, rendendo più semplice il dialogo tra le due parti, il datore e il prenditore di fondi.

I costi di transazione sono un elemento presente nell'intermediazione finanziaria, ma gli intermediari sono in grado di tenerli bassi grazie ad economie di scala. Come effetto positivo, costi più bassi sono in grado di ridurre il rischio dell'investimento, rendendolo più sicuro nei rendimenti e di conseguenza più attraente sul mercato. Gli intermediari, attraverso la retribuzione del rischio, anche definito come trasformazione del rischio delle attività finanziarie, emettono e vendono strumenti finanziari con rischi sostenibili dalla clientela, usando tali rendimenti per acquistare titoli con rischiosità maggiori. Esistono diverse tipologie di intermediazione: creditizia, assicurativa e mobiliare. Di seguito vengono analizzate tutte e tre le categorie di intermediario.

### 1.3.1 INTERMEDIARI CREDITIZI

Le banche sono la forma principale di intermediazione creditizia, che attraverso depositi e obbligazioni fornisce le principali fonti di finanziamento. I principali impieghi sono i prestiti alle imprese e al consumo, mutui, titoli di stato e obbligazioni.

Gli altri intermediari creditizi, invece, si occupano di azioni e obbligazioni attraverso finanziamenti agli individui e alle imprese, e fornendo credito al consumo.

### 1.3.2 INTERMEDIARI ASSICURATIVI

Gli intermediari assicurativi si occupano di titoli di Stato, obbligazioni e azioni attraverso premi assicurativi per le imprese di assicurazione vita e danni. I fondi pensione si finanziano attraverso i contributi previdenziali.

### 1.3.3 INTERMEDIARI MOBILIARI

---

<sup>3</sup> “Gli Intermediari Finanziari collegano i soggetti con surplus finanziario – i c.d. centri di formazione del risparmio, tipicamente individui e famiglie – e unità in deficit finanziario (che intendono realizzare investimenti), tipicamente le imprese, favorendo la trasformazione del risparmio in investimenti produttivi”.  
<https://www.consob.it/web/investor-education/gli-intermediari-finanziari#:~:text=Gli%20Intermediari%20Finanziari%20collegano%20i,del%20risparmio%20in%20investimenti%20produttivi.>

Tutti gli intermediari finanziari utilizzano le proprie azioni come principale fonte di finanziamento e i loro principali impieghi sono le azioni, le obbligazioni e i titoli di Stato.

Gli enti che svolgono la funzione di intermediari finanziari sono: la società di intermediazione mobiliare (SIM) e banche di investimento; la società di gestione del risparmio (SGR) e Fondi comuni; ma anche, le società di investimento a capitale variabile (SICAV).

## 1.4 REGOLAMENTAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

Il sistema finanziario necessita di regolamentazioni salde, e rappresenta il settore con il maggior numero di norme. Per questo motivo, vi è la necessità di controllare e vigilare il mercato per fornire e assicurare stabilità agli investitori, affinché si ritrovino in un ambiente sicuro e adatto per lo sviluppo contrattuale.

L'obiettivo della regolamentazione del sistema finanziario è quello di garantire il corretto svolgimento del mercato, quindi delle funzioni di trasmissione di fondi dai risparmiatori, operatori in avanzo, a quelli in disavanzo, i debitori.

L'asimmetria informativa<sup>4</sup> è anch'essa un problema insorgente nel mercato finanziario. Infatti, è di estrema importanza fornire le medesime informazioni a tutti i presenti, e aumentare il più possibile la quantità di informazioni da comunicare.

Il terzo elemento che caratterizza il settore finanziario è la costante necessità di migliorare le politiche monetarie<sup>5</sup>, al fine di istaurare un sistema saldo che permetta di mantenere un equilibrio al suo interno. Per garantire il corretto funzionamento del mercato, è fondamentale la presenza di un sistema di regolamentazione e vigilanza. Nel sistema finanziario italiano troviamo numerose autorità garanti di sicurezza e stabilità, in particolare la Banca d'Italia si occupa di stabilità, la Consob di trasparenza e l'Antitrust di concorrenza.

### 1.4.1 ORGANI DI VIGILANZA, AUTORITÀ AMMINISTRATIVE INDIPENDENTI

Nascono negli anni Novanta, ma si sono rivelati difficili da realizzare e gestire; per questo motivo l'intento del legislatore attraverso recenti interventi, è stato quello di ridimensionare le prerogative e l'indipendenza di questi soggetti, i quali hanno grande autonomia e operano al di fuori delle pubbliche amministrazioni. Purtroppo, però, non è semplice promulgare delle norme in grado di ottenere una disciplina organica unitaria, perché tali organi posseggono caratteristiche diverse e specifiche che impediscono di formulare leggi comuni. Le uniche caratteristiche che accomunano le autorità amministrative sono la loro indipendenza dall'esecutivo, il compito di regolazione e vigilanza per i settori più rilevanti di diritto dell'economia e il ruolo di garanzia di diritti costituzionalmente tutelati. In Europa, le autorità amministrative indipendenti sono la conseguenza della necessità di regolare un mercato nascente dalla liberalizzazione di settori prima sottoposti a monopolio legale.

---

<sup>4</sup> Condizione che si sviluppa nel caso in cui determinati operatori finanziari riescano ad avere più informazioni rispetto ad altri. In quel caso, ci sarebbe una disparità delle informazioni e non sarebbe corretto per un buon funzionamento del sistema finanziario.

<sup>5</sup> Generalmente, le politiche monetarie vengono istituite dalla banca centrale e hanno la finalità di formare delle scelte monetarie e stabilire un tasso d'interesse.



L'istituzione di queste autorità ha portato ad una modifica sostanziale dell'intervento pubblico nell'economia e nella finanza, che viene sottratta alla direzione dei poteri pubblici per passare a una forma di regolazione orientata al mercato (prima legge sulla concorrenza<sup>6</sup>: 1990). Si passa quindi da uno stato imprenditore e interventista ad uno stato regolatore, con funzione di correzione dei fallimenti del mercato attraverso l'utilizzo delle regole. Regole che dovrebbero adottare uno stile decisionale di tipo “*problem solving*”<sup>7</sup> piuttosto che burocratico. Nel caso specifico dei mercati finanziari si passa da ordinamenti a forte impronta pubblicistica a mercati in cui l'operatore economico torna ad essere un imprenditore. Sorge la necessità di trasparenza e di precisi requisiti operativi e strutturali per contenere i rischi dell'attività finanziaria.

Fermo l'aspetto comune dell'indipendenza dall'esecutivo e dall'assunzione di decisioni connotate da discrezionalità tecnica, all'interno della categoria delle autorità si trovano anche sottotipi non omogenei.

Le specificità riguardano il tipo di funzione assegnata a ciascuna autorità, la struttura e la modalità di nomina. Notiamo che le autorità sono organi collegiali, con un presidente e un numero variabile di componenti, scelti tra persone che rispecchiano requisiti di alta e specifica professionalità; di solito le cariche hanno una durata lunga ma non rinnovabile ed è stabilita l'incompatibilità con altri incarichi.

Nel particolare, nelle autorità qui elencate i membri non sono rinnovabili:

- CONSOB: nata nel 1974. Organo collegiale composto dal presidente e da 5 membri nominati con decreto dal Presidente della Repubblica, su proposta del Presidente del Consiglio dei ministri, in carica per 7 anni;
- Autorità garante della concorrenza e del mercato: organo collegiale i cui componenti sono nominati per metà dal Presidente del Senato e per metà dal Presidente della Camera; in carica per 7 anni;
- Autorità per energia elettrica gas e sistema idrico;
- Autorità di regolazione dei trasporti;
- Autorità garante delle comunicazioni;
- Garante per la protezione dei dati.

È prevista la rinnovabilità dell'incarico solo nei seguenti organi:

---

<sup>6</sup> La prima legge sulla concorrenza fu la Legge del 10 Ottobre 1990, n.287 “Norme per la tutela della concorrenza e del mercato”

<https://www.agcm.it/chi-siamo/normativa/legge-10-ottobre-1990-n-287-norme-per-la-tutela-della-concorrenza-e-del-mercato>

<sup>7</sup> La capacità di trovare le migliori soluzioni a dei problemi, mettendo in pratica le tecniche e le metodologie più efficaci possibile.

- COVIP<sup>8</sup>: organo collegiale composto da presidente e 2 commissari, in carica per 4 anni e possono essere confermati una volta;
- Autorità Nazionale Anticorruzione (ANAC)<sup>9</sup>: organo collegiale composto da 5 componenti nominati con decreto dal Presidente della Repubblica previa deliberazione del Consiglio dei Ministri. In carica 6 anni, possono essere confermati una sola volta. Presidente eletto dall'organismo;
- Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS)<sup>10</sup>.

Analizziamole singolarmente:

#### A) LA BANCA D'ITALIA

Rappresenta la banca centrale della Repubblica Italiana, è un istituto di diritto pubblico regolato da norme nazionali ed europee e si occupa dell'esecuzione della politica monetaria nell'ambito dell'Eurosistema, e fornisce un servizio di vigilanza creditizia e finanziaria nel sistema finanziario. La Banca d'Italia garantisce tutela nei confronti della concorrenza bancaria.

Si identifica come un caso particolare perché ha delle caratteristiche e combinazioni particolari. Possiede i caratteri tipici delle moderne autorità indipendenti, non è un organo collegiale ma una persona giuridica di diritto pubblico nata in forma societaria, e ha i tratti tipici dell'autorità indipendente (indipendenza di giudizio, alta competenza tecnica e potere regolatorio).

La Banca d'Italia è affiancata nell'attività di vigilanza dal Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR). Per il resto, ovvero la direzione dell'economia, fa tutto in autonomia perché è un'autorità indipendente.

Insieme alla Banca Centrale Europea (BCE), La Banca d'Italia è il soggetto competente al rilascio delle autorizzazioni ed alla vigilanza sull'attività bancaria, e fa parte del Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF), organo di vigilanza macroprudenziale o microprudenziale, a seconda che si occupi della salvaguardia finanziaria nel suo complesso o nello specifico dei singoli intermediari. Gli obiettivi del SEVIF sono principalmente quelli di creare una cultura di vigilanza comune e promuovere un mercato finanziario unico europeo.

#### A) COMMISSIONE NAZIONALE PER LA SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)

---

<sup>8</sup> Istituita nel 1993 (D. lgs. 124/1993), è l'Autorità preposta alla vigilanza delle forme pensionistiche complementari.  
<https://www.covip.it/>

<sup>9</sup> Ha l'obiettivo di promuovere la trasparenza nel mercato e di conseguenza prevenire la corruzione.  
<https://www.anticorruzione.it/>

<sup>10</sup> Con il fine della stabilità e trasparenza dei mercati, l'IVASS è un organo giuridico di diritto pubblico che assicura la sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione.  
<https://www.ivass.it/>

La CONSOB è un'autorità che si occupa di controllare il settore mobiliare, quindi quello che riguarda i mercati mobiliari e l'intermediazione mobiliare. Inoltre gli spetta la definizione e la verifica degli obblighi informativi delle società quotate. Questo ente si occupa anche di regolamentare le attività di offerta al pubblico di strumenti mobiliari.

Infine questo ente si occupa dell'autorizzazione alla costituzione di nuovi mercati mobiliari. In sintesi, i poteri conferiti alla Consob sono quello di vigilanza e sanzionatorio, di regolamentazione e autorizzatorio. Con il Testo Unico Finanziario (TUF) sono state definite e consolidate le sue competenze.

#### B) ISTITUTO PER LA VIGILANZA SULLE ASSICURAZIONI (IVASS)

Il ruolo principale dell'IVASS, ex ISVAP<sup>11</sup> (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private), è quello di controllare il mercato e le imprese di assicurazione, garantire il corretto svolgimento e trasparenza nella gestione, e infine, tutelare il consumatore. Questa organizzazione ha poteri autorizzatori, di controllo sulla gestione tecnica, finanziaria e patrimoniale delle imprese di assicurazione.

L'IVASS vigila sull'osservanza delle leggi e dei regolamenti in materia assicurativa da parte delle imprese e degli agenti, raccoglie i reclami presentati nei confronti delle imprese assicurative e li inserisce in un registro dei reclami, agevola la corretta esecuzione dei contratti assicurativi.

Nel 2012 è stata emanata una legge per rafforzare le imprese del settore bancario e assicurativo a livello patrimoniale, e nel 2013 l'ISVAP è divenuta IVASS, mantenendo i medesimi compiti. Il cambiamento è volto ad assicurare piena integrazione dell'attività di vigilanza in ambito assicurativo collegandolo al settore bancario. Con la riforma della vigilanza sulle assicurazioni, l'IVASS è stata integrata alla Banca d'Italia, condividendo il medesimo direttore generale. In genere il nostro ordinamento opta per la specializzazione delle autorità, prevedendo a volte momenti di collaborazione e parziali integrazioni strutturali.

#### C) COMMISSIONE DI VIGILANZA SUI FONDI PENSIONE (COVIP)

Il COVIP ha il ruolo di vigilare e tutelare i fondi previdenziali, quindi controllare che vi sia una corretta e trasparente gestione dei fondi pensione. Si occupa di garantire e assicurare la trasparenza e la corretta gestione e amministrazione dei fondi pensione, e di approvare gli statuti e i regolamenti delle forme previdenziale complementari. Ulteriori compiti del Covip sono quelli di vigilare sulla corretta gestione dei fondi pensione e sull'adeguatezza del loro assetto organizzativo, e assicurare il rispetto dei principi di trasparenza nei rapporti tra fondi pensione ed i propri aderenti.

---

<sup>11</sup> Il primo gennaio 2013 l'ISVAP (l'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo) prende il nome di IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni). Avviene la piena successione di tutte le caratteristiche dell'ISVAP, ma il successivo istituto nasce dall'esigenza di contenere i costi totali e punta ad unire la vigilanza assicurativa con quella bancaria.

#### D) AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO (AGCM)

Sono presenti autorità volte alla regolamentazione dei mercati liberalizzati come l'AGCOM (Autorità garante delle comunicazioni, ha il compito di regolare e garantire il mercato delle telecomunicazioni) e l'Autorità dei trasporti, nate per garantire l'efficienza nell'erogazione dei servizi e il contenimento dei prezzi in settori in cui la presenza di reti non duplicabili rende il mercato un monopolio naturale. L'AGCM, in particolare, è stata istituita per reprimere le condotte che possono distorcere la concorrenza con la legge n.287 del 10 Ottobre 1990 “norme per la tutela della concorrenza”. Questa autorità svolge un ruolo di fondamentale importanza perché si occupa di tutelare il mercato e controllare la concorrenza; quindi, si occupa di gestire eventuali intese, posizioni dominanti e concentrazioni che possono nascere nel mercato. Il compito di questo istituto è di consentire la gestione delle forme di competizione tra imprese che possono talvolta ostacolare la libertà di concorrenza.

Può essere definita anche “Antitrust”, in quanto è volta alla repressione delle condotte che possono comportare distorsioni della concorrenza. Ha la competenza di vigilare sulla pubblicità ingannevole e contrastare le pratiche commerciali scorrette nei confronti dei consumatori, e controllare che nei contratti non vi siano clausole vessatorie.

#### 1.4.2 EVOLUZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

La definizione di “Mercato<sup>12</sup>” prevede che esso sia il “luogo” che ospita le comunicazioni tra uomini d'affari e, conseguentemente, le loro contrattazioni. Al fine di rendere questa istituzione affidabile, ci sono dei principi al quale i vari attori devono sottostare.

La nascita di questo sistema organizzato, volto a far incontrare la domanda con l'offerta di beni e servizi, ha portato ad una diminuzione dei costi di transazione tra le due parti contrattuali durante la negoziazione.

Fondamentale però, è seguire la moltitudine di regole e modalità che i mercati finanziari richiedono nella loro esecuzione. Anche la buona condotta è necessaria, e tutti gli attori partecipanti alle contrattazioni devono essere a conoscenza dei limiti imposti dalle regolamentazioni.

È controverso se “borsa” e “mercato” abbiano lo stesso significato. Infatti, la disciplina gli assegna la stessa definizione, con la differenza che la “borsa” è superiore per la disponibilità dei beni trattati, la professionalità degli operatori e, infine, migliore per le modalità nelle contrattazioni.

---

<sup>12</sup> Attualmente, il mercato viene definito come il luogo dove avvengono le contrattazioni di vendita e acquisto tra soggetti (compratori, venditori e intermediari) per svolgere transazioni commerciali. Vengono anche definiti numerose tipologie di mercato in base al prodotto o servizio offerto.  
<https://www.treccani.it/vocabolario/mercato/>

Oggetto delle contrattazioni sono beni primari (merci) e beni secondari (strumenti finanziari). Inoltre, sono oggetto degli scambi anche i servizi.

All'origine di tutto ciò ci sono le "borse merci", le quali hanno dato il via alla creazione di processi derivati. La loro composizione originale prevedeva sistemi d'asta praticati nelle fiere o nelle piazze per raccogliere il maggior numero di persone, tra compratori e venditori. Dopo aver eseguito lo scambio, avveniva la reale consegna del bene in questione.

Nascono in seguito, le "borse merci" non a livello materiale, ma tramite la consegna di uno strumento finanziario rappresentante il bene stesso.

Successivamente, nascono le borse valori. A differenza dall'originale, prevedevano lo scambio di valori effettivi, come cambiali e certificati di debito. In seguito, furono create anche alcune borse valori rappresentanti la possibilità di partecipare al rischio di impresa.

Le caratteristiche principali delle borse valori sono rimaste stabili nel tempo. La prima, risalente al XVII secolo, fu la borsa valori di Amsterdam, creata per gestire le azioni della Compagnia Olandese delle Indie Orientali. Al giorno d'oggi, nonostante le numerose migliorie apportate alle borse per garantire un miglior funzionamento, esse non hanno modificato eccessivamente la loro struttura e le loro modalità di funzionamento.

Le borse hanno in primo luogo una funzione di finanziamento, permettendo, attraverso l'erogazione di titoli azionari o di debito, il finanziamento di attività. Fondamentale è anche la funzione di investimento attraverso titoli che le borse offrono ai risparmiatori per impiegare il capitale a loro disposizione. Per quanto riguarda la liquidità, essa è parimenti una funzione delle borse, che garantisce un facile smobilizzo tra l'offerta e la domanda presente sul mercato. Infine, esse svolgono anche una funzione di controllo sulla gestione delle imprese.

Con il passare degli anni sono stati apportati numerosi miglioramenti, per rendere i mercati ancora più precisi e funzionali.

La prima disciplina sulle borse valori entra in vigore in Italia nel 1913, e trova il suo punto di riferimento nelle norme del Codice di Commercio del 1821<sup>13</sup>.

Per quanto riguarda l'intermediazione finanziaria, nel 1985 essa subisce una forte trasformazione a seguito della crescita di forme operative diverse da quella bancaria, lo sviluppo di un ambiente sempre più competitivo, l'evoluzione della legislazione, l'estensione e il rinnovamento dei controlli indotta dal processo di integrazione europea e l'esponentiale crescita di domanda di prodotti innovativi.

---

<sup>13</sup> Siciliano, Giovanni. "La regolamentazione delle Borse valori in Europa e negli USA agli inizi del Novecento." *Rivista di storia economica* 18.2 (2002): 131-151.

Originariamente, il sistema finanziario era detto “*bank oriented*” (o sistema bancocentrico)<sup>14</sup>, ovvero il ruolo bancario era cruciale e di assoluta centralità. Quando vigeva la legge bancaria del 1936, prima dell’emanazione del TUB nel 1993, lo svolgimento dell’attività bancaria era ripartito tra aziende di credito (per raccolta risparmio a breve termine, inferiore ai 18 mesi) e istituti di credito (operatività nel medio e lungo termine, superiore a 18 mesi).

A quei tempi, gli enti finanziari non bancari, quindi i soggetti abilitati all’esercizio professionale dei servizi di investimento nei confronti del pubblico (differenti dalle banche perché non raccolgono il risparmio), ricevevano una attenzione contenuta da parte dell’ordinamento. A tal proposito, le norme non erano indirizzate all’attività intermediaria non bancaria, perché essa non catturava particolare attenzione da parte del pubblico risparmio, e di conseguenza non veniva considerata meritevole di tutela da parte dell’ordinamento.

Con il passare del tempo però, è nata l’esigenza di estendere le norme e la tutela anche agli intermediari non bancari e di avviare un processo di ammodernamento del sistema bancario, in grado di adeguarsi ad un ambiente in continua evoluzione. Intorno agli anni Ottanta, nasce quindi un sistema più evoluto e il mercato si modifica da “bancario” a “finanziario”.

I soggetti operanti in finanza si ampliano e affiancano le banche nell’offerta dei servizi e prodotti finanziari a livello nazionale ed internazionale. Questa modalità “near banks” prende il sopravvento con lo sviluppo del sistema socio-economico e diventa la soluzione più comune.

Si sviluppano numerosi intermediari finanziari non bancari, fino ad arrivare a minacciare la posizione monopolistica delle aziende e degli istituti di credito dell’attività bancaria.

Il quadro legislativo rimane quasi lo stesso per circa quarant’anni, fino al 1974 con la legge n.216, con la quale il mercato mobiliare assume un ruolo ancora più importante per promuovere il risparmio e i risparmiatori nell’investimento azionario. Nasce anche l’esigenza di tutelare e vigilare il mercato al fine di assicurare informazione e correttezza nel processo.

Con la seguente riforma, il Governo della Repubblica veniva investito del compito di emanare disposizioni legislative riguardo al conteggio dei profitti e delle perdite. Inoltre, tale legislazione si riferisce anche agli amministratori per le società e gli enti che si occupano di assunzione di partecipazioni in società esterne, di compravendita, di gestione, possesso o collocamento di titoli pubblici o privati, o che svolgono altre particolari attività.

---

<sup>14</sup> L’Europa è tuttora caratterizzata da un sistema bancocentrico. Si tratta di un modello industriale poco propenso al rischio e all’innovazione, a differenza al sistema statunitense che possiede un sistema normativo più efficace nel garantire maggiore informazioni agli stakeholder, definito “mercato-centrico”, anch’esso con qualche svantaggio come ad esempio l’aumento esponenziale del rischio.

<http://associazione-ape.it/sistema-finanziario-e-competitivita-leuropa-bancocentrica-svantaggiata-nel-secolo-di-schumpeter/>

È proprio il 7 Giugno del 1974, con la legge n.216<sup>15</sup>, che nasce la CONSOB, autorità competente di controllare le società quotate e la borsa fino ad arrivare ad avere ogni potere di organizzazione e funzionamento delle borse.

L'istituzione della CONSOB segna l'avvio dei controlli sulle attività di raccolta del risparmio non bancario e inaugura l'ingresso sul nostro mercato degli investimenti finanziari istituzionali. Tali mutamenti in ambito finanziario spingono il legislatore a evolvere la disciplina inerente all'attività finanziaria e istituire dei soggetti sottoposti al controllo.

Ci si domanda come mai la Consob sia nata solo nel 1974 e non prima. L'economista Filippo Cavazzuti<sup>16</sup> ricorda che Paolo Sylos Labini<sup>17</sup>, già nel 1962 suggerì l'istituzione di un organo di vigilanza. Dopo un lungo periodo di mancata comunicazione dei governi repubblicani, si giunse finalmente alla creazione della Consob<sup>18</sup>.

La legge 216/1974 inaugura l'ingresso sul mercato degli investitori finanziari istituzionali.

Con il d.P.R. n.137/1975 vi è l'attuazione della delega di cui all'art. 2, lettera b), della legge 7 giugno 1974, n. 216, concernente la disciplina del conto dei profitti e delle perdite delle società finanziarie, fiduciarie, delle assicurazioni ed aziende di credito.

Nello stesso contesto ricordiamo la legge n.77 del 1983, che introdusse una disciplina di controlli sull'attività di raccolta del risparmio non bancario.

La nuova storica ondata riformativa avviene il 2 Gennaio 1991, con la legge n.1, "Disciplina dell'attività mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari". Tale disposizione presenta numerose novità, tra cui l'introduzione delle Società d'Intermediazione Mobiliare (SIM), le quali diventeranno gli attuali "servizi d'investimento", con il potere di:

- negoziare valori mobiliari propri o altrui;
- collocare e distribuire valori mobiliari senza la necessità di garanzia dell'emittente;
- gestire patrimoni mobiliari;
- ricevere ordini di acquisto o vendita in ambito mobiliare;

---

<sup>15</sup> La legge n. 216 del 7 Giugno 1973 ha introdotto la Consob, convertendo in legge, con modificazioni, il decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, con disposizioni sul mercato mobiliare il trattamento fiscale dei titoli azionari. Viene istituita, a Roma, la Commissione Nazionale per la società e la borsa (Consob). Attraverso la normativa vengono definiti tutti i membri con i relativi obblighi.

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1974/06/08/074U0216/sg>

<sup>16</sup> Economista dell'Università di Bologna, il quale è stato senatore dal 1983 fino al 1996. Durante la sua vita è stato commissario Consob, vicepresidente e poi presidente della Cassa di risparmio di Bologna. La sua carriera è proseguita come professore presso l'Università di Bologna dove ha insegnato "Economia e regolazione dei mercati finanziari".

<sup>17</sup> Economista italiano nato a Roma nel 1920 e morto nel 2005 con carriera universitaria anche presso la Facoltà di Economia e Commercio dell'Università degli Studi di Roma "La Sapienza".

<sup>18</sup> Cavazzuti, Filippo. "Bricolage nei quarant'anni della Consob e dintorni (DIY in the Forty Years of Consob and Surroundings)." *Moneta e Credito* 68.272 (2015): 419-458.

- concedere consulenza;
- sollecitare il pubblico risparmio attraverso la promozione.

Con la legislazione seguente, l'organizzazione dei mercati mobiliari assume una nuova forma, a partire dall'istituzione del Consiglio di borsa e l'attribuzione di potere alla Consob. Viene organizzato per la prima volta un sistema di vigilanza sull'attività in titoli.

La legge 197/1991 sull'antiriciclaggio portò alla liberazione del mercato, contenendo i rischi presenti in esso attraverso l'uso limitato del contante e dei titoli, volto al contenimento del riciclaggio. È la prima legislazione volta a regolamentare gli intermediari non bancari.

Con il d. lgs 1° settembre 1993, n. 385, viene emanato il testo unico delle leggi in materia bancaria creditizia (TUB), in vigore dal 1° Gennaio 1994. L'attività bancaria è regolamentata dalle norme presenti nel TUB, definendo le regole per gli intermediari creditizi di “sana e prudente gestione” e della trasparenza del mercato. Si passa quindi dalla vigilanza strutturale della legge bancaria del 1936 alla vigilanza prudenziale introdotta con il TUB.

La materia, infatti, si basa su una vigilanza prudenziale che vige sulla “sana e prudente gestione”<sup>19</sup>, e una vigilanza strutturale, la quale interviene sulla struttura del mercato. La vigilanza informativa, a sua volta, si occupa di gestire e garantire i flussi di informazioni, mentre la vigilanza protettiva è finalizzata a sciogliere le crisi tra intermediari finanziari.

Il titolo V del testo unico bancario individua gli intermediari come soggetti operanti nel settore finanziario ma diversi dalle banche, ai quali è riservato l'esercizio dell'attività di concessione dei finanziamenti in qualunque forma, iscritti nell'albo della Banca d'Italia. Gli articoli che seguono riguardano i soggetti operanti nel settore finanziario:

- Art. 106: attività riservate agli intermediari finanziari
- Art. 107: condizioni che devono rispettare gli intermediari finanziari e i casi in cui la Banca d'Italia neghi l'autorizzazione
- Art. 108: vigilanza della Banca d'Italia
- Art. 109: vigilanza consolidata della Banca d'Italia
- Art. 110: disposizioni a cui si rinvia il ruolo degli intermediari finanziari
- Art. 111: definisce il microcredito come uno strumento che permette l'accesso ai servizi finanziari alle persone in condizioni di povertà ed emarginazione

---

<sup>19</sup> Con questa terminologia ci si riferisce ad un governo che garantisce il rispetto delle regole, la tutela degli investitori e della clientela, insistendo sull'integrità del sistema finanziario in ambito di trasparenza e riciclaggio. In sintesi, la gestione non deve essere solo prudente, ma anche sana. In questa duplice definizione troviamo uno scopo mezzo e uno scopo fine: il primo è la garanzia di una sana e prudente gestione delle banche, intermediari e enti finanziari, che permette di realizzare gli obiettivi di competitività, efficienza e stabilità. Con la terminologia “Sana e prudente gestione”, che nasce nella direttiva 646/1989, vengono definiti aspetti prudenziali e organizzativi. Una gestione è prudente se non prevede un rischio elevato.



- Art. 111 bis: finanza etica e sostenibile, i soggetti che ne fanno parte e come funziona
- Art. 112: altri soggetti che operano nell'attività di concessione di finanziamenti, i confidi. Sono una struttura cooperativa che svolge attività di garanzia collettiva per agevolare le imprese socie nell'accesso del credito bancario, supportano la crescita delle economie di zona e la produttività del comportamento industriale del nostro paese (piccole-medie imprese che necessitano di solido affiancamento)
- Art. 112 bis: Organismo istituito per la gestione dei confidi e vengono definiti tutti i suoi compiti affiancata dalla Banca d'Italia
- Art. 113: controlli svolti dalla Banca d'Italia sull'elenco previsto nell'art.111
- Art. 113 bis: eventuale sospensione degli organi di amministrazione e controllo, quindi nel caso di gravi irregolarità la Banca d'Italia può disporre l'esclusione da tale funzione
- Art. 113 ter: revoca dell'autorizzazione disposta nell'art. 113 bis dalla Banca d'Italia e la conseguente liquidazione
- Art. 114: norme finali dell'intermediazione finanziaria

Infine, il percorso intrapreso dalla legge n.1/1991 prosegue con il Decreto Eurosim (d.lgs. 415/1996)<sup>20</sup> e con il Testo unico della finanza (d.lgs. 58/1998)<sup>21</sup>. Con questi provvedimenti è stato ampliato il ruolo delle autorità rispetto a quello delle società di gestione dei mercati.

Nel 1991 i mercati sono ancora pubblici e monopolistici, i quali sicuramente necessitano di un rinnovo sostanziale. La vera novità e innovazione dei mercati borsistici e dei loro principi governativi sorge in seguito.

La modifica delle caratteristiche del mercato da pubblico a privato viene sollecitata dall'affermazione dei principi comunitari del mutuo riconoscimento e dell'home country control<sup>22</sup>, nel settore dei servizi d'investimento, bancari ed assicurativi.

Con il Decreto Eurosim (d.lgs. 415/1996), si dà il via ad una nuova definizione di mercato, ovvero "un'impresa privata, operante in regime di concorrenza ed autoregolantesi". Tale decreto è un provvedimento legislativo di recepimento delle direttive comunitarie sui servizi d'investimento nel settore dei valori mobiliari.

---

<sup>20</sup> Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

<sup>21</sup> Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.

<sup>22</sup> Home country control: rappresenta uno dei capisaldi del mercato bancario e consiste nell'attribuzione delle competenze finanziarie in tutti i paesi comunitari europei, senza la necessità di richiedere previa autorizzazione. Godano, Giuseppe. "La vigilanza bancaria europea: problemi e prospettive." *La vigilanza bancaria europea* (2009): 1000-1017.

A questo punto, banche e intermediari finanziari vengono poste sullo stesso piano al fine di creare un ambiente omogeneo dove è presente parità e vigilanza. Per attuarlo, è stato necessario ridefinire la regolamentazione.

Con il Testo unico della finanza (d.lgs. 58/1998), si consolida la disciplina del Decreto Eurosim. Avviene il definitivo superamento della concezione pubblicistica dei mercati, per favorire il modello privatistico, e la conferma del ruolo delle autorità alla vigilanza e non più ai soli compiti di gestione. Viene confermata la distinzione tra intermediari e mercati (regolamentati e non regolamentati).

Rispetto al Decreto Eurosim, sono state introdotte novità con l'obiettivo di sistemare e perfezionare le norme preesistenti a tutela del mercato e di soluzione delle crisi, attribuendo numerosi poteri alla Consob. I miglioramenti sono stati volti anche alle attività di post-trading, quindi trasparenza del mercato, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori.

Le autorità hanno subito un ampliamento dei loro incarichi, ma con l'introduzione del d.lgs. 164/2007 di recepimento della prima direttiva del MIFID (2004/39/CE), si è raggiunto il completamento della definizione dei loro ruoli e della regolamentazione pubblica.

Con la prima direttiva MIFID del 2004, si sono raggiunti numerosi traguardi:

- Razionalizzazione della regolamentazione delle piattaforme di negoziazione in (mercati operanti in Italia):
  1. Mercati regolamentati: opera su base multilaterale; L'art.61 del TUF è venuto meno con l'art.64, definisce il mercato regolamentato come *“il sistema multilaterale che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto o di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, ammessi alla negoziazione conformemente alle regole del mercato stesso, in modo da dare luogo a contratti, e che è gestito da una società di gestione, è autorizzato e funziona regolarmente...”*
  2. Sistemi Multilaterali di negoziazione (MTF: *Multilateral Trading Facilities*)<sup>23</sup>: opera su base multilaterale; nella disciplina del TUF art.1 vi è la definizione di *“sistema multilaterale di negoziazione: “un sistema multilaterale gestito da un'impresa d'investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti...”*. Organizzazione e funzionamento dei sistemi multilaterali di negoziazione spettano alla CONSOB: individuare i requisiti minimi di funzionamento e degli obblighi dei gestori disciplinando

---

<sup>23</sup> I *Multilateral Trading Facilities* sono circuiti di negoziazione di gestione privata che trattano titoli già quotati presso borse nazionali. Gli MTF svolgono funzioni di organizzazione nelle contrattazioni e sono soggetti ad una serie di regole di autorizzazione. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/multilateral-trading-facilities.html>

poteri di vigilanza spettanti a dette autorità. Riguardo alla struttura normativa sia gli MTF che i mercati regolamentati possono essere costituiti da una serie di regole e da una piattaforma di negoziazione oppure solo da una serie di regole. I requisiti generali per quanto concerne le regole sono di: trasparenza, non discrezionalità, efficacia ed efficienza. Compito del gestore è quello di predisporre regole e procedure, e di svolgere attività necessarie per il corretto funzionamento del sistema.

3. Internalizzatori sistematici: opera su base bilaterale; Il TUF (art.1, comma 5-ter) definisce gli internalizzatori sistematici (*Systematic Internalisers*<sup>24</sup>): il soggetto che in modo “*organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente, al di fuori di un mercato regolato o di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale*”. La direttiva MIFID II ha integrato ai criteri di frequenza, organizzazione e sistematicità la sostanzialità e ha aggiunto che deve agire al di fuori anche dei sistemi organizzati di negoziazione. Tratti caratteristici:

- Attività di negoziazione per conto proprio in esecuzione di ordini di clienti. È insito nel concetto di “negoziazione per conto proprio” che tale attività avvenga in relazione di ordini di clienti. Dunque, è sufficiente essere *autorizzati* al solo svolgimento dell’attività di negoziazione per potere essere internalizzatore, dove concorrano anche gli altri requisiti. “Per conto proprio” significa che si esercita nel proprio interesse e non in quello di terzi, con assunzione diretta del rischio da parte del negoziatore che è controparte nel contratto.
- Bilateralità.
- Nella nozione di negoziazione c’è anche la figura del market maker: non sarebbe però un internalizzatore perché opera su mercati regolamentati, MTF. Figura del Market maker: soggetto che si comporta come se fosse un mercato. Diverso dal broker che è un soggetto che raccoglie gli ordini e li porta in borsa.
- Esecuzione ordini: deve avvenire al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione.
- Frequenza e sistematicità: si misura per numero di negoziazioni fuori listino, Over of The Counter (OTC), su strumenti finanziari effettuate da intermediario.

---

<sup>24</sup> Un Internalizzatore Sistematico (SI) è un'impresa di investimento che tratta il proprio capitale proprietario come controparte e non è una sede di negoziazione. Sono imprese di investimento che, su base organizzata, frequente, sistematica e sostanziale, negoziano per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) o di un sistema organizzato di negoziazione (OTF) senza gestire un sistema multilaterale.

- Sostanzialità: si misura per dimensione di negoziazioni OTC fatte in relazione al totale delle negoziazioni sullo strumento specifico, oppure in relazione al totale delle negoziazioni dell'Unione sullo strumento finanziario.
- Estensione soggetti che possono accedere al mercato regolamentato.
- Abolizione obbligo concentrazione scambi.
- Ampliamento della libertà di scelta della sede delle operazioni finanziarie.

Questi punti non hanno formato il quadro definitivo, perché sono stati sostituiti nel 2014 dal MIFID II e dal regolamento 600/2014 (c.d. MIFIR).

Con il MIFID II si definiscono le disposizioni dei mercati regolamentati, sistemi multilaterali e organizzati di negoziazione:

- Si introduce una nuova sede di negoziazione: i sistemi organizzati di negoziazione (OTF – *Organized Tradig Facilities*) operante su base multilaterale. Vengono definiti come “*un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o MTF che consente l’interazione tra interessi multipli di acquisto e vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, dando luogo a contratti.*”
- Si introduce una disciplina specifica per la negoziazione algoritmica delle imprese d’investimento.
- Viene fornita una disciplina più precisa sul *market maker*<sup>25</sup>.
- Si richiede più trasparenza, equità, non discriminazione, per evitare eventuali abusi di mercato.
- Vengono introdotte nuove figure per la prestazione di servizi segnalatori e pubblicitari dei dati di mercato: APA ARM e CTP.
- Viene posto un obbligo per le imprese di investimento di negoziare titoli azionari in una sede di negoziazione regolata e non tramite contrattazioni bilaterali.

#### 1.4.3 TUTELA DEL CREDITO E DEL RISPARMIO:

L’art. 47 della Costituzione Italiana rappresenta il pilastro della tutela del credito e del risparmio, secondo il quale:

---

<sup>25</sup> *Market maker*: Intermediario che si assume il compito di garantire, in via continuativa, la negoziabilità di determinati titoli. La figura del *market maker* è molto simile a quella del *dealer* in quanto, entrambi i soggetti si impegnano ad esporre proposte impegnative di acquisto e vendita su determinati titoli. Tuttavia, mentre al *dealer* è consentito, in via del tutto discrezionale, di sospendere per un certo periodo l’esposizione delle proposte negoziali, il *market maker* è obbligato a garantire senza interruzioni la possibilità di scambiare determinate quantità minime del titolo o dei titoli sui quali si è impegnato.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/market-maker.html>

*“La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito.*

*Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese”.*

La garanzia e la tutela del credito e del risparmio sono affidati alla CONSOB. Le istituzioni adibite al controllo e alla vigilanza sono: il Ministero dell'Economia e il CICR (Comitato interministeriale per il credito e il risparmio e la Banca d'Italia).

La norma costituzionalizza l'interesse pubblico primario della tutela del risparmio mediante il controllo dell'organizzazione e del buon funzionamento del settore del credito. L'esercizio del credito costituisce solo una delle attività bancarie, considerata attività d'impresa. L'attività “finanziaria” accomuna le attività bancaria, d'intermediazione, finanziaria in senso stretto e assicurativa. Ne consegue che la tutela del risparmio “in tutte le sue forme” si riferisce a tutte le attività finanziarie sopra elencate. L'art. 47 è dunque il pilastro sul quale si fondano i pubblici poteri nazionali di regolamentazione e di controllo delle attività finanziarie.

## 1.5 LA NUOVA ERA DEI MERCATI FINANZIARI

Al giorno d'oggi, la competizione nei mercati finanziari è aumentata radicalmente, così da modificare totalmente la loro conformazione. Questo è il risultato di una serie di eventi come la liberalizzazione dei mercati, la globalizzazione e l'incrementale sviluppo della tecnologia.

A seguito di questo processo ci sono stati cambiamenti sia positivi che negativi:

- Aspetti positivi: costi inferiori del processo, maggiore liquidità garantita per ogni azione e nuovi servizi a disposizione;
- Aspetti negativi: frammentazione del mercato, minore informazione tra i componenti e inferiore controllo e vigilanza.

I mercati di oggi non sono più governati da esseri umani ma da computer che gestiscono le transazioni<sup>26</sup>. Infatti, i dispositivi elettronici sono in grado di vendere e comprare azioni automaticamente. Il numero degli apparecchi totali, in grado di svolgere transazioni automatizzate, ha raggiunto un numero complessivo esorbitante, in grado di coprire il 75% del mercato. La tecnologia gioca un ruolo dominante nel mondo del trading e dell'investimento, permettendo a chiunque di entrare a far parte di questo mondo in maggiore semplicità. Gli investitori possono accedere al mercato direttamente, senza sottoporsi ad un particolare sforzo. Gli intermediari finanziari però, hanno ancora un ruolo cruciale.

La modifica dei mercati finanziari è controversa, a causa della quantità di effetti positivi e negativi che lo contraddistinguono. Si può affermare con certezza che l'aumento della competizione nel mercato perché la quantità di operatori è incrementata radicalmente.

Questa forma di mercato viene definita come "Trading ad alta frequenza" o HTF (*High Frequency Trading*)<sup>27</sup>. È un tipo di trading particolare, sviluppato negli ultimi anni che viene effettuato nei mercati finanziari. Attraverso l'utilizzo di potenti computer e algoritmi che si muovono automaticamente, gli operatori possono reagire, elaborare e acquisire alle informazioni di mercato con una velocità estrema. La caratteristica principale dell'HFT è la velocità di elaborazione, poiché permette di effettuare operazioni in frazioni di secondo.

Gli agenti regolatori hanno opinioni contrastanti che si dividono in<sup>28</sup>:

---

<sup>26</sup> Al giorno d'oggi, il panorama della negoziazione di titoli è caratterizzato dalla frammentazione delle sedi di negoziazione e dalla concorrenza per il flusso di ordini, da diversi modelli di accesso al mercato e da una quota di mercato significativa delle tecnologie di negoziazione automatizzata come l'*algorithmic trading* (AT) e l'*high-frequency trading* (HFT).

<sup>27</sup> TEDxNewWallStreet – Sean Gourley – High frequency trading and the new algorithmic ecosystem  
<https://www.youtube.com/watch?v=wMwyUYiYorE>

<sup>28</sup> Vuorenmaa, Tommi A. "The Good, the Bad, and the Ugly of Automated High-Frequency Trading." *The Journal of Trading* 8.1 (2012): 58-74.

- “*Bad HTF*”: sono criticati perché permettono un accesso molto rapido agli ordini e di conseguenza è facile compromettere i mercati, comprando e rivendendo lo stesso titolo a prezzi più elevati;
- “*Good HTF*”: data la loro elevata velocità, è possibile operare di continuo e velocizzare i processi di acquisto. Inoltre, permettono la diminuzione del rischio, e unita alla velocità, danno luogo a sbalzi inferiori dello spread.

La velocità degli HTF è pari a millisecondi, grazie all’utilizzo di algoritmi che superano l’abilità della mente umana. Esistono numerosi algoritmi in grado di svolgere questa funzione e di entrare nel mercato sempre più velocemente. Per questo motivo, la vera competizione sta nella velocità degli scambi, al fine di giungere alle negoziazioni più profittevoli. Gli operatori del mercato investono nei sistemi informatici, come ad esempio il NASDAQ<sup>29</sup>, indice americano che ha registrato il record di tempo di latenza in uno scambio, in grado di compiere una transazione in 0,1 millisecondi (o 100 microsecondi), qualcosa che la mente umana non può minimamente immaginare<sup>30</sup>.

Ovviamente la tecnologia non si ferma e ci sono numerosi studi per rendere questo processo ancora più rapido. Per il momento gli HTF sono in grado di compiere 5.000 scambi al secondo.

La nuova tipologia di mercato finanziario ha suscitato la necessità di ampliare e implementare la vigilanza, a causa dei possibili rischi per l’integrità del mercato, in termini di efficienza informativa, liquidità e volatilità. Nonostante i numerosi studi, ci sono ancora molte problematiche da risolvere. Non essendo un mercato gestito totalmente dalla mente umana, possono verificarsi degli incidenti imprevedibili, ricordiamo la società *Knight Capital*, la quale perse mezzo miliardo di dollari a causa di un errore di software<sup>31</sup>.

Lo studio di Boehmer<sup>32</sup> (2012) sull’impatto del trading algoritmico ha permesso di comprendere l’impatto sulla qualità del mercato: incremento della liquidità e dell’efficienza informativa dei prezzi, e un aumento significativo della volatilità dei corsi azionari.

Per quanto riguarda i regolamenti, l’Autorità Europea degli Strumenti finanziari e del Mercato (ESMA) ha redatto delle linee guida per gestire il mercato automatizzato.

---

<sup>29</sup> National Association of Securities Dealers Automated Quotation – NASDAQ, cioè "Quotazione automatizzata dell'Associazione nazionale degli operatori in titoli", istituita a Wall Street nel 1971. È stata la prima borsa al mondo ad essere totalmente digitale. Inizialmente le contrattazioni e gli ordini venivano eseguiti tramite telefono, in un secondo tempo sono diventate completamente elettroniche.  
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/nasdaq.htm>

<sup>30</sup> <https://www.giurisprudenzapenale.com/wp-content/uploads/2017/10/Market-Abuse-e-Trading-ad-alta-frequenza.pdf>

<sup>31</sup> Saltapidas, Christos, and Ramin Maghsood. "Financial Risk The fall of Knight Capital Group." (2018).

<sup>32</sup> <https://www.giurisprudenzapenale.com/wp-content/uploads/2017/10/Market-Abuse-e-Trading-ad-alta-frequenza.pdf>

Nel 2014, il Consiglio Europeo ha redatto il MIFID II, con la Direttiva n. 2014/65/UE, con l'intento di colmare l'assenza di regolamentazioni, con l'obiettivo di sviluppare un mercato unico finanziario europeo dove vengano assicurate trasparenza e protezione degli investitori.

Congiuntamente, nel 2014, viene istituito anche il Regolamento n.596/2014 (MAR), con il quale si *“istituisce un quadro normativo comune in materia di abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato (abusi di mercato), nonché misure per prevenire gli abusi di mercato, onde garantire l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e accrescere la tutela degli investitori e la fiducia in tali mercati”*<sup>33</sup>

I seguenti provvedimenti normativi, MIFID II e MAR, sono stati i primi a regolare il trading ad alta frequenza.

---

<sup>33</sup> Art. 1 Regolamento n. 596/2014.



## CAPITOLO 2 – SFDR

### 2.1 IL PROTOCOLLO DI KYOTO E L'ACCORDO DI PARIGI

La necessità di instaurare un clima di cooperazione globale sui cambiamenti è alla base di molti incontri istituzionali già da diversi anni, con il fine ultimo di informare e motivare gli Stati nazionali a svolgere azioni di importanza sovranazionale e non solo nel proprio esclusivo interesse.

Il primo approccio per motivare gli Stati sovrani è stato quello di adottare il Protocollo di Kyoto<sup>34</sup>, pubblicato l'11 dicembre 1997, con l'intento di far cooperare numerose realtà nell'interesse collettivo. Alla base di questa disciplina, c'è l'idea che i paesi adottano determinati provvedimenti in particolar modo se spronati dalle mosse altrui, se effettuate da tutti in egual modo. Il fine ultimo del Protocollo di Kyoto è quello di allineare gli obiettivi dei diversi paesi verso una medesima direzione. Con questo provvedimento si è cercato di incoraggiare le nazioni rendendo gli obiettivi vincolanti e prevedendo conseguenze adeguate in caso di non conformità.

Non tutti i paesi si sono attenuti al Protocollo di Kyoto, come ad esempio gli Stati Uniti d'America (USA), o il Canada, che si è ritirato dal programma, o addirittura l'Australia, che ha preferito perseguire i propri, più modesti, obiettivi. In seguito, numerosi paesi si sono dimostrati ostili, abbandonando il programma e preferendo il perseguimento di scopi personali. Le emissioni dei cosiddetti BRICS (paesi emergenti: in questo caso Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica), sono aumentate progressivamente, nonostante l'impegno di raggiungere obiettivi ecosostenibili per ridurre le emissioni attraverso sforzi significativi da parte dei governi.

Con l'Accordo di Parigi, invece, sono prevalse idee diverse. In primo luogo, si basa sul concetto che gli impegni autoimposti e volontari hanno una probabilità maggiore di essere rispettati, rispetto a quelli che invece vengono preventivamente concordati in sede globale. La trasparenza assume un ruolo cruciale quando si vogliono raggiungere progressi nazionali, insieme all'intenzione e l'ambizione di raggiungere effettivamente tali obiettivi comuni.

---

<sup>34</sup> Il Protocollo di Kyoto è un accordo tra paesi che si focalizza sul riscaldamento globale, uno dei problemi più imponenti che riguardano l'intero pianeta, problematica scientificamente comprovata. L'intesa è stata presentata nel 1997 con la COP3 (Conferenza delle parti di Kyoto), entrata in vigore in seguito alla ratifica del Protocollo da parte della Russia il 16 Febbraio 2005. Il trattato non era entrato in vigore precedentemente perché non era stato ratificato da abbastanza paesi. Nell'accordo, infatti, veniva richiesta la firma di almeno 55 Nazioni, e soprattutto che questi paesi rappresentassero almeno il 55% delle emissioni di gas serra globali. Questo obiettivo è stato raggiunto grazie alla ratifica della Russia. Gli Stati Uniti non aderiscono al piano pur essendo l'origine del 36,2% delle emissioni di CO<sup>2</sup>. Oggi aderiscono al piano 170 paesi che contribuiscono al 63,7% di gas serra. Nel 2007, l'Australia si unisce come ultimo paese all'accordo. <https://www.reteclima.it/protocollo-di-kyoto/>

Il protocollo di Kyoto si fonda sul pensiero che gli Stati seguano principalmente i propri interessi, anche attraverso accordi più ampi e globali che riescano ad unire il loro interesse con quelli altrui, attraverso la creazione di vincoli ed obblighi comuni.

A differenza di tale approccio, l'Accordo di Parigi vede la possibilità di spingere gli Stati ad agire secondo interessi globali fornendo norme applicabili a più paesi. È un approccio che si basa sulla trasparenza e la decisione di raggiungere un obiettivo collettivo, condividendo informazioni e adattandosi a determinate circostanze.

L'Accordo di Parigi segue un approccio più manageriale per cercare di spingere i paesi a riflettere sulle proprie azioni e sugli effetti che possono avere sui cambiamenti climatici. Il Protocollo di Kyoto ha fatto sì che si ponessero le fondamenta per l'approccio successivamente utilizzato a Parigi, poiché ha rappresentato la prima svolta significativa per garantire una maggiore attenzione verso l'ambiente attraverso norme di gestione comuni tra diversi paesi.

Con l'Accordo di Parigi si è giunti alla definizione di alcune tematiche chiave per raggiungere tempestivamente un cambiamento radicale nei confronti dell'allerta climatica:

- Promuovere e rispettare i diritti umani;
- Diritto alla salute delle popolazioni indigene, delle comunità locali, dei migranti, dei bambini e dei disabili;
- Diritto allo sviluppo, all'uguaglianza di genere e all'equità intergenerazionale quando si agisce sul cambiamento climatico.

Gli obiettivi a lungo termine di cui si è discusso sono principalmente quello di mantenere la temperatura media globale inferiore ai 2°C, cercando di mantenere questo valore possibilmente al di sotto degli 1,5°C<sup>35</sup>. Inoltre, tra gli obiettivi concordati c'è quello di bilanciare la quantità di emissioni con quella degli assorbimenti, al fine di limitare il più possibile i danni ambientali.

Gli aspetti finanziari sono anch'essi una tematica trattata all'Accordo di Parigi, poiché determinati obiettivi non sono facilmente raggiungibili senza il superamento della povertà e lo sviluppo sostenibile.

I cosiddetti "pozzi naturali di assorbimento" (*carbon sinks*<sup>36</sup>) sono fondamentali, e il loro mantenimento rappresenta in parte la soluzione alle emissioni di anidride carbonica. Il suolo, la vegetazione e gli oceani sono elementi naturali capaci di neutralizzare parte delle emissioni di CO<sup>2</sup>. Ed è proprio durante gli Accordi di Parigi che è stato affrontato questo discorso, affermando

---

<sup>35</sup> <https://youtu.be/Z4bSxb5THm4>: Global temperatures anomalies from 1880 to 2017

<sup>36</sup> Un pozzo di carbonio è tutto ciò che assorbe più carbonio dall'atmosfera di quanto ne rilascia, ad esempio le piante, l'oceano e il suolo. Al contrario, una fonte di carbonio è tutto ciò che rilascia nell'atmosfera più carbonio di quanto ne assorba, come ad esempio la combustione di combustibili fossili o le eruzioni vulcaniche.

l'importanza della conservazione dei pozzi di assorbimento per ridurre le emissioni e raggiungere gli obiettivi dell'Agenda 2030.

Gli sforzi dei paesi e la motivazione che li unisce sono cruciali per raggiungere gli obiettivi a lungo termine che sono stati stabiliti durante l'Accordo di Parigi.

Tra le componenti principali dell'accordo, vi è il *Global Stocktake*<sup>37</sup>, processo con il quale si possono valutare i progressi collettivi nel mondo per il raggiungimento degli scopi e gli obiettivi a lungo termine.

Nell'accordo si parla anche di "adattamento", ovvero lo sforzo di aumentare la resilienza e ridurre la vulnerabilità ai cambiamenti climatici. In ambito finanziario, invece, è sorta la preoccupazione di non riuscire ad unificare l'opinione comune, determinando quindi dei possibili motivi di rottura degli accordi. Oltre a questo, anche le fonti di finanziamento, pubbliche o private, le possibili perdite e gli eventuali danni, hanno destato preoccupazione.

Infine, sempre per quanto riguarda il discorso finanziario, si prevede che i paesi sviluppati sostengano economicamente, sotto forma di contributi volontari, i paesi in via di sviluppo, come espressamente già stabilito dalla Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC). Oltre a ciò, i paesi sviluppati devono fornire delle linee guida ai paesi sulla via dello sviluppo, assumendo un ruolo guida nella pianificazione delle risorse economiche. Non ci sono delle normative riguardo alla mobilitazione dei capitali tra paesi, ma la distribuzione dei finanziamenti viene fatta tramite meccanismi precedentemente stabiliti, come il "*Green Climate Fund*"<sup>38</sup>, una piattaforma globale che si occupa di cambiamenti climatici e che si preoccupa degli investimenti finalizzati a diminuire le emissioni di gas effetto serra nei paesi in via di sviluppo e a migliorare la situazione climatica attuale, fornendo un ambizioso piano di attuazione. È un organismo comune a 194 governi e fornisce un grandissimo contributo a numerosi paesi.

I principali risultati dell'Accordo di Parigi sono:

- NDC ("*Nationally Determined Contributions*"), ovvero i contributi nazionali determinati, lo strumento principale dell'accordo di Parigi, che mostra gli aiuti di ciascun paese per ridurre le emissioni di anidride carbonica;
- Finanziamenti significativi verso i paesi in via di sviluppo;
- Valutazioni periodiche quinquennali per valutare e revisionare la situazione;
- Garanzie di una maggiore trasparenza;
- Parità di genere e rispetto dei diritti umani.

---

<sup>37</sup> *The global stocktake of the Paris Agreement (GST)*  
<https://unfccc.int/topics/global-stocktake/global-stocktake>

<sup>38</sup> <https://www.greenclimate.fund>

Sono considerazioni indispensabili per raggiungere un ambizioso obiettivo a lungo termine, attraverso un messaggio chiaro che ogni paese dovrà ascoltare, in particolar modo i paesi in via di sviluppo, che vengono sottoposti ad un controllo attento e periodico, poiché il loro contributo risulta fondamentale a raggiungere gli obiettivi prestabiliti.

Le COP sono conferenze per il clima che si svolgono periodicamente. Anche con l'accordo di Copenaghen (COP 15 Copenaghen), ovvero la Conferenza delle Parti delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici 2009, che si è svolto dal 7 al 18 dicembre del 2009 con i paesi membri dell'UNFCCC, si è parlato di trovare una soluzione alle elevate emissioni di anidride carbonica. Nell'incontro si è cercato di trovare una soluzione in merito al compimento di progressi tecnologici, in particolar modo nei paesi in via di sviluppo.

La COP26<sup>39</sup>, tenutasi alla fine del 2021 in Scozia a Glasgow, è stata la ventiseiesima e la più recente conferenza sul clima per intensificare le azioni sul clima delle Nazioni Unite con tutti i leader mondiali. L'ONU ha come obiettivi principali quelli di:

- Ridurre le emissioni di CO<sup>2</sup> di almeno il 45% entro il 2030;
- Avere emissioni zero entro il 2050;
- Stabilizzare la temperatura globale a 1,5°C entro la fine del secolo.

---

<sup>39</sup> [https://www.ansa.it/europa/notizie/qui\\_europa/2021/11/18/cop26-che-cosa-e-stato-deciso-a-glasgow-tra-progressi-e-fallimenti\\_cf008fae-424a-4a04-9265-7bd9c43aa8bf.html](https://www.ansa.it/europa/notizie/qui_europa/2021/11/18/cop26-che-cosa-e-stato-deciso-a-glasgow-tra-progressi-e-fallimenti_cf008fae-424a-4a04-9265-7bd9c43aa8bf.html)



*Figura 2: Cosa è stato deciso alla COP26 (Fonte: Ansa)*

La differenza sta nell'aver fissato l'obiettivo di 1,5 gradi, e non più 2 gradi come i precedenti accordi, per risanare la situazione globale di riscaldamento terrestre<sup>40</sup>.

<sup>40</sup> Da diversi studi emerge il fatto che anche modificando l'obiettivo dell'innalzamento della temperatura da 2 gradi a 1,5 gradi, gli impatti ambientali sarebbero comunque disastrosi. Lo scopo dell'abbassamento del tetto della temperatura è quello di cercare di limitare i danni all'ecosistema. Si tratta di un obiettivo difficile da perseguire, decisamente ambizioso, per non rendere la Terra un luogo iriconoscibile. Nel 2015, attraverso un rapporto redatto dall'UNFCCC, si è stabilito che 2 gradi non erano sufficienti.  
<https://www.duegradi.eu/news/mezzo-grado-fa-la-differenza/>

## 2.2 GLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI

In materia di mercati finanziari ci sono stati numerosi cambiamenti.

Al giorno d'oggi, la sostenibilità ha assunto un ruolo cruciale. Il rispetto dell'ambiente e l'attuazione di politiche ad esso correlate sono ormai alla base di numerose attività imprenditoriali e di investimento.

Con l'accordo di Parigi, a marzo 2021, è stato attuato un regolamento sugli investimenti sostenibili. La sostanziale modifica è stata quella di normare la sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. Parliamo del regolamento europeo SFDR ("*Sustainable Finance Disclosure Regulation*"), il quale ha l'obiettivo di stabilire obblighi di comunicazione per le società di gestione e per i prodotti finanziari da queste distribuiti. La novità risiede nel coinvolgere il più possibile pratiche di sostenibilità al fine di raggiungere un maggior numero di scelte responsabili negli investimenti.

Per molti anni sono stati fatti numerosi investimenti senza pensare all'impatto ambientale che avrebbero comportato. Giunti all'attuale situazione di emergenza, i governi e i parlamenti europei si sono accorti che l'unico modo per avere dei risultati ambientali è quello di incoraggiare i flussi di capitali verso attività economiche per lo più sostenibili. Inoltre, hanno appreso che uno dei problemi principali per cui non sono stati attuati negli anni precedenti, è la scarsa informazione tra gli investitori, non consapevoli delle opzioni di investimento sostenibili, e dunque della scarsa informazione generale in materia di sostenibilità. Per questo motivo, il regolamento SFDR, entrato in vigore il 10 Marzo 2021, rappresenta un'importante passo avanti verso una maggiore trasparenza sulle pratiche ESG, perché l'Unione Europea ha in piano di incoraggiare questa modalità di investimento attraverso una serie di regolamenti in grado di fornire le informazioni sufficienti.

Questo regolamento non solo aiuterà gli investitori a compiere scelte più coscienti, ma avrà un impatto anche su gestori patrimoniali e consulenti.

Il regolamento SFDR si rivolge a tutti i partecipanti ai mercati finanziari e ai consulenti finanziari che hanno sede nell'Unione Europea. Fanno riferimento alla norma anche le società di gestione e i consulenti di investimento che non hanno sede nell'Unione Europea ma che comunque hanno a che fare con essa, e che quindi commercializzano a clienti nell'Unione Europea i propri prodotti ai sensi dell'Articolo 42 della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD<sup>41</sup>). Anche tali soggetti dovranno quindi attenersi alle informative del regolamento SFDR, indistintamente dagli altri soggetti compresi nella norma.

---

<sup>41</sup> *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD), Direttiva 2011/61/EU del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo, ha l'obiettivo di creare un quadro normativo armonizzato per i fondi alternativi distribuiti nell'Unione europea e regolamentare i gestori di fondi di investimento, al fine di garantire la protezione degli investitori ed evitare il rischio sistemico.

Le categorie di attività dei partecipanti dei mercati finanziari e ai quali fa riferimento la disciplina sono:

- imprese di assicurazione
- imprese di investimento che forniscono servizi di gestione del portafoglio
- fondi pensione e creatore di un prodotto pensionistico
- gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA<sup>42</sup>)
- fornitori di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP)
- gestori di un fondo per il venture capital
- gestori di un fondo qualificato per l'imprenditoria sociale
- società di gestione di un organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari (società di gestione di OICVM)
- enti creditizi che forniscono servizi di gestione del portafoglio.

La disciplina, come abbiamo detto, è rivolta anche a tutti i consulenti finanziari:

- imprese di assicurazione e intermediario assicurativo che forniscono consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP
- enti creditizi, imprese di investimento, GEFIA e società di gestione (OICVM) che forniscono consulenza in materia di investimenti.

Il Regno Unito, non facendo più parte dell'Unione Europea, non fa riferimento alla normativa SFDR. Il paese però, si sta muovendo verso questa direzione, cercando di integrare alla propria disciplina direttive sulla sostenibilità. Un primo passo è stato fatto a Giugno 2021, quando il Regno Unito ha richiesto una serie di informazioni agli altri paesi europei.

### 2.2.1 REGOLAMENTO (UE) 2019/2088

Il Regolamento "*Sustainable Finance Disclosure Regulation*" (SFDR) è stato pubblicato sulla Gazzetta ufficiale il 9 dicembre 2019, ed è entrato in vigore il 10 marzo 2021. La disposizione europea è stata formulata a seguito del sostanziale aumento della domanda di investimenti ESG (*Environmental, Social and Governance*). A tal proposito si è sentita la necessità di adottare una disciplina uniforme e in grado di proporre agli investitori, durante processi decisionali e di consulenza, caratteristiche ambientali e sociali con fini sostenibili.

Il regolamento è stato scritto e formulato per aiutare gli investitori, e quindi indirizzare le loro scelte di investimento, rendendo più semplice confrontare le possibilità strategiche disponibili in maniera

---

<sup>42</sup> GEFIA: gestori di fondi di investimento alternativi che gestiscono e/o commercializzano fondi di investimento alternativi (FIA), ovvero tutti quei tipi di fondi che non necessitano di un'autorizzazione ( art. 5, Direttiva 2009/65/CE). <https://www.governo.it/sites/governo.it/files/74996-9280.pdf>

standardizzata. La caratteristica principale dell'UE SFDR è quella di garantire trasparenza sulle caratteristiche dei prodotti finanziari, quindi il grado di rispetto per l'ambiente e il valore sociale complessivo degli investimenti. Questa novità fornisce la possibilità di comprendere con anticipo le caratteristiche dell'investimento da attuare, così da essere consapevoli sin dall'inizio delle scelte che si stanno operando, e di conseguenza di ricevere un quadro complessivo della situazione in ambito ambientale e sociale. I prodotti sono infatti divisi in tre parti distinte, a seconda del loro livello di importanza della sostenibilità, attribuito ai criteri ESG:

- Articolo 6: Tutti i fondi - tutti i prodotti gestiti
- Articolo 8: ESG generale – tutti i fondi che promuovono caratteristiche ambientali e sociali
- Articolo 9: Sostenibile – i fondi che hanno un obiettivo sostenibile.

Andando dall'articolo 6 all'articolo 9, aumenta il livello di dettaglio richiesto nella divulgazione.

Riguardo a questo, tra gli obblighi principali della disciplina, vi è proprio quello di identificare, sui siti internet, nella documentazione dei contratti e in quella periodica, come si interfaccia l'investimento ai criteri ESG, ed eventualmente, nel caso in cui tali criteri non fossero rispettati, offrire una chiara motivazione del perché ciò non accada (*“comply or explain”*, principio utilizzato in diversi paesi per identificare le aziende che rispettano i principi e le linee guida stabilite o spiegano perché non lo hanno fatto.).

Il Comitato congiunto (*Joint Committee*) formato dalle tre autorità di vigilanza europea (EBA, ESMA e EIOPA) ha sviluppato i *“Regulatory Technical Standards”* (RTS)<sup>43</sup> sulle informazioni ambientali, sociali e di governance (ESG), con l'obiettivo di rafforzare la protezione degli investitori e aumentare l'informativa sui prodotti finanziari che vengono divulgate tra i vari partecipanti dei mercati finanziari.

Tutto è nato dall'adozione dell'Accordo di Parigi del 2015 sul cambiamento climatico e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile. La Commissione Europea ha preparato un piano di azione per finanziare la crescita sostenibile, con l'intenzione di chiarire ogni dubbio e stabilire delle regole di trasparenza nel campo dei rischi e delle opportunità degli investimenti di sostenibilità e infine definire dei doveri fiduciari per i soggetti che fanno parte dei mercati finanziari. Gli obiettivi sono molteplici:

---

<sup>43</sup> La bozza di RTS per la rendicontazione dei principali impatti negativi a livello di entità fornisce una specifica per il contenuto, la metodologia e la presentazione delle informazioni richieste dall'articolo 4 della SFDR per quanto riguarda gli indicatori di sostenibilità in relazione a impatti negativi sul clima e altri impatti negativi legati all'ambiente e impatti negativi nel campo delle questioni sociali e dei dipendenti, del rispetto dei diritti umani e della lotta alla corruzione. [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962778/JC%202021%2003%20-%20Joint%20ESAs%20Final%20Report%20on%20RTS%20under%20SFDR.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962778/JC%202021%2003%20-%20Joint%20ESAs%20Final%20Report%20on%20RTS%20under%20SFDR.pdf)



- Riorientare gli investimenti verso la sostenibilità al fine di raggiungere una complessiva crescita sostenibile;
- Consapevolizzare sui rischi finanziari rilevanti derivati dal cambiamento climatico e tutte le sue conseguenze;
- Promuovere la trasparenza e la prospettiva di lungo termine nelle attività finanziarie ed economiche.

A proposito dell'ultimo punto, il Regolamento SFDR rende possibile soddisfare l'obiettivo della Commissione Europea di mobilitare il capitale investito verso attività economiche sostenibili. L'SFDR, infatti, sancisce i requisiti di informativa sulla sostenibilità per un'ampia gamma di operatori dei mercati finanziari, consulenti finanziari e prodotti finanziari, con il duplice obiettivo di trasparenza e comparabilità delle informazioni.

Tale legislazione, insieme ai “*Regulatory Technical Standards*” fornita dalle autorità di vigilanza, è in grado di ridurre le asimmetrie informative che persistono nei rapporti principale-agente:

- Integrazione dei rischi di sostenibilità
- Considerazione degli impatti negativi sulla sostenibilità
- Promozione delle caratteristiche ambientali o sociali.

Attraverso un'informativa precontrattuale e continua fornita agli investitori finali (principali) dai partecipanti ai mercati finanziari o dai consulenti finanziari (agenti).

Le autorità di vigilanza EBA, ESMA e EIOPA hanno determinati poteri a loro conferiti, che si possono dividere in due parti:

- Preparare una rendicontazione degli effetti negativi che ha investire in maniera sostenibile;
- Fornire un'informativa precontrattuale continua agli investitori finali sui prodotti finanziari con caratteristiche ambientali o sociali (“*light green*”) o sugli investimenti che hanno un obiettivo sostenibile (“*dark green*”); ciò comprende anche le DNSH (“*do no significant harm*”), ovvero le disposizioni sul “non nuocere in modo significativo”.

Per questo motivo, le autorità di vigilanza europee il 23 aprile 2020 hanno preparato la bozza RTS<sup>44</sup>, che si è concretizzato grazie ai feedback positivi che sono stati dati dalle parti interessate.

---

<sup>44</sup>[https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962778/JC%202021%2003%20-%20Joint%20ESAs%20Final%20Report%20on%20RTS%20under%20SFDR.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962778/JC%202021%2003%20-%20Joint%20ESAs%20Final%20Report%20on%20RTS%20under%20SFDR.pdf)

### 2.2.2 ARTICOLI 6, 8 E 9

Gli articoli 6, 8 e 9 del Regolamento UE SFDR<sup>45</sup> forniscono un quadro completo della situazione, analizzando le caratteristiche comuni degli strumenti finanziari. Come abbiamo detto, i prodotti sono divisi in gruppi. In queste categorie sono previsti criteri di investimento vincolanti con specifiche divulgazioni.

- **Articolo 6** – Trasparenza dell’integrazione dei rischi di sostenibilità – questo articolo riguarda i prodotti che non hanno caratteristiche che soddisfano i criteri ESG e di sostenibilità degli articoli 8 e 9, non focalizzano la loro strategia sulla sostenibilità e per questo motivo non possono essere promossi come sostenibili e/o alludere a questo concetto;
- **Articolo 8** - Trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali nell’informativa precontrattuale - in questa categoria sono presenti gli strumenti finanziari che promuovono anche caratteristiche sociali e/o ambientali. Includono solo in parte investimenti sostenibili, ma si focalizzano perlopiù su attività di altro tipo. Si definiscono come prodotti “*light green*”.
- **Articolo 9** - Trasparenza degli investimenti sostenibili nelle informazioni precontrattuali - è presente il gruppo di prodotti che hanno l’obiettivo principale e rispettano tutti i requisiti necessari di investimenti sostenibili. I prodotti correlati a questo articolo si chiamano “*dark green*”.

È fondamentale seguire determinati parametri e requisiti per definire gli investimenti “sostenibili”.

Lo scopo primario della normativa SFDR è proprio quello di stabilire delle regole uniformi e trasparenti per gli operatori finanziari, con il fine ultimo di fornire un criterio regolare e unitario di sostenibilità. Tale etichetta è legata solo ed esclusivamente agli investimenti che rispettano tre requisiti fondamentali, specificati nel Regolamento:

*“«investimento sostenibile»: investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali*

---

<sup>45</sup> Sono gli articoli più rilevanti del Regolamento perché individuano i prodotti finanziari in diversi gruppi. L’art. 6 presenta gli strumenti non associati ai fattori ESG. Gli articoli 8 e 9 rappresentano i prodotti possedenti caratteristiche ecosostenibili.

*investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali;”<sup>46</sup>*

Gli articoli 8 e 9 fanno riferimento a questi requisiti, e in particolare l’art. 8 richiede che siano rispettati tutti e tre:

- Contribuire a un obiettivo ambientale o sociale;
- Non danneggiare in modo significativo alcun altro scopo ambientale o sociale ("do no significant harm", DNSH);
- Le società partecipanti devono seguire delle buone pratiche di governance.

### 2.2.3 OBIETTIVI SFDR, EPI E GREENWASHING

Con i cambiamenti ambientali che si sono verificati con il passare degli anni, il Regolamento UE SFDR assume un’importanza assai rilevante.

È proprio così: attualmente l’Unione Europea è altamente focalizzata sull’utilizzo di politiche “green”, e i suoi membri si classificano ai primi posti tra i paesi ambientalisti.

L’indice di sostenibilità ambientale (EPI – *Environmental Performance Index*)<sup>47</sup>, fornisce sufficienti dati sufficienti per comprendere la situazione ambientale a livello globale, classificando la situazione di 180 paesi. Questo indice utilizza degli indicatori che rendono possibile capire quanto ciascun paese sia ambientalista e utilizzi politiche adatte, stabilendo quali stanno affrontando nella maniera migliore le sfide ambientali, aiutandoli a perfezionare le scelte governative. Infatti, oltre a definire una scala per classificare quale paese sia effettivamente più sostenibile, l’EPI fornisce linee guida attraverso gli indicatori, per aiutare i paesi che decidono di diventare più ambientalisti. Questo indice ha quindi un ruolo rilevante nella politica di ciascun paese perché così facendo favorisce l’implementazione delle pratiche ambientali.

La figura illustra i primi venti paesi della classifica mondiale dell’indice di sostenibilità ambientale. Come si può notare, la Danimarca<sup>48</sup> si trova al primo posto sul podio, e altri sedici tra i venti migliori, fanno parte dell’Unione Europea.

---

<sup>46</sup> La definizione di investimento sostenibile viene dal Regolamento europeo SFDR, articolo 2 e paragrafo 17. Grazie a tale definizione è possibile comprendere cosa si intende per attività finanziarie che abbiano uno scopo e una visione nel rispetto dell’ambiente e nel lungo termine.

<sup>47</sup> <https://epi.yale.edu/>

<sup>48</sup> La Danimarca è molto avanzata in termini di regolazioni ambientali, e le industrie danesi sono estremamente attente ai cambiamenti climatici e al deterioramento dell’ecosistema. In generale, si tratta di un paese che si sofferma sul tema della sostenibilità prendendo iniziative improntate ad attenuare questo aspetto.

Nonostante questi paesi si classifichino tra i primi 20, hanno tutti bisogno di migliorare. Il fatto di essere più ambientalisti non vuol dire che stiano seguendo tutte le politiche corrette o che il loro sforzo sia sufficiente.

RANK	COUNTRY	SCORE	REG
1	Denmark	82.5	1
2	Luxembourg	82.3	2
3	Switzerland	81.5	3
4	United Kingdom	81.3	4
5	France	80.0	5
6	Austria	79.6	6
7	Finland	78.9	7
8	Sweden	78.7	8
9	Norway	77.7	9
10	Germany	77.2	10
11	Netherlands	75.3	11
12	Japan	75.1	1
13	Australia	74.9	12
14	Spain	74.3	13
15	Belgium	73.3	14
16	Ireland	72.8	15
17	Iceland	72.3	16
18	Slovenia	72.0	1
19	New Zealand	71.3	17
20	Canada	71.0	18
	Czech Republic	71.0	2
	Italy	71.0	18

<span style="color: #e67e22;">■</span> Asia-Pacific	<span style="color: #8e44ad;">■</span> Former Soviet States
<span style="color: #3498db;">■</span> Eastern Europe	<span style="color: #7f7f7f;">■</span> Global West

Figura 3: I primi 20 paesi nell'EPI (fonte: sito ufficiale EPI)<sup>49</sup>

Raggiungere gli obiettivi di sostenibilità anche nei mercati finanziari implica una grande svolta a livello globale.

Il primo obiettivo di questo Regolamento Europeo è quello di stabilire standard comuni in ambito di investimenti, rivoluzionario dal punto di vista etico e sociale ma anche dal punto di vista di divulgazione delle informazioni, essendo in grado di garantire una maggiore consapevolezza tra gli investitori in ambito di politiche corrette e sostenibili.

Un secondo obiettivo del Regolamento SFDR è garantire la trasparenza. Insieme all'introduzione di nuovi standard, la trasparenza negli investimenti costituisce un miglioramento epocale. Il regolamento SFDR stabilisce l'impossibilità di inserire etichette ESG e/o riguardanti la sostenibilità, se non vengono spiegati ed analizzati i processi che costituiscono la creazione dell'investimento.

<sup>49</sup> <https://epi.yale.edu/downloads/epi2020report20210112.pdf>

Questo processo consente di evitare che si manifestino processi di “*greenwashing*”<sup>50</sup> (da “*green*” perché ecologico, e “*whitewash*” come insabbiare o nascondere qualcosa), ovvero le imprese che occultano le loro politiche diversamente ambientaliste utilizzando descrizioni non propriamente adatte. È una strategia di comunicazione considerata “di facciata” perché, diversamente da come agiscono, mostrano un atteggiamento ecologista ed ecosostenibile. La maggior parte delle aziende che utilizzano queste strategie di marketing, caratterizzate da una “*brand image*”<sup>51</sup> attrattiva perché fortemente ambientalista, ma con il reale scopo di distogliere l’attenzione dai difetti che ha il servizio o prodotto, che ha in realtà un impatto negativo sull’ambiente. Gli obiettivi del fenomeno “*greenwash*” sono quelli di ottenere una reputazione alta creando una determinata immagine ambientalista nella testa del consumatore, e di conseguenza, aumentare il fatturato. Ciò è possibile perché le imprese *eco-friendly* sono sempre più appetibili e scelte dai consumatori.

Grazie al Regolamento SFDR è possibile diminuire la crescita di questo fenomeno, valorizzando le imprese che hanno veramente un impatto positivo sull’ambiente. Imporre chiarezza e trasparenza nei processi produttivi è infatti un grande problema per chi non rispetta le giuste politiche di sostenibilità. I consumatori di oggi sono attenti a questi argomenti, e per questo motivo la consapevolezza e la conoscenza da parte del pubblico è aumentata radicalmente.

Esempi di *greenwashing* sono le pubblicità dove si afferma di utilizzare prodotti riciclati o processi produttivi sostenibili. Queste tecniche vengono utilizzate realmente, ma solo in determinati processi produttivi. L’obiettivo è infatti quello di nascondere le altrettante pratiche contrarie ai parametri sopraelencati che causano danni per l’inquinamento.

Un'altra modalità frequente di ingannare il pubblico è quella di usare immagini che rimandino il consumatore al sostenibile, ad esempio utilizzando fotografie di paesaggi naturali o con prevalenza di verde o di azzurro che facciano pensare ai colori della natura.

In Italia, fino al 2014, L’Antitrust era garante sulla vigilanza di questi meccanismi sotto la disciplina delle “pubblicità ingannevoli”. Oggi è l’AGCM (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato) a vigilare questa tematica.

A questo punto la domanda sorge spontaneamente: come capire se le aziende sono veramente sostenibili? L’utilizzo di sigle e certificazioni ambientali consente di stabilire se un *brand* è ecosostenibile:

---

<sup>50</sup> *Greenwashing*: è una strategia di marketing utilizzata da numerose aziende e istituzioni, attraverso tecniche ingannevoli che inducono il consumatore a pensare che la loro attività sia ecosostenibile.

<sup>51</sup> *Brand image*: è l’immagine della marchio agli occhi dei consumatori e rappresenta l’opinione del pubblico riguardo ai prodotti e servizi del brand. Posizionamento, personalità e reputazione dell’impresa sono dovuti all’immagine del marchio. La *Brand Image* porta alla *Brand Loyalty*.

- EMAS<sup>52</sup>: “*Eco-Management and Audit Scheme*”, attraverso il Regolamento n.1221 emanato nel 2009, in seguito modificati con il Regolamento UE 1505/2017 e con il Regolamento 2026/2018. Attraverso questa certificazione, a cui possono aderire le imprese volontariamente, è possibile fornire le informazioni necessarie sulla gestione e sulle politiche ambientaliste adottate.
- ISO 14001<sup>53</sup>: proveniente dal Regolamento CE n. 761/01 (EMAS), è una certificazione che si ottiene volontariamente e accomuna le imprese che vogliono istituire una modifica del loro comportamento verso un approccio più ambientalista.
- GRS<sup>54</sup>: “*Global Recycled Standard*”, questa certificazione è presente sui tessuti riciclati per dimostrare la veridicità che l’impresa stia tutelando l’ambiente attraverso il riciclo dei materiali.

Tra gli obiettivi SFDR sulla finanza sostenibile ci sono quindi la trasparenza e la creazione di standard in ambito di sostenibilità. Allo stesso tempo però, è necessario che le società di gestione e i consulenti finanziari forniscano le giuste informazioni riguardo i rischi e i possibili impatti negativi collegati agli investimenti.

Per quel che riguarda i rischi di sostenibilità, si fa riferimento a tutto ciò che implica un impatto negativo su un investimento, quindi i cambiamenti climatici, gli eventi o le situazioni di impatto sociale o di *governance*. Le società di gestione e i consulenti finanziari, sono influenzati da questo meccanismo e devono fornire le informazioni sufficienti su rischi e impatti ambientali, sia a livello di società che a livello di prodotto.

## A LIVELLO DI SOCIETÀ

Società di gestione:

- per quanto riguarda i rischi di sostenibilità bisogna adottare una politica sulla loro integrazione nella fase decisionale di investimento;
- È obbligatorio per le entità di grandi dimensioni e con portafogli pesanti, prendere decisioni riflettendo sugli impatti negativi, e dichiarare le politiche di due diligence inserite nel sito web; rimane volontario per le entità di dimensione inferiore aderire a questo progetto (dal 1° luglio 2022).

Consulenti:

---

<sup>52</sup> <https://www.isprambiente.gov.it/it/attivita/certificazioni/emas>

<sup>53</sup> <https://www.isprambiente.gov.it/it/attivita/certificazioni/verificatori/normazione-tecnica/iso-14001>

<sup>54</sup> <https://icea.bio/certificazioni/non-food/prodotti-tessili-biologici-e-sostenibili/global-recycle-standard/>

- Il rischio di sostenibilità è un'informazione richiesta anche in materia di investimenti o assicurazioni;
- Considerare anche qui gli impatti negativi della consulenza negli investimenti o assicurazioni.

## A LIVELLO DI PRODOTTO

### Prodotti:

- Il rischio di sostenibilità dei prodotti deve essere fornito attraverso una pubblicazione riguardante l'impatto che gli strumenti hanno sull'ambiente a seguito di una valutazione;
- Gli impatti negativi sui fattori di sostenibilità di ogni prodotto devono essere divulgati al pubblico (dal 30 dicembre 2022).

Al giorno d'oggi, sono disponibili una serie di indicatori relativi al clima e all'ambiente che con il tempo si stanno ampliando sempre di più. Al momento si fa riferimento a trenta indicatori che possono essere compilati a piacimento. Di questi, sedici sono ambientali e ventiquattro sociali. Le imprese decidono se fornire o meno le informazioni al fine di definire gli impatti negativi sull'ambiente.

### 2.2.4 CATEGORIE DI PRODOTTI ESG E LE INFORMATIVE INTRODOTTE DALL'EU SFDR

Gli articoli 8 e 9 descrivono determinati prodotti finanziari aventi specifiche caratteristiche ed elencando una serie di tematiche a cui questi articoli del Regolamento SFDR fanno riferimento. Come abbiamo detto precedentemente, la differenza tra i prodotti finanziari degli articoli 8 e 9 è l'attaccamento a dinamiche sociali ed ambientali, nel primo caso viste come un surplus tra le differenti strategie considerate, e nel secondo caso come solo ed unico scopo. Vediamo adesso, le categorie di tematiche che accomunano i prodotti finanziari descritti dagli articoli:

- È importante sottolineare quali sono le strategie ambientali o sociali utilizzate nei prodotti, attraverso la disposizione di indicatori di sostenibilità;
- Fornire i fattori vincolanti sul quale ci si è basati nel formulare gli investimenti legati ai prodotti nelle strategie di sostenibilità;
- Spiegare quali sono i dettagli dell'implementazione di una strategia durante l'investimento;
- La spiegazione dettagliata della policy alle società affiliate è una buona pratica di *governance*;
- L'*asset allocation*<sup>55</sup> è una tematica importante da prendere in considerazione e da comunicare per un investimento sostenibile, soprattutto per i prodotti dell'articolo 9, i quali necessitano che vi sia una spiegazione esaustiva delle qualità di tali strumenti, soprattutto del perché non impattano negativamente l'ambiente;

---

<sup>55</sup> È un modo per distribuire le risorse tra le varie possibilità di investimento (azioni, obbligazioni, liquidità, beni tangibili e intangibili).

- Dichiarare la presenza e l'utilizzo di strumenti derivati e come questi possano implementare l'investimento sostenibile;
- È bene spiegare il perché un investimento possa essere sostenibile e non dannoso per l'ambiente, attraverso la descrizione dei prodotti;
- I prodotti devono avere un impatto sui fattori di sostenibilità;
- Ci deve essere sempre un benchmark di riferimento che sia in linea con le caratteristiche ambientali o sociali che si intende portare avanti con il proprio obiettivo;
- Le emissioni di carbonio sono ormai un discorso importante da affrontare; infatti, i prodotti dell'articolo 9 devono specificare il loro impatto sulle emissioni di carbonio.



## 2.3 REGOLAMENTAZIONI

Vediamo più dettagliatamente il quadro legislativo europeo in ambito di sostenibilità. Negli ultimi anni ha subito numerosi cambiamenti, presentando anche tante novità, vista l'urgenza ambientale. L'agenda 2030 europea in ambito di obiettivi climatici ed energetici e lo *European Green Deal*<sup>56</sup> sono alla base dei mutamenti attuali delle normative sugli investimenti.

L'agenda 2030<sup>57</sup> per lo sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, prevede l'attuazione da parte di numerosi governi mondiali di politiche sociali e ambientali sostenibili. Hanno come obiettivo comune un progetto di sostenibilità nel quale si pone l'attenzione sulle tempistiche e sul fornire delle linee guida per ottenere un'economia sostenibile e circolare.



Figura 4: Gli obiettivi dell'agenda 2030 delle Nazioni Unite (fonte: Sito Nazioni Unite)

Nel 2016, la Commissione Europea ha istituito un gruppo formato da esperti di alto livello – *High-Level Expert Group on sustainable finance* (HLEG)<sup>58</sup> - provenienti dalla società civile, dal settore finanziario, dal mondo accademico e da osservatori di istituzioni europee e internazionali. Questo gruppo è stato formato e istruito al fine di orientare il flusso monetario verso investimenti sostenibili e sistemi di vigilanza volti a proteggere la stabilità del sistema finanziario dai rischi ambientali.

<sup>56</sup> [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en)

<sup>57</sup> <https://unric.org/it/agenda-2030/>

<sup>58</sup> [https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-high-level-expert-group\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-high-level-expert-group_en)

Nel marzo 2018, la Commissione europea ha implementato un piano d'azione per “Finanziare la crescita economica sostenibile”<sup>59</sup>, dove viene stabilita una strategia globale per definire i finanziamenti più sostenibili. La Commissione, al fine di spingere le società quotate a svolgere attività sostenibili e con obiettivi sul lungo termine, ha stabilito una serie di accortezze, non innovative ma comunque volte a creare un impatto maggiore sul settore imprenditoriale.

### 2.3.1 THE EUROPEAN GREEN DEAL

L'11 Dicembre 2019, la Commissione Europea ha pubblicato “*The European Green Deal*”<sup>60</sup>, patto che si focalizza sul cambiamento climatico che minaccia ormai quotidianamente non solo l'Europa, ma anche il globo nella sua interezza. Per questo motivo, con questo patto europeo le nazioni si sono date l'obiettivo di eliminare completamente le emissioni di gas serra entro il 2050. Attraverso questo accordo si prevede il raggiungimento di numerosi benefici ad esso collegati:

- Aria pulita, acqua limpida, terreno fertile e biodiversità
- Energia rinnovabile
- Cibo salutare e alla portata di tutti
- Maggiori trasporti pubblici
- Energia pulita e innovazione tecnologica all'avanguardia
- Maggiore riciclo e prodotti a lunga durata
- Posti di lavoro innovativi
- Industrie competitive e resilienti.

La Commissione Europea si sta impegnando il più possibile, attraverso proposte normative sul clima, energia e trasporti, al fine di arrivare ad un impatto positivo delle emissioni gas serra già dal 2030 (diminuirle del 55% rispetto al 1990). Oltre a questo, attraverso questo accordo, le nazioni europee si sono accordate per garantire che questo processo venga svolto nella maniera più limpida e socialmente corretta. Infatti, per una transizione di successo verso un'economia a emissioni zero, la Commissione garantisce innanzitutto che il costo della transizione non sia sostenuto dalle popolazioni più vulnerabili, ma dai paesi più avanzati, sia per assicurarne il successo, che per non lasciare nessuno indietro. L'intervento dello *European Green Deal* è volto ad intervenire su otto macroaree:

1. Migliorare la situazione climatica per il 2030 e il 2050;
2. Fornire energia pulita e accessibile;

---

<sup>59</sup> Möslein, Florian and Möslein, Florian and Sørensen, Karsten Engsig, The Commission's Action Plan for Financing Sustainable Growth and its Corporate Governance Implications (September 19, 2018).

<sup>60</sup> Sabato, Sebastiano and Fronteddu, Boris, A socially just transition through the European Green Deal? (September 17, 2020).

3. Rendere l'industria capace di interfacciarsi con un'economia pulita;
4. Costruire e ristrutturare gli edifici per renderli sostenibili;
5. Accelerare il processo di modernizzazione;
6. Implementare un sistema alimentare ecosostenibile;
7. Ricreare ambienti con ecosistemi e biodiversità;
8. Ambire a raggiungere inquinamento zero ed eliminare le sostanze tossiche.

*The European Green Deal* ha quindi un duplice obiettivo:

- Indirizzare l'economia verso le "zero emissioni nette" di gas serra;
- Proteggere e valorizzare il capitale europeo al fine di salvaguardare i cittadini dai rischi e dagli impatti ambientali.

### 2.3.2 REGOLAMENTO (UE) 2020/852

Il Regolamento (UE) 2020/852 "*EU Taxonomy*"<sup>61</sup> è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale il 22 Giugno 2020, ed ha un forte impatto sugli investimenti sostenibili.

"La tassonomia dell'UE è uno strumento che aiuta gli investitori, le aziende, gli emittenti e i promotori di progetti a orientarsi nella transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, resiliente ed efficiente sotto il profilo delle risorse".<sup>62</sup>

La tassonomia europea è il primo sistema di categorizzazione completo e uniforme al mondo per le attività economiche sostenibili. Comprende attività che rappresentano fino all'80% delle emissioni di gas serra dell'UE e potrebbe aiutare gli investitori a prendere decisioni ponderate, incanalando così gli investimenti verso soluzioni a basse emissioni di carbonio. Tuttavia, l'accuratezza con cui la tassonomia applica i requisiti di prestazione tecnica alle attività economiche non green è fondamentale, in particolare nelle industrie in transizione. Secondo questo rapporto, i criteri per i vari settori non sono attualmente in grado di facilitare la transizione verso la neutralità del carbonio.

I Regolamenti volti a indirizzare l'economia verso obiettivi a lungo termine sono sempre di più, con il fine di poter raggiungere gli obiettivi dell'*European Green Deal*. Ed è proprio a seguito della pandemia nata nel 2020 che è cresciuta l'esigenza di gestire i fondi in maniera più sostenibile per creare un ambiente capace di resistere a disastri climatici e ambientali. Affinché questo sia possibile,

---

<sup>61</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en)

<sup>62</sup> EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE. "TAXONOMY: FINAL REPORT OF THE TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE". Mar, 2020. Accessed Mar, 2021. P. 2

è necessario stabilire un piano comune che fornisca la definizione, attraverso il giusto quantitativo di informazioni, del significato di “sostenibilità”. Il piano di azione sul finanziamento della crescita sostenibile ha richiesto la definizione di un sistema di classificazione comune per le attività economiche sostenibili, o una “*EU Taxonomy*”. L’obiettivo principale è quello di fornire maggiore sicurezza agli investitori, proteggerli dal *greenwashing*, indurre le imprese a diventare più rispettose dell’ambiente, ridurre la segmentazione del mercato e contribuire a indirizzare gli investimenti dove sono effettivamente più necessari.

Gli obblighi legati a questo regolamento integrano le norme presenti nel Regolamento Europeo SFDR, per garantire trasparenza e attività economiche volte a investimenti sostenibili. *The EU Taxonomy* è un regolamento che definisce come deve essere un’attività economica per essere definita sostenibile per l’ambiente affinché, di conseguenza, sia volta a migliorare la situazione attuale di inquinamento e aiuti a raggiungere gli obiettivi stabiliti negli accordi europei. Gli investimenti devono garantire un contributo a lungo termine e non ostacolare in nessun modo il resto delle attività economiche sostenibili.

L’OCSE<sup>63</sup>, l’Organizzazione per la Sicurezza e la Cooperazione in Europa, è la più grande organizzazione presente sul globo ad occuparsi di stabilità, pace e democrazia. L’obiettivo di questa istituzione è quello di far dialogare i paesi e stabilire dei valori condivisi che abbiano effetti duraturi nel tempo, con il fine di prevenire conflitti e divergenze tra gli Stati, far stare bene la popolazione dei paesi che ne fanno parte trattando tematiche attuali riguardanti la sicurezza comune in ambito politico-militare, umano, economico e ambientale. Con le questioni affrontate l’OCSE delinea garanzie sociali minime, riportate anche nei documenti delle Nazioni Unite, volte ad intensificare la collaborazione e cooperazione tra paesi in materia ambientale. L’obiettivo è quello di sostenere attività e progetti con un fine sostenibile, mettendo in comune accordo più organizzazioni internazionali, governi e società sulle condizioni climatiche attuali. Infine, il Regolamento (UE) 2020/852 “*EU Taxonomy*” ha istituito un gruppo permanente di specialisti del settore pubblico e privato per la finanza sostenibile incaricato di sviluppare politiche green e strumenti di screening tecnologico.

Un obiettivo è quello di richiedere alle grandi imprese dell’Unione Europea di fornire informazioni relative alla tassonomia. In ultima analisi, si prevede che ciò contribuirà a incanalare gli investimenti verso tecnologie a basse emissioni di carbonio, favorendo la transizione dell’UE verso la neutralità

---

<sup>63</sup> <https://www.osce.org/it>

climatica entro il 2050. Inoltre, la tassonomia può fungere da modello per altre giurisdizioni che intendono creare le proprie tassonomie<sup>64</sup>. Il regolamento ha un ruolo fondamentale e si rivolge a una moltitudine di stakeholder correlati direttamente o indirettamente ed è alla base di diverse iniziative nel piano d'azione della Commissione europea. Le grandi imprese che si relazionano con la direttiva “Non-Financial Reporting Directive” (NFRD), devono necessariamente rendere nota la loro attività allineata con la tassonomia europea, insieme agli operatori dei mercati finanziari che offrono prodotti finanziari sostenibili. Per questo motivo, la tassonomia fornisce la definizione comune per i prodotti finanziari green attraverso certificazioni ed etichette che dimostrano tale qualità. Ad esempio, il marchio europeo di qualità ecologica “Ecolabel UE”, fornito a tutti quei prodotti o servizi offerti a ridotto impatto ambientale durante l'intero ciclo di vita.

La tassonomia, fornendo dati non finanziari, ha l'obiettivo di ridurre l'asimmetria informativa. Inoltre, crea incentivi a svolgere investimenti sostenibili, infatti attualmente le emissioni di carbonio sono registrate grazie ad iniziative volontarie di diversi paesi. Le aziende sono state incoraggiate a valutare le loro emissioni e a diminuire le loro impronte di carbonio riducendo l'uso di energia e combustibili, grazie agli sforzi delle organizzazioni interessate al cambiamento climatico in tutto il mondo.

Il *carbon footprint*<sup>65</sup>, cioè l'impronta di carbonio che hanno determinate attività, ha l'obiettivo di individuare e determinare gli impatti che ha il carbonio sull'ambiente, per gestire in particolare gli investimenti che hanno influito maggiormente al cambiamento climatico e al surriscaldamento terrestre. Con il protocollo di Kyoto, sono stati identificati i gas serra che vanno effettivamente tenuti sotto controllo e deteriorano l'ecosistema. Al primo posto figura l'anidride carbonica, la quale ha infatti dato il suo nome all'indice “*Carbon Footprint*”.

L'impronta di carbonio è un parametro molto importante da tenere in considerazione durante gli investimenti perché permette di stimare le emissioni in atmosfera dei gas serra che possono causare determinati prodotti, servizi o organizzazioni, usato da pubbliche amministrazioni e organismi internazionali gli impatti e i cambiamenti climatici e per monitorare l'efficienza ambientale ed energetica delle strutture. La riduzione delle emissioni di anidride carbonica risulta essenziale per migliorare le condizioni ambientali. Le aziende si impegnano a rispettare uno schema volto ad un

---

<sup>64</sup> Schuetze, Franziska and Stede, Jan, EU Sustainable Finance Taxonomy – What Is Its Role on the Road towards Climate Neutrality? (December 2020).

<sup>65</sup> <https://www.esg360.it/environmental/carbon-footprint-cose-come-si-misura-perche-e-importante-conoscerla/>

carbon management, per identificare le problematiche, eseguire interventi di riduzione delle emissioni e sviluppare tecnologie all'avanguardia e sostenibili.

L'articolo 8 del Regolamento sulla Tassonomia intende promuovere la trasparenza del mercato e contribuire a prevenire il *greenwashing*, fornendo agli investitori informazioni sulle prestazioni ambientali e sulle attività economiche delle imprese finanziarie e non finanziarie. Questa clausola cerca anche di ampliare il campo della finanza *green* rendendo più chiare e disponibili le informazioni sulle prestazioni ambientali delle imprese.

### 2.3.3 DIRETTIVA 2014/95/UE

La “*Non-Financial Reporting Directive*” (NFRD)<sup>66</sup> è una direttiva implementata in quattro paesi europei: Italia, Regno Unito, Francia e Germania. La direttiva 2014/95/UE, che tratta tematiche ambientali e di sostenibilità, si riferisce a tutte le imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di pubblico interesse, con una media di 500 dipendenti e che soddisfano determinati criteri. La novità della direttiva sta nel richiedere, nei paesi sopra elencati, di divulgare determinate informazioni ambientali, sociali e di *governance* (fattori ESG).

In questi quattro paesi le società quotate in borsa hanno l'obbligo di redigere un rapporto sulla rendicontazione, a differenza di paesi come la Svezia e la Danimarca (i quali coinvolgono nella stesura di rapporti anche le aziende con 250 o più dipendenti). La Francia, a sua volta, include anche alcune società non quotate che superano determinate soglie finanziarie e di dipendenti.

In tutti gli Stati esaminati però, compresa la Francia, vengono richieste le medesime informazioni in relazione a ciascun fattore ESG, attraverso la rendicontazione del modello di business utilizzato, i processi di *due diligence*<sup>67</sup> e la panoramica generale dei principali rischi.

La direttiva ha ampliato notevolmente gli obblighi su quel che riguarda la portata della rendicontazione non finanziaria nel Regno Unito, in Italia e in Germania, la quale era già ampia ed esaustiva in Francia. Sebbene l'attuazione della direttiva sia stata per lo più soddisfacente, vi sono alcune lacune nella direttiva che non sono state affrontate efficacemente nelle leggi di attuazione. Dovrebbe sicuramente essere migliorata l'integrazione del sistema di informazione non finanziaria con le altre forme di rendicontazione finanziaria e non finanziaria. Un grande problema che è stato riscontrato è la presenza di una maggioranza di piccole e medie imprese, che quindi, non hanno l'obbligo di fornire informazioni riguardo al loro business. Ad esempio, nel Regno Unito, solo lo

---

<sup>66</sup> Jeffwitz, Claire and Gregor, Filip, Comparing the Implementation of the EU Non-Financial Reporting Directive (November 28, 2017).

<sup>67</sup> *Due diligence*: “dovuta diligenza”, indagine nelle pratiche di contabilità dello stato economico e patrimoniale per valutare i punti di forza e di debolezza di una società.

0,01% delle imprese era tenuto a redigere un rapporto sulla rendicontazione. Al contrario, in paesi come la Svezia e la Danimarca, alla stragrande maggioranza delle imprese, vista la soglia minima di 250 dipendenti, viene imposto l'obbligo di informativa. In Francia, invece, da quando è stata attuata la direttiva, le imprese con una media di 500 dipendenti sono diminuite radicalmente, poiché le società quotate con un numero inferiore di dipendenti non hanno l'obbligo di fornire informazioni sul loro modello di business.

L'Italia, il Regno Unito e la Germania, inseriscono nella direttiva l'obbligo di rendicontazione dei fattori ESG. Quindi tutte le questioni ambientali, sociali e umane (dei dipendenti e dei diritti umani ad essi correlati).

L'Italia, attraverso la direttiva, stabilisce formalmente quali elementi ESG vanno rendicontati:

- Le emissioni di gas serra
- L'inquinamento atmosferico
- Le attuazioni per prevenire violazioni
- Le discriminazioni dei diritti umani
- Gli strumenti per combattere la corruzione.

Il principio di rilevanza manca di chiarezza nella direttiva, anche se rappresenta decisamente un fattore necessario nella redazione di un rapporto. Infatti, in assenza di una definizione chiara, le imprese possono fallire nel loro intento di fornire le giuste informazioni.

Il 21 aprile 2021, la Commissione Europea ha presentato una bozza della direttiva sulla rendicontazione della sostenibilità delle imprese (CSRD – *Corporate Sustainability Reporting Directive*<sup>68</sup>), volta a modificare le norme previste nella “*Non-Financial Reporting Directive*” (NFRD).

Questa legislazione Europea fornisce alle grandi aziende delle linee guida sulla divulgazione di informazioni sul modo in cui operano e gestiscono le sfide sociali e ambientali, per incoraggiare le imprese ad utilizzare un approccio più responsabile durante il processo di business.

La direttiva è ormai fondamentale per quasi 12.000 attività a livello europeo: imprese pubbliche e private, banche e aziende assicurative.

Le novità principali della proposta della commissione europea nell'aggiornare la precedente direttiva sono:

- Ampliamento dell'ambito di applicazione a tutte le grandi imprese e a tutte le società quotate sui mercati regolamentati (eccetto le microimprese quotate);

---

<sup>68</sup> <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/notizie-dai-partner/corporate-sustainability-reporting-directive.htm>

- Revisione delle informazioni riportate;
- Requisiti più dettagliati di rendicontazione in base agli standard europei di sostenibilità;
- Necessità di “etichettare” digitalmente le informazioni riportate.

Questi aggiornamenti implicano l'emendamento di altri quattro documenti:

- *Accounting Directive*
- *Audit Directive*
- *Audit Regulation*
- *Transparency Directive*

Si prevede l'attuazione della proposta legislativa ad ottobre 2022.



## 2.4 L'ECOSISTEMA DELLA FINANZA SOSTENIBILE

L'arrivo di una serie di norme per la finanza sostenibile e la continua crescita di questo settore, richiedono la comprensione del suo contesto, ovvero i principali ruoli e contributi che caratterizzano l'ecosistema della finanza sostenibile<sup>69</sup>.

L'ecosistema della finanza sostenibile è composto da:

- Emittenti finanziari: coloro che forniscono titoli di capitale o di debito ai mercati finanziari e chiedono capitali agli investitori. Poiché la valutazione ESG è richiesta da un numero crescente di investitori, un compito fondamentale degli emittenti finanziari, al fine di ottenere fondi, è quello di fornire informazioni ESG agli altri elementi dell'ecosistema.
- Fornitori di rating: aziende che valutano gli emittenti finanziari sulla base delle loro informazioni, al fine di verificare se forniscono correttamente dati e metriche ESG, contribuendo a determinare i punteggi che ne conseguono. Le valutazioni si basano su metodologie diverse, non esistono standard uniformi e i dati vengono raccolti anche da altre fonti, poiché la mancanza di dati rappresentativi è un problema enorme in questo momento.
- Fornitori di indici: sono aziende che forniscono una serie di indici di riferimento adottati come benchmark e per confrontare i prodotti finanziari. Gli indici vengono utilizzati per la scelta della strategia di investimento e di gestione attiva o passiva nei prodotti di fondi, ma anche per aiutare i gestori di portafoglio a valutare la loro capacità di generare rendimenti corretti in relazione al rischio. Vengono utilizzati anche per monitorare le performance dei prodotti finanziari ESG e per aiutare gli investitori a fare benchmark. Possono essere calcolati in molti modi diversi, ad esempio adottando l'esclusione di alcuni aspetti o concentrandosi su tematiche specifiche, e influenzano e guidano in modo significativo la gestione complessiva del portafoglio ESG.
- Utenti ESG: soggetti che possono appartenere al settore pubblico o privato e ai quali vengono fornite informazioni ESG. Fanno riferimento a questa categoria i gestori patrimoniali (*asset manager*), gli investitori istituzionali e le istituzioni del settore pubblico. I gestori patrimoniali/fondi di investimento creano portafogli finanziari isolati e prodotti di investimento, come fondi di investimento o fondi negoziati in borsa. Utilizzano le informazioni e i rating ESG principalmente per stimare il proprio rating e per decidere la composizione dei portafogli. Gli investitori istituzionali, come i fondi pensione e le compagnie di assicurazione, incorporano i rating e le informazioni ESG principalmente per

---

<sup>69</sup> Boffo, R., and R. Patalano (2020), “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges”, OECD Paris, [www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf](http://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf)

fornire previsioni, come parte del loro mandato, ma anche per migliorare la gestione del portafoglio. Le istituzioni del settore pubblico stanno cercando di aumentare l'impegno di sostenibilità dei loro portafogli e di adottare informazioni e rating ESG, al fine di valutare i rischi della transizione climatica e di promuovere il passaggio a industrie a basse emissioni di carbonio.

- Investitori finali: entità o individui che forniscono denaro agli emittenti finanziari e si fanno carico dei rendimenti e dei rischi dell'investimento.

Gli emittenti finanziari e gli investitori finali non interagiscono direttamente, ma attraverso della catena di intermediazione di cui fanno parte i fornitori di rating, i fornitori di indici e gli utenti ESG. Fondamentale è il ruolo di altri attori che contribuiscono a definire norme, regole e requisiti per garantire la sostenibilità a lungo termine degli investimenti.

Tre sono i principali attori abilitanti nella catena di intermediazione:

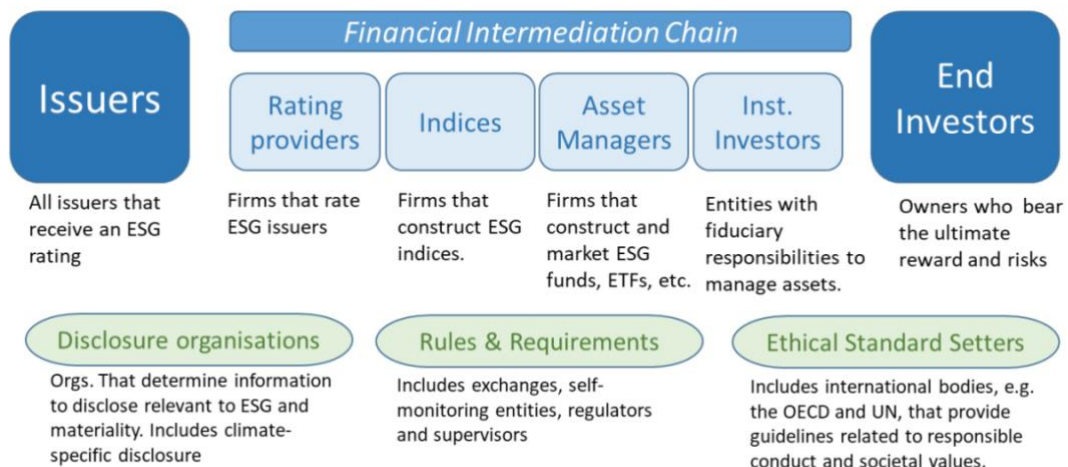
- Organizzazioni di divulgazione: sviluppatori e fornitori di quadri di riferimento che offrono orientamento e visione di buone pratiche ai membri della finanza sostenibile. Esempi possono essere rappresentati dalla *Global Reporting Initiative (GRI)*<sup>70</sup> e dai *Principles for Responsive Investment (PRI)*<sup>71</sup>.
- Organismi di regolamentazione: autorità che definiscono e attuano regole e requisiti, tra cui anche la vigilanza, gli scambi e la regolamentazione del mercato. Essi preservano la stabilità finanziaria e la tutela degli investitori, in quanto sono responsabili della registrazione e dell'autorizzazione delle società che forniscono prodotti finanziari ESG. Un esempio è il *Chartered Financial Analyst (CFA) Institute*<sup>72</sup>.
- Regulatori di standard etici: organizzazioni che definiscono gli standard per investimenti e comportamenti responsabili ed etici. Tra queste figurano l'Organizzazione delle Nazioni Unite (ONU) e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE).

---

<sup>70</sup> L'ente internazionale *non profit* GRI (*Global Reporting Initiative*) nasce con il fine di definire gli standard di rendicontazione della performance di sostenibilità per qualunque organizzazione e settore.

<sup>71</sup> Questi principi sono stati stabiliti con il fine di diffondere il più possibile gli investimenti sostenibili. L'adesione ai *Principles for Responsive Investment* comporta il rispetto di determinati capisaldi.

<sup>72</sup> L'Istituto degli analisti finanziari abilitati (CFA Institute), è anch'essa un'organizzazione senza scopo di lucro che fornisce informazioni per la formazione finanziaria delle aziende in ambito di investimenti.



*Figura 5: la catena dell'intermediazione (fonte: OECD)*

## 2.5 LA LINEA DEL TEMPO

I paesi europei hanno preso tante decisioni importanti negli ultimi anni modificando norme già esistenti e dando vita a nuove riforme. Questo è il primo passo verso il cambiamento, a patto che ogni paese riesca nel suo intento. Sono state fatte tante promesse e alcune sono già state mantenute. L'allerta climatica è giunta ad una situazione estrema, e solo la collaborazione tra i paesi può fare la differenza. Vediamo qui elencati alcuni passi dell'implementazione del regolamento SFDR, cruciali nel cammino verso un futuro più sostenibile:

- Il 10 marzo 2021 sono entrate in vigore alcune disposizioni del regolamento;
- Il 30 giugno 2021 è stata ampliata la normativa con gli obblighi di *disclosure*<sup>73</sup> relativi alla trasparenza degli effetti negativi per i grandi attori finanziari (art. 4);
- Il 1° gennaio 2022 sono state aggiunte le disposizioni sui requisiti di trasparenza nella reportistica privata;
- Il 30 dicembre 2022 verranno incluse nell'informativa precontrattuale come i prodotti offerti considerano i principali effetti negativi.

---

<sup>73</sup> *Disclosure*: in finanza questo termine si riferisce all'obbligo di rendere le notizie note e trasparenti a tutti gli investitori.

## **CAPITOLO 3: ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE**

### **3.1. LA SITUAZIONE ATTUALE**

La pressione dell'opinione pubblica è uno dei motivi principali per cui i governi prendono decisioni e agiscono. Basti pensare a Greta Thunberg, una giovane attivista svedese conosciuta in tutto il mondo per la sua grinta nel promuovere la causa ambientale. Famoso è il suo discorso a Katowice, nel 2018 al COP24<sup>74</sup>, conferenza delle Nazioni Unite, dove ha espresso il suo disappunto per quel che riguarda i risultati che sono stati ottenuti in ambito ambientale. La giovane studentessa, con il fine di protestare contro le vicissitudini climatiche, ha organizzato uno sciopero dalla scuola di venerdì (*"Fridays For Future"*<sup>75</sup>), radunando ragazzi provenienti da tutto il mondo. L'obiettivo dei suoi gesti e delle sue azioni è quello di rendere consapevoli le persone e informarle sui problemi ambientali. Il suo intento è quello di rendere noto al mondo il futuro a cui va incontro, sottolineando il fatto che per rimediare alla gravità della situazione i provvedimenti vanno presi immediatamente. Nel discorso che ha fatto alla conferenza ha spiegato anche come la vita lussuosa delle persone più abbienti porti al deterioramento della biosfera, sacrificando la vita di molti.

A seguito di queste iniziative è aumentato in modo significativo il livello di conoscenza di queste problematiche da parte della popolazione, influenzando anche le sue scelte di acquisto. A seguito della volontà di investire in prodotti e servizi coerenti con gli obiettivi ambientali e sociali, si registra una crescente domanda di beni più sostenibili, in particolare tra i millennial e la generazione Z. Secondo recenti dati dell'Istituto di ricerca Capgemini<sup>76</sup>, esiste un forte legame tra la fedeltà dei clienti e la sostenibilità dei prodotti e servizi, che ormai influenza le scelte di acquisto della maggior parte della popolazione mondiale. I consumatori danno sempre più importanza alla sostenibilità del processo produttivo, dalla ricerca si evince che il 79% dei clienti sta modificando le proprie abitudini di acquisto con scelte più consapevoli nei confronti dell'ambiente e della società.

Dalla ricerca vengono fuori alcuni punti che potrebbero aiutare nella diffusione di comportamenti sempre più adeguati alla sostenibilità:

- Insegnare e educare la popolazione a pratiche sostenibili;
- Evolvere con la tecnologia mettendola al centro di ogni iniziativa sostenibile;
- Sviluppare singole governance con strategie di sostenibilità;

---

<sup>74</sup> <https://www.lifegate.it/cop-24-katowice-greta-thunberg-cambiamenti-climatici>

<sup>75</sup> *Fridays For Future*: "Venerdì per il futuro" è un'iniziativa portata avanti dalla giovanissima attivista Greta Thunberg, scioperando ogni venerdì per protestare contro il cambiamento climatico.

<sup>76</sup> <https://www.capgemini.com/it-it/news/report-how-sustainability-is-changing-consumer-preferences/>

- Instaurare rapporti collaborativi con l'esterno per raggiungere più risultati.

Oggi i movimenti sociali hanno un impatto enorme sul valore dell'azienda, che sta diventando sempre più dipendente dal grado di apprezzamento degli stakeholder, ovvero di tutti coloro che sono direttamente o indirettamente coinvolti nelle attività aziendali. Per questo motivo, le aziende e le organizzazioni si stanno impegnando per costruire relazioni significative con gli stakeholder interni ed esterni, piuttosto che concentrarsi solo sugli obiettivi e i desideri degli azionisti.

Le regolamentazioni diventano più numerose ed importanti, sovrastando gli argomenti di carattere politico.

Il peso dei criteri ESG, istituiti dagli accordi internazionali, sta aumentando sempre di più a livello legislativo (europeo), in aggiunta agli Accordi di Parigi e all'Agenda 2030 delle Nazioni Unite. Ormai tutti gli operatori del mercato dei capitali europeo sono interessati agli obblighi di informativa ESG dell'UE.

Ecco le più importanti regolamentazioni attualmente in vigore:

- *The European Green Deal* europeo;
- Il Regolamento sulla Tassonomia (*Eu Taxonomy*);
- La *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) che mira a aumentare la trasparenza sulla sostenibilità di determinati prodotti finanziari (ad esempio fondi di investimento);
- La *Non-financial Reporting Directive* (NFRD), rivista con l'obiettivo di facilitare le disclosures; ad aprile 2021 la Commissione ha presentato una proposta per una *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), mirata a rivedere e rafforzare le regole introdotte dalla NFRD. Le aziende dovranno riferire su come le questioni di sostenibilità influiscono sulla loro attività e sull'impatto delle loro attività sulle persone e sull'ambiente.<sup>77</sup>

Vale la pena di ricordare anche le disposizioni del PNRR (Piano Nazionale Ripresa e Resilienza<sup>78</sup>), che includono la transizione ecologica come uno degli asset strategici principali. Per rafforzare la capacità di resistere agli eventi avversi e alle loro ripercussioni, il Piano integra sistemi di monitoraggio e analisi moderni e integrati. Aumenta gli investimenti in infrastrutture essenziali, reti energetiche e altre infrastrutture vulnerabili alle minacce climatiche e idrogeologiche. Il Piano ha come obiettivo quello di rendere il sistema italiano più sostenibile nel lungo periodo, attraverso un processo di decarbonizzazione di tutti i settori. La *Next Generation EU* (in Italia "Fondo per la ripresa") include chiaramente tutti gli obiettivi di sostenibilità che devono essere attuati per migliorare

---

<sup>77</sup> Patti, normative e regolamentazioni spiegati nel capitolo precedente.

<sup>78</sup> Il PNRR (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza) è un piano italiano istituito nel 2021 in seguito alla pandemia del COVID-19 per cercare di risanare il paese e garantire uno sviluppo ecosostenibile e digitale.

la situazione post-pandemia. L'obiettivo del piano è quello di ricostruire l'Europa in maniera più ecologica e tecnologica.

### 3.1.1. LO STUDIO SWG PER GREEN&BLUE

Secondo un recentissimo studio svolto da SWG<sup>79</sup> per la rivista e contenitore multimediale Green&Blue, al giorno d'oggi non tutti percepiscono la gravità della situazione, ma sta aumentando sempre di più la consapevolezza della popolazione, arrivando a tre italiani su quattro che sono sempre più preoccupati per lo stato dell'ambiente in cui risiedono. Allo stesso tempo però, solo sei su dieci ritengono davvero così urgenti i provvedimenti da prendere.

Lo studio svolto da SWG per Green&Blue<sup>80</sup> ha fornito numerose informazioni interessanti, che hanno reso noto quanto la maggior parte della popolazione sia propensa a cambiare atteggiamento nei confronti dell'ambiente.

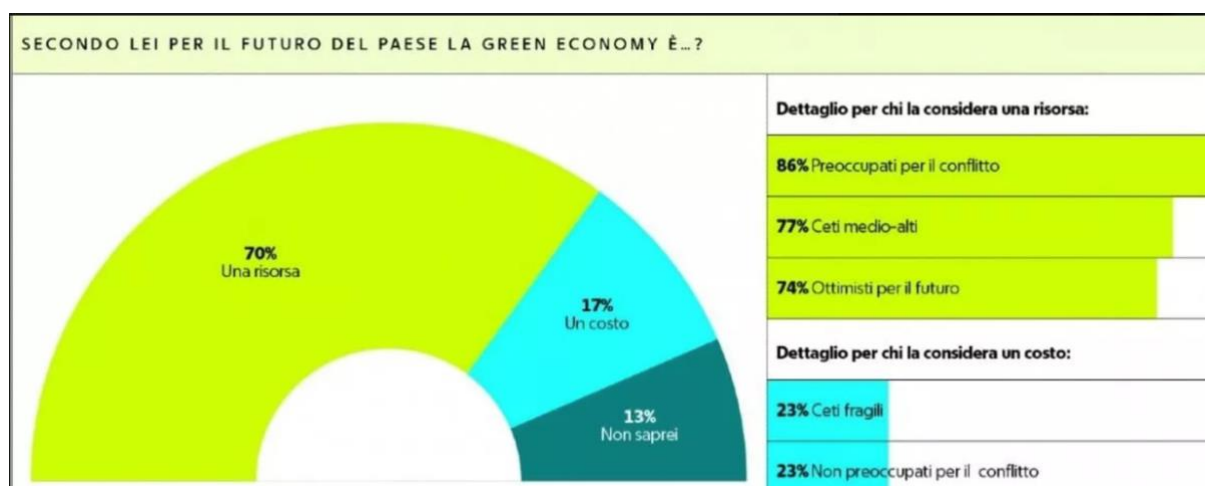


Figura 6: Domanda posta agli italiani per uno studio del SWG per Green&Blue (fonte: La Repubblica)

Da questo grafico si evince che la maggior parte degli italiani, ovvero il 70%, ritiene la Green Economy una grande risorsa ed è pronta a cambiare puntando sulle energie rinnovabili modificando le proprie abitudini per non sprecare risorse.

<sup>79</sup> SWG è una community fondata nel 1981 a Trieste, che si occupa di realizzare ricerche di mercato in diversi ambiti e analizzare i risultati trovati.

<sup>80</sup> [https://www.repubblica.it/green-and-blue/2022/05/03/news/italiani\\_ambiente\\_ricerca\\_swg-347957110/](https://www.repubblica.it/green-and-blue/2022/05/03/news/italiani_ambiente_ricerca_swg-347957110/)

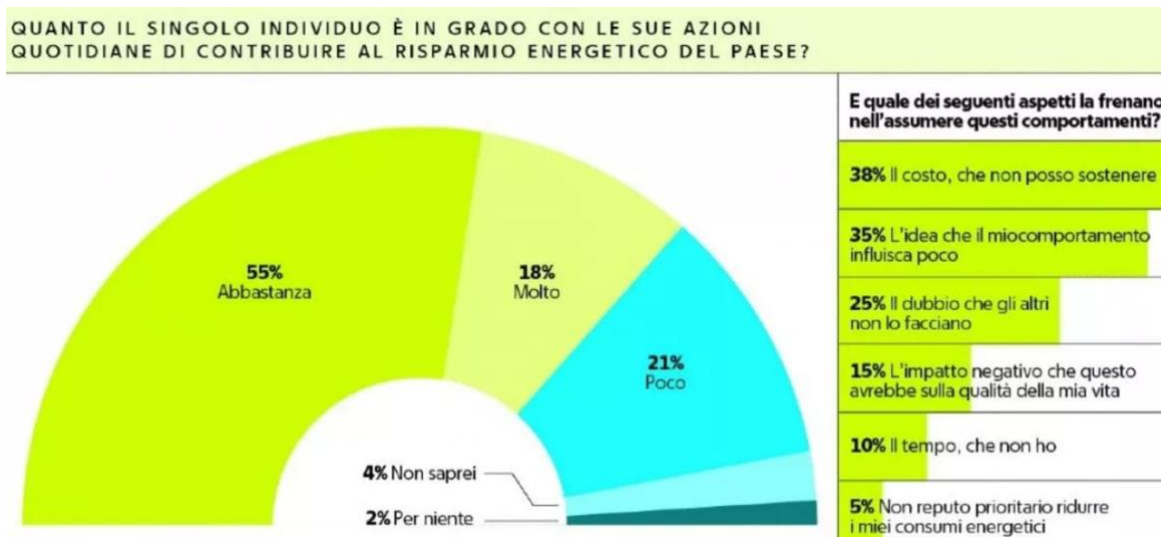


Figura 7: Domanda posta agli italiani per uno studio del SWG per Green&Blue (fonte: La Repubblica)

Anche qui, il 55% degli intervistati, ovvero più della metà, ritiene che le accortezze quotidiane di ciascun individuo per contribuire al risparmio energetico, possano fortemente aiutare lo sviluppo sociale del paese. Il 38% dei quali sostiene che le questioni frenanti siano i costi elevati che hanno questo tipo di attività.

Dalla ricerca emerge quali potrebbero essere le strategie funzionali per favorire la sostenibilità:

- Incentivare la popolazione ad attivare sistemi per l'energia rinnovabile;
- Abbattere i costi finanziando la ricerca delle energie rinnovabili;
- Rendere favorevole lo scambio di energie rinnovabili tra cittadini;
- Sponsorizzare e comunicare le attività sostenibili tra i cittadini, sensibilizzandoli già dalle scuole;

e tante altre idee.

### 3.1.2. IL CASO BLACKROCK, J.P. MORGAN E MORGAN STANLEY

Da alcuni punti di vista, le decisioni climatiche e i cambiamenti nella sfera ambientale rappresentano un'opportunità di investimento da non sottovalutare, come sostiene anche Larry Fink<sup>81</sup>, dai vertici di BlackRock, affermando che gli investimenti sostenibili sono duraturi nel tempo e quindi più sicuri e attraenti nel mercato attuale, garantendo sicuramente un ritorno migliore. Infatti, gli investimenti che hanno una prospettiva di lungo termine permettono di ridurre il rischio che si può incontrare lungo il periodo dell'attività.

<sup>81</sup> Larry Fink nasce nel 1952 ed è il CEO di BlackRock, multinazionale americana che si occupa di investimenti finanziari.



“Crediamo che la transizione climatica rappresenti un’opportunità di investimento storica”, parole di Larry Fink, tratte da una lettera rivolta ai clienti di BlackRock.

Il caso BlackRock<sup>82</sup> ha un impatto cruciale sulla modalità di fare impresa perché rappresenta un forte esempio per le maggiori attività imprenditoriali. Il loro obiettivo è infatti quello di sostenere i clienti nei loro investimenti finanziari, promuovendo attività sostenibili. Ritengono fondamentale la sintonia che si crea con i propri clienti, perché è proprio in questo modo che si riesce a comprendere meglio la situazione globale. Investire in maniera sostenibile implica l’utilizzo di strategie d’investimento combinate tra quelle tradizionali e quelle legate ai fattori ESG. Per questo motivo, BlackRock si impegna a fornire ai propri clienti le giuste informazioni per attivare un piano adeguato che possa far comprendere al pubblico come la pratica di investire in maniera sostenibile influenzi il rischio e il business a lungo termine.

Dal gennaio 2020, il fondo d’investimenti più grande al mondo (il quale gestisce un patrimonio di oltre 10.000 miliardi di dollari) ha integrato totalmente i criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) in tutte le attività di investimento, con il processo “integrazione ESG”.

J.P. Morgan<sup>83</sup> fa della gestione del rischio una priorità strategica, con il fine di capitalizzare le opportunità in rapida evoluzione. L’impresa sostiene che gli investimenti a carattere sostenibile, siano fondamentali in un mondo che si sta evolvendo rapidamente, e che i fattori ESG siano ormai alla base degli investimenti, rappresentando occasioni per gli investitori su un futuro sostenibile.

J.P. Morgan ha dichiarato che nel prossimo decennio intende prestare, investire e fornire servizi finanziari per un equivalente di 2,5 trilioni di dollari in attività bancarie a imprese e iniziative dedicate alla risoluzione dei cambiamenti climatici e delle disuguaglianze sociali. La dichiarazione di J.P. Morgan si inserisce in un contesto di impegni miliardari e trilionari da parte delle banche a favore di progetti ESG, a indicare che il settore finanziario si sta concentrando sul business come motore del cambiamento e punto di riferimento per le risposte ai cambiamenti climatici e alle disuguaglianze sociali.

Morgan Stanley<sup>84</sup> è una delle principali società di investimento a livello globale in oltre 41 paesi. Qualche anno fa ha annunciato il “Global Sustainable Finance Group”, con il fine di dedicare parte dell’attenzione alla sostenibilità e ai cambiamenti climatici. Con l’“Institute for Sustainable Investing”, la società si impegna a stimolare investimenti sostenibili e a collaborare con istituzioni

---

<sup>82</sup> <https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/approfondimenti/investimenti-sostenibili>

<sup>83</sup> J. P. Morgan è una delle banche americane “*Big Four*”, e ha raggiunto il primo posto tra le banche più grandi al mondo per capitalizzazione.

<sup>84</sup> Morgan Stanley è una società di investimenti che ha l’obiettivo di fornire soluzioni innovative alle aziende a livello globale.

che possano sensibilizzare ed istruire efficacemente sull'argomento. A ottobre 2020 Morgan Stanley ha dichiarato di voler raggiungere “*net-zero financed emissions*” entro il 2050.

### 3.1.3. I GREEN BOND

Per favorire la transizione ecologica, la finanza si deve focalizzare sugli investimenti sostenibili. I *green bond*<sup>85</sup>, per esempio, sono tipiche modalità di investimento ecosostenibile.

I green bond sono titoli a reddito fisso che finanziano investimenti con benefici ambientali o legati al clima. I green bond sono una componente integrante della "finanza verde" in generale, che mira a "internalizzare le esternalità ambientali e ad adeguare la percezione del rischio" al fine di incrementare gli investimenti ecosostenibili.

Il finanziamento degli investimenti attraverso i *green bond* è cresciuto rapidamente negli ultimi anni. Ma le definizioni di ciò che rende un'obbligazione "green" variano. Diversi meccanismi di certificazione si sono evoluti per consentire una maggiore comprensione ed accuratezza nella valutazione. Le obbligazioni verdi sono state quotate all'emissione con un premio medio inferiore rispetto alle obbligazioni convenzionali, ma la loro performance nel tempo sul mercato secondario è stata simile. Una quota relativamente elevata di *green bond* riguarda settori soggetti a rischi di credito legati all'ambiente. Standard di *green bond* più coerenti tra le varie giurisdizioni potrebbero contribuire a sviluppare ulteriormente il mercato.

Ad oggi, il panorama dei prodotti finanziari si sta muovendo, con una nuova enfasi su linee di credito a lungo termine che offrono vantaggi sui tassi d'interesse a chi le utilizza. Sono già molte le istituzioni finanziarie che le hanno in portafoglio.

---

<sup>85</sup> Ehlers, Torsten and Packer, Frank, Green Bond Finance and Certification (September 17, 2017).

### **3.2. CORPORATE SOCIAL RESPONSABILITY E CORPORATE SHARED VALUE**

Sono tanti gli effetti dei trend globali sulle aziende e gli istituti di credito, infatti, cresce l'adesione delle aziende ai fattori ESG.

L'87,5% delle aziende quotate nella Borsa Italiana (Ftse-Mib) ha un comitato interno dedicato alla sostenibilità, e il 62% di esse lega la remunerazione variabile agli aspetti ESG.

Le aziende sono sicuramente influenzate da fattori esterni ed interni, come i movimenti sociali, eventuali pandemie, e regolamentazioni che spingono a fare investimenti sostenibili.

La cultura della sostenibilità e la responsabilità sociale sono ormai asset imprescindibili delle aziende, di cui devono tenere conto per forza sia per desiderio personale che per obbligo di legge.

L'andamento del mercato, la lungimiranza e l'efficacia delle scelte, la capacità di analizzare e prevedere le tendenze del settore, sono tutte variabili che incidono sulla performance di un'azienda.

Un *Chief Financial Officer* (CFO) viene giudicato in base alla sua forza finanziaria. Un comunicatore, invece, deve contribuire alla crescita del capitale reputazionale dell'azienda, a partire dalla presentazione dei piani di sostenibilità e responsabilità sociale dell'azienda. Per questo è molto importante il ruolo di chi comunica, perché e da lui che dipende la reputazione aziendale.

Il mercato di oggi non riserva spazio per le imprese che non sono ben coordinate e non hanno un piano di business abbastanza solido. Al giorno d'oggi però, non c'è spazio nemmeno per le aziende che non hanno una cultura volta alla sostenibilità.

Questa visione di fare impresa prende il nome di *Corporate Social Responsibility* (CSR), riguarda progetti che sono ormai parte integrante sia dell'impresa italiana che dell'impresa internazionale. Questa visione viene utilizzata da gran parte dei paesi perché la legislazione e i regolamenti glielo impongono. La responsabilità sociale ha un forte impatto sull'andamento del business perché ne aumenta il valore e, di conseguenza, ne accresce anche la reputazione e la considerazione da parte degli stakeholder.

Le tematiche ambientali vengono prese in grande considerazione da parte di ogni protagonista del mercato, e come abbiamo visto in precedenza, anche i più importanti ormai investono su questo asset di sostenibilità.

C'è chi teme la distruzione dell'ambiente e della natura, e chi invece ha più paura delle conseguenze che può causare l'inquinamento. L'XI Rapporto dell'Osservatorio europeo sulla sicurezza rivela come le paure del popolo italiano siano proprio correlate ai grandi temi della sostenibilità e dell'Agenda 2030, ed è per questo che ogni processo decisionale adesso fa riferimento ai criteri ambientali. La responsabilità sociale è un indicatore di crescita e di coinvolgimento che fornisce risultati sicuri e duraturi nel tempo su cui le imprese puntano maggiormente.

“Il termine “responsabilità sociale” è brillante: significa qualcosa, ma non sempre la stessa cosa, per tutti. Per alcuni trasmette l'idea di responsabilità legale o di responsabilità; per altri, significa comportamento socialmente responsabile in senso etico; per altri ancora, il significato trasmesso è quello di "responsabile di", in modo causale; molti lo equiparano semplicemente a un contributo di beneficenza; molti lo considerano un sinonimo di "legittimità", nel contesto dell'"appartenenza" o dell'essere appropriato o valido; alcuni lo vedono come una sorta di dovere fiduciario che impone standard di comportamento più elevati agli uomini d'affari che ai cittadini in generale”<sup>86</sup>.

Secondo il *World Business Council for Sustainable Development*<sup>87</sup> la definizione di "Responsabilità sociale d'impresa" (CSR) non è universale e assume connotazioni diverse nel tempo e diverse secondo le varie imprese.



**Figura 8:** i capi saldi della Corporate Social Responsibility (CSR)

La figura 8 rappresenta le principali responsabilità della CSR:

- Responsabilità economica

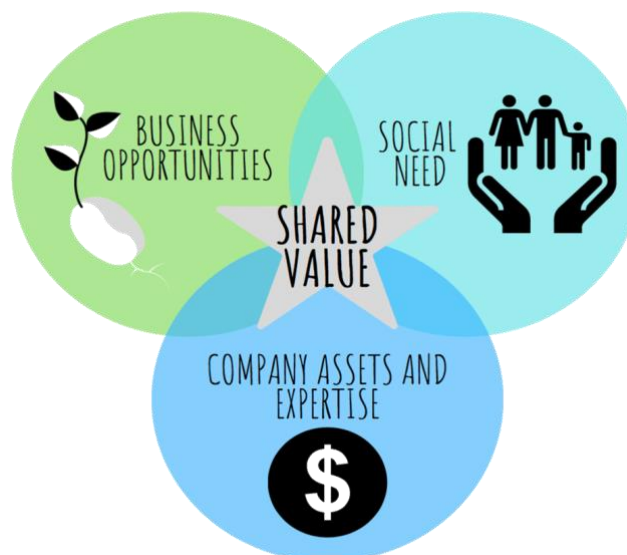
<sup>86</sup> Dow Votaw, “Genius becomes rare: A comment on the doctrine of social responsibility”

<sup>87</sup> Il Consiglio Mondiale delle Imprese per lo Sviluppo Sostenibile (WBCSD) è un'organizzazione che unisce CEO di circa 200 aziende a livello globale con il fine di arrivare a zero emissioni e garantire un impatto positivo sulla natura.

- Responsabilità nel luogo di lavoro
- Responsabilità ambientale
- Responsabilità sociale.

La CSR è fortemente influenzata da tante variabili e condizioni (storiche, economiche, culturali e sociali) che hanno dato forma al senso di responsabilità sociale di un Paese e al ruolo che hanno i protagonisti del settore. Tuttavia, anche all'interno degli stessi confini politici ed economici, i gradi e le modalità di utilizzo di questa tecnica possono variare drasticamente da un'organizzazione all'altra. La visione della responsabilità sociale dell'impresa è strettamente legata ai ruoli attribuiti ai diversi attori sociali: ad esempio, nei Paesi in cui lo Stato ha storicamente svolto un ruolo centrale nella fornitura di beni e servizi, è meno probabile che si affidi alle iniziative delle imprese, mentre nei Paesi in cui lo Stato ha svolto un ruolo sociale e assistenziale minore, è più probabile che il settore privato si assuma responsabilità sociali.

Nel XXI secolo cambia la prospettiva della CRS, andando incontro all'importanza della creazione del valore condiviso (*shared value*), ovvero alla CSV (*Corporate Shared Value*). Questo perché qualsiasi attività è legata ad altri servizi ed infrastrutture e inevitabilmente si è influenzati nel modo di agire. Lo *shared value* ricrea l'idea di valore condiviso, fornendo le giuste informazioni per la creazione di un ambiente saldo e cooperativo. Alla base del valore condiviso ci sono le opportunità d'impresa, i bisogni sociali, il patrimonio e le competenze aziendali.



**Figura 9:** le variabili del valore condiviso

Un esempio è quello di Coca-Cola<sup>88</sup>, che nel 2016, ha annunciato di aver raggiunto l'obiettivo di restituire alle comunità e alla natura la quantità equivalente di acqua utilizzata nel suo volume di vendita e produzione globale. Coca-Cola è la prima azienda nella lista Fortune 500 a raggiungere un risultato di questo tipo. Secondo una valutazione globale dell'uso dell'acqua convalidata da LimnoTech e Deloitte, e condotta in collaborazione con il *Nature Conservancy*, nel 2015 il sistema Coca-Cola ha restituito alla natura e alle comunità una quantità d'acqua stimata in 191,9 miliardi di litri. Ciò equivale al 115% dell'acqua utilizzata nelle bevande finite di Coca-Cola lo scorso anno.

Le imprese hanno adesso l'obiettivo di portare la popolazione in un clima di benessere condiviso e aumentare la ricchezza sociale. Il modo per farlo è quello di affrontare tematiche prima trascurate, cercando di vedere in primis le condizioni sociali dei cittadini e capire le loro esigenze. In questo modo le aziende riescono a raggiungere l'obiettivo di includere un maggior numero di consumatori andando dritti alle loro necessità. Questa strategia permette di inserire le grandi imprese e le multinazionali nei grandi mercati e di migliorare lo status generale delle comunità.

I pilastri che sorreggono le imprese sono adesso legati a tre direttrici fondamentali:

- Economica e finanziaria
- Sociale
- Ambientale.

### 3.2.1. I BILANCI E IL CODICE ETICO

I risultati finanziari devono essere necessariamente redatti in un bilancio sociale che rappresenta il vero e proprio strumento attraverso il quale fornire informazioni agli stakeholder per valutare i risultati socio-ambientali dell'azienda. Il compito del bilancio sociale è quello di garantire la trasparenza e fornire risultati sulle attività svolte e i risultati conseguiti, fornisce il profilo etico e i valori che guidano l'operato, aspetti fondamentali per gli stakeholder e gli azionisti. La condivisione di elementi come la mission e la vision aziendale è ormai un punto chiave per rafforzare la propria reputazione aziendale, ottenere il consenso da parte della clientela e migliorare l'opinione pubblica. Il bilancio sociale è uno strumento recente, che ha iniziato il suo corso nelle attività imprenditoriali negli anni '70 in Europa (Regno Unito, Francia e Germania), dove la considerazione sociale e la responsabilità delle aziende è diventata a mano a mano sempre più importante.

- In Francia, dal 1977, il bilancio sociale è divenuto obbligatorio per le imprese con più di 300 dipendenti;

---

<sup>88</sup> <https://www.wired.it/economia/business/2016/08/30/coca-cola-acqua/>

- In Germania, invece, solo alcune delle maggiori aziende hanno iniziato a creare modelli imprenditoriali con scopi sociali;
- In Italia, il bilancio sostenibile non costituisce un obbligo d'impresa, ma è su base volontaria per le aziende e le imprese a scopo di lucro.

In effetti, la prima società ad aver redatto una sorta di bilancio sociale è stata la tedesca AEG (*Allgemeine Elektrizitäts Gesellschaft*), nel lontano 1938, realizzando un prospetto non solo di carattere economico finanziario, ma anche sociale.

Il Codice Etico<sup>89</sup> rappresenta la declinazione dei valori sociali d'impresa per quel che riguarda i comportamenti individuali. È un documento, chiamato anche codice di condotta, redatto dall'azienda stessa, che costituisce i capisaldi a livello etico-sociale al quale tutti i membri della società devono attenersi. Si riferisce agli obblighi e ai doveri, sia interni che esterni all'azienda, a cui l'impresa deve attenersi e ai valori che abbraccia. È di carattere volontario e non fa riferimento ad alcun tipo di normativa, con il fine di prevenire eventuali comportamenti irresponsabili o illeciti da parte di chi opera in nome o per conto dell'azienda.

Il contenuto si divide in tre sezioni:

1. Regolamentazione nazionale che fa riferimento al settore in questione (Codice civile, statuto dei lavoratori, ecc.);
2. Le proprie regole etiche e sociali, i comportamenti a cui attenersi, le implicazioni in caso di inadempienza, la vigilanza e coordinamento dell'azienda;
3. Le attività di promozione dei principi presenti nel documento.

Viene redatto a seguito di un'attenta analisi della struttura aziendale e rappresenta uno strumento di competitività e qualità aziendale fornito dall'area management dell'organizzazione.

In Italia non è molto diffuso, a differenza degli Stati Uniti d'America, dove rappresenta un elemento chiave nella gestione aziendale (*Federal Sentencing Commission Guidelines for Organizations*<sup>90</sup>).

Nel 2016, con la Riforma del Terzo Settore<sup>91</sup> (non ancora completa), sono state riconosciute in Italia la "*Benefit Corporation*<sup>92</sup>", con la quale è divenuto obbligatorio pubblicare un bilancio di sostenibilità, redatto annualmente, per le imprese sociali e le aziende di pubblico interesse (con un totale di più di 500 dipendenti). Con questo complesso di norme è stata fornita la base di una nuova

---

<sup>89</sup> <https://www.randstad.it/knowledge360/employer-branding/ecco-cose-il-codice-etico-aziendale/>

<sup>90</sup> Sono norme che stabiliscono una politica di condanna uniforme per le persone e le organizzazioni condannate per crimini e reati gravi nel sistema dei tribunali federali degli Stati Uniti. Il capitolo 8 delle linee guida spiega come le organizzazioni possano ridurre il loro grado di colpevolezza e ridurre di conseguenza le ammende.

<sup>91</sup> <https://www.camera.it/temiap/documentazione/temi/pdf/1105128.pdf>

<sup>92</sup> È una certificazione che viene rilasciata in seguito alla misurazione di alcune performance aziendali.

disciplina per le aziende no profit e le imprese sociali, ancora da completare. La legge 6 giugno 2016, n. 106 per la riforma del Terzo Settore, definisce come tale “il complesso degli enti privati costituiti con finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale che, senza scopo di lucro, promuovono e realizzano attività d'interesse generale, mediante forme di azione volontaria e gratuita o di mutualità o di produzione e scambio di beni e servizi, in coerenza con le finalità stabilite nei rispettivi statuti o atti costitutivi”<sup>93</sup>.

La sostenibilità d'impresa assume una valenza fondamentale in termini di governance, di rispetto dei parametri ambientali e del valore sociale.

Con la digitalizzazione e l'avvento delle nuove tecnologie, il concetto di *Corporate Social Responsibility* si tramuta in *Corporate Social Impact*, ovvero l'impatto sociale (*outcome*) dell'impresa sui consumatori, le comunità e il settore, basandosi su dati quantitativi rappresentati dal “bilancio di impatto”<sup>94</sup> riguardo contesti socio-economici nel quale l'impresa opera, con lo scopo di mostrare agli stakeholder non solo il valore economico aziendale, ma anche gli impatti di natura sociale, culturale e ambientale.

---

<sup>93</sup> <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/06/18/16G00118/sg>

<sup>94</sup> <https://italiacamp.com/it/news/bilancio-d-impatto/>



### 3.3. ESG

L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), nel 2021, ha proposto la seguente ampia definizione:

*"Per rating ESG si intende un parere relativo all'impatto o all'esposizione di un'entità, di un emittente o di un titolo di debito ai fattori ESG, all'allineamento con gli accordi climatici internazionali o alle caratteristiche di sostenibilità, emesso utilizzando un sistema di classificazione definito di categorie di rating."*<sup>95</sup>

In fin dei conti, è interesse dell'impresa aderire ai principi ESG non solo per scopi di sostenibilità, ma anche per rafforzare la propria reputazione e il perseguimento dei propri obiettivi economici: far aumentare il credito e i finanziamenti.

Le conseguenze dell'attuazione ai fattori ESG sono numerose e oscillano tra azioni da implementare e azioni da evitare.

Al fine di aderire ai principi ESG, è necessario comprendere che non basta allinearsi con la legge, avere certificazioni e standard etici, ma bisogna andare oltre gli obblighi legislativi ed elevare gli standard e gli obiettivi aziendali. Inoltre, rappresentando un processo di miglioramento, deve essere continuo e su base volontaria. Questo modo di operare presuppone scelte imprenditoriali sociali e ambientali nel processo decisionale, rimanendo comunque coerenti con la propria strategia e finalità di business.

In questo contesto, la trasparenza e la coerenza sono due pilastri a cui le imprese devono fare necessariamente riferimento quando perseguono obiettivi di sostenibilità:

- Comunicare le informazioni sulla sostenibilità in maniera chiara e trasparente;
- Essere coerenti con ciò che si fa e ciò che si comunica;
- Identificare degli obiettivi misurabili.

Questi principi sono importanti per ridurre al minimo i rischi reputazionali in cui può incorrere l'azienda. Per garantire ciò, le aziende si affidano anche a figure professionali che hanno determinate competenze in questo ambito, e che quindi sono in grado di garantire dei risultati alle imprese.

---

<sup>95</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. "ESMA LETTER TO EC ON ESG RATINGS". Jan 28, 2021. Accessed May, 2021. P.3 [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423\\_esma\\_letter\\_to\\_ec\\_on\\_esg\\_ratings.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423_esma_letter_to_ec_on_esg_ratings.pdf).

### 3.3.1. GLI INDICATORI ESG

Per la valutazione globale delle imprese, i fattori ambientali, sociali e di governance assumono sempre di più un ruolo cruciale e importante. Essendo degli indicatori di natura qualitativa, la loro rappresentazione numerica è alquanto difficile da individuare. Di conseguenza, è difficile condividere con gli stakeholder le caratteristiche effettive delle aziende in ambito di fattori ESG.

La performance aziendale, al giorno d'oggi, va ben oltre la tradizionale rendicontazione finanziaria, le informazioni utili, infatti, non sono più solo i dati contabili, ma anche valori intangibili ed extra-finanziari. I beni materiali delle aziende non sono sufficienti per definire un'impresa, soprattutto nei paesi occidentali, dove l'intangibile rappresenta sempre di più una parte significativa dell'azienda.

Il fattore particolare che rende maggiormente appetibili gli investimenti di questo tipo sono le prospettive di lungo termine che assicurano all'investitore. È ormai consueto, per l'investitore, verificare se un'attività è sostenibile e duratura nel tempo.<sup>96</sup>

Ad oggi, a seguito di una recente indagine di mercato delle società quotate in borsa, è venuta alla luce che il 66% dei beni aziendali sono intangibili. Il problema dei beni immateriali è che i metodi contabili tradizionali non sono in grado di cogliere il loro valore esatto, questo perché i bilanci aziendali non possono informare il management e gli investitori sul valore della reputazione, della qualità, della brand equity, della sicurezza, della cultura del posto di lavoro, delle strategie, del know-how e di una serie di altri asset che sono più significativi che mai in un'economia globale basata fortemente sulla conoscenza.

Inoltre, i beni intangibili non sono sempre attività; se mal gestiti, possono diventare una passività per un'azienda. Le variabili extra-finanziarie, invece, non sono esplicitamente di natura finanziaria, ma hanno effetti finanziari diretti e indiretti per un'azienda e per i suoi investitori. Non sono sempre una fonte diretta di ricompense future, come invece lo sono i beni intangibili, ma forniscono le basi per la sostenibilità aziendale attuale e futura e influenzano la performance organizzativa a lungo termine. Secondo la teoria dell'efficienza del mercato, i prezzi delle azioni rappresentano tutte le informazioni che sono disponibili su un titolo. Ogni nuova informazione è in grado di modificare il valore fondamentale di un titolo. Quanto più precisa è la valutazione della performance futura di uno specifico titolo, tanto più ampie e affidabili sono le informazioni accessibili. Anche se le informazioni non finanziarie non hanno sempre un impatto sul prezzo delle azioni di una società durante le normali operazioni, gli esperti di investimenti vi prestano molta attenzione quando c'è la possibilità di un impatto reputazionale o monetariamente misurabile.

---

<sup>96</sup> Bassen, Alexander and Kovacs, Ana Maria Masha, Environmental, Social and Governance Key Performance Indicators from a Capital Market Perspective (September 11, 2008).

Di conseguenza, le aziende cercano sempre più di fornire agli investitori informazioni extra-finanziarie, che riflettano altre dimensioni della performance aziendale non catturate dalle statistiche finanziarie. Le informazioni su questa tipologia di variabili si trovano in una moltitudine di rapporti sulla responsabilità sociale d'impresa (CSR), sull'ambiente, sulla sostenibilità e sulla corporate governance che vengono pubblicati dalle società quotate in borsa.

Nonostante l'effettiva sovrabbondanza di informazioni, queste non sono organizzate in modo tale da essere preziose per gli esperti di investimenti. Anche per gli utenti istruiti, le informazioni sono complicate e a volte difficili da comprendere e applicare. I fattori extra-finanziari sono generalmente unici per le attività di ciascuna società, e questa è una delle loro caratteristiche più importanti. Di conseguenza, l'informativa varia da un'impresa all'altra, con il risultato di una rappresentazione disomogenea.

Inoltre, le imprese utilizzano nomi e definizioni differenti quando divulgano informazioni non finanziarie, rendendo difficile il confronto. In aggiunta, poiché spesso non sono misurate e soprattutto non sono monetizzate, è difficile trasformare le loro performance in un effetto appropriato in termini finanziari, cioè in giudizi sulla performance finanziarie future.

I fattori extra-finanziari, in particolare quelli relativi alle problematiche ambientali, sociali e di governance (ESG), sono stati oggetto di crescente attenzione negli ultimi anni. Nonostante il linguaggio sia utilizzato in diverse situazioni - valutazione del rischio, investimenti socialmente responsabili, responsabilità aziendale e così via - al momento non esiste una chiara comprensione di questa nozione. Il termine è utilizzato da importanti società di consulenza aziendale e compare nei Principi di investimento responsabile delle Nazioni Unite. Tuttavia, un tentativo di definizione nella letteratura commerciale e accademica è in ritardo.

Il concetto di "problemi ESG" si riferisce a informazioni significative non finanziarie riguardanti le sfide e le prestazioni di un'azienda in vari settori. Di conseguenza, fornisce dati più rilevanti, aiutando gli investitori a prendere decisioni di investimento più chiare, consentendo loro di analizzare meglio i rischi e le possibilità.

Se restringiamo il discorso extra-finanziario alle questioni ESG, si notano progressi sorprendenti, con diversi schemi già entrati in vigore.

Ad esempio, la direttiva UE sulla modernizzazione dei conti, entrata in vigore il 1° gennaio 2005, ha introdotto l'obbligo per le aziende dell'UE di includere nella relazione degli amministratori "indicatori chiave di prestazione sia finanziari che, se del caso, non finanziari, pertinenti alla specifica attività, comprese le informazioni relative alle questioni ambientali e ai dipendenti" per consentire un'analisi equilibrata e completa dello sviluppo e delle prestazioni dell'attività (direttiva 2003/51/CE).

L'obiettivo di questi nuovi standard è quello di fornire un quadro coerente e completo per la rendicontazione ESG nell'ambito dell'analisi finanziaria della performance aziendale.

Proprio per questo, la EFFAS (*European Federation of Financial Analysts Societies*), tramite la sua affiliata DVFA (*Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management*)<sup>97</sup> ha proposto delle linee guida per l'integrazione degli indicatori ESG nell'analisi finanziaria e nella valutazione aziendale. In tale ambito sono stati definiti diversi KPI (*Key Performance Indicator for Environmental, Social & Governance Issues*):

- 12 KPI generali (applicabili a tutti i settori e industrie)
- 18 KPI preliminari specifici per il settore.

Ulteriormente ai tradizionali indicatori ambientali, sociali e di governance, sono stati sviluppati KPI che rappresentano il concetto di redditività a lungo termine, per rappresentare la capacità di un'azienda di produrre profitti a lungo termine senza sacrificare beni, competenze o risorse attraverso lo sfruttamento a breve termine. Insieme a questi KPI, il DVFA ha definito i principi di base per la rendicontazione extra-finanziaria.

	E	S	G	V
	Environmental	Social	Governance	Long-term Viability
<b>General KPIs</b> which apply to all industry groups	E1 Energy Efficiency E2 Deployment of Renewable Energy Sources	S1 Staff Turnover S2 Training & Qualification S3 Maturity of Workforce S4 Absenteeism S5 Restructuring-related Relocation of Jobs	G1 Contributions to Political Parties G2 Anti-competitive Behaviour, Monopoly G3 Corruption	V1 Customer Satisfaction Revenues from New Products V2 Products
<b>Sector-specific KPIs</b> which apply to certain sectors	E3 CO <sub>2</sub> Emissions E4 NO, SO Emissions E5 Waste E6 Environmental Compatibility E7 End-of-Lifecycle Impact	S6 Diversity S7 % of Credit Loans, Undergone ESG Screening S8 % of Funds Managed in Accordance to ESG Criteria S9 Financial Instruments held in Accordance to ESG Criteria S10 Investments in Accordance with ESG S11 Supplier Agreements in Accordance with ESG S12 Health & Safety of Products	G4 Litigation Payments G5 Dimension of Pending Legal Proceedings	V3 R&D Expenses V4 Number of Patents V5 Investments in Research on New Risk V6 Customer Retention

**Figura 10:** Gli indicatori di performance aziendale definiti dal DVFA

<sup>97</sup> Il DVFA Committee on Extra-Financials è un organismo professionale tedesco che comprende professionisti degli investimenti, analisti finanziari, aziende, professionisti della revisione contabile ed esperti nel campo delle tematiche ESG.

### 3.3.2. IL VALORE A LUNGO TERMINE

È ormai chiaro che gli investimenti sostenibili sono un chiaro vantaggio per le aziende e gli investitori. I governi, le istituzioni e la popolazione stanno acquisendo sempre di più la consapevolezza della gravità della situazione climatica e dei cambiamenti ad esso correlati. La creazione di norme ad hoc ha l'obiettivo di migliorare la condizione ambientale, e per questo motivo, ci si focalizza con insistenza sugli investimenti sostenibili, poiché essi svolgono un ruolo cruciale. Questo tipo di attività economiche permette di evitare rischi nel lungo termine, infatti, tali investimenti garantiscono una durata maggiore e forniscono all'azienda la possibilità di creare valore. Come abbiamo già puntualizzato in precedenza, le attività economiche sostenibili hanno una forte rilevanza per le imprese, sia per ragioni etico-morali che per motivazioni economico-finanziarie. Questi permettono di avere una prospettiva di medio-lungo termine, utilizzando strategie durature nel tempo. Un tempo la sostenibilità veniva vista come un ostacolo per l'imprenditore, oggi invece, contrariamente al passato, gli investimenti che riguardano la salvaguardia dell'ambiente costituiscono uno dei più ambiti modi di fare business. Ad oggi, è anche possibile investire in sostenibilità contenendo le spese, anche per la possibilità di raggiungere una vasta catena del valore. Le partnership e le collaborazioni sono molto diffuse, in Italia, ad esempio, il tasso di investitori del settore è molto alto e la rende uno dei paesi con maggiori investimenti sostenibili al mondo, grazie agli incentivi e alle normative correlate a questo argomento. Grazie all'introduzione dei fattori ESG negli investimenti, gli stakeholder possono individuare i rischi e le opportunità di rendimento nel futuro di quel business<sup>98</sup>.

---

<sup>98</sup> <https://sustainabilityaward.it/le-caratteristiche-di-un-investimento-sostenibile/>

## **CONCLUSIONI**

Con questo paragrafo conclusivo viene spiegato l'intento dello studio condotto. Come si è detto nel primo capitolo, l'Europa si sta muovendo in diversi fronti per raggiungere degli obiettivi comuni a diversi paesi, perseguendo strategie finanziarie nei mercati dove la sostenibilità svolge un ruolo cruciale.

Attraverso l'introduzione del Regolamento SFDR e di altre normative europee proposte dalla Commissione Europea, l'Europa intende affrontare le principali tensioni sui mercati legate alle incomprensioni tra aziende e investitori, permettendo alla finanza sostenibile di crescere in importanza e volume e distinguendo ciò che è veramente sostenibile da ciò che è meramente speculativo. Grazie all'introduzione della nuova normativa e alle definizioni formali dei prodotti finanziari di cui agli articoli 6, 8 e 9, è stato possibile classificare la sostenibilità e distinguere il modo in cui vengono fornite le informazioni agli investitori.

Si è anche osservato che la sostenibilità non è un costo aggiuntivo, ma rappresenta un'opportunità potenziale che porta profitti e valore economico agli operatori finanziari. Al giorno d'oggi, infatti, gli investitori e i diversi stakeholder non utilizzano solo informazioni di tipo economico finanziario, ma, per valutare l'andamento di un'attività, vengono guardati anche i criteri di sostenibilità legati ai fattori ESG.

Come si evince dallo studio, il grado di sostenibilità di un'azienda influisce notevolmente sul suo risultato finanziario.

Il passo successivo è stato quello di verificare se esiste una differenza, in termini di performance finanziaria, tra i fondi classificati rispettivamente come articolo 8 e 9, dal momento che i primi adottano strategie ESG basate sulla minimizzazione del rischio, con l'obiettivo di ottenere i massimi rendimenti economici possibili, mentre i secondi si basano sul perseguimento di un impatto sulla società, che costituisce un rischio aggiuntivo all'interno del processo di investimento, oltre a un fattore puramente economico.

Alla base dello studio, vi è l'intento di dimostrare come gli investimenti sostenibili abbiano una visione più a lungo termine rispetto al resto a quelli tradizionali. Attualmente, determinate attività economiche non sono più ammesse, la necessità di porre le dinamiche ambientali al primo posto è ormai alla base di quasi tutte le imprese finanziarie, comprese le più grandi al mondo come BlackRock, società di investimenti che punta sulla consapevolezza dei propri stakeholder e sul far prendere ai propri clienti decisioni adeguate nel rispetto dell'ambiente.

Le attività finanziarie, su base volontaria, decidono di tener conto dei fattori ESG. È proprio attraverso questi elementi che le imprese si allineano agli accordi climatici e si orientano verso investimenti sostenibili.

*This page is left intentionally blank*



## **BIBLIOGRAFIA**

Siciliano, Giovanni. "La regolamentazione delle Borse valori in Europa e negli USA agli inizi del Novecento." *Rivista di storia economica* 18.2 (2002): 131-151.

Cavazzuti, Filippo. "Bricolage nei quarant'anni della Consob e dintorni (DIY in the Forty Years of Consob and Surroundings)." *Moneta e Credito* 68.272 (2015): 419-458.

Godano, Giuseppe. "La vigilanza bancaria europea: problemi e prospettive." *La vigilanza bancaria europea* (2009): 1000-1017.

Vuorenmaa, Tommi A. "The Good, the Bad, and the Ugly of Automated High-Frequency Trading." *The Journal of Trading* 8.1 (2012): 58-74.

Ersan, Oguz, and Cumhur Ekinci. "Algorithmic and high-frequency trading in Borsa Istanbul." *Borsa Istanbul Review* 16.4 (2016): 233-248.

Hendershott, Terrence, and Ryan Riordan. "Algorithmic trading and the market for liquidity." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48.4 (2013): 1001-1024.

Saltapidas, Christos, and Ramin Maghsood. "Financial Risk The fall of Knight Capital Group." (2018).

Teaching Notes Financial System and Institutions – Mikel Tapia

Istituzioni e mercati finanziari – Fredric S. Mishkin

Manuale di diritto bancario e finanziario – a cura di Francesco Capriglione

Sabato, Sebastiano and Fronteddu, Boris, A socially just transition through the European Green Deal? (September 17, 2020).

Möslein, Florian and Möslein, Florian and Sørensen, Karsten Engsig, The Commission's Action Plan for Financing Sustainable Growth and its Corporate Governance Implications (September 19, 2018).

Schuetze, Franziska and Stede, Jan, EU Sustainable Finance Taxonomy – What Is Its Role on the Road towards Climate Neutrality? (December 2020).

Jeffwitz, Claire and Gregor, Filip, Comparing the Implementation of the EU Non-Financial Reporting Directive (November 28, 2017).

Doelle, Meinhard, The Paris Climate Agreement – Assessment of Strengths and Weaknesses (October 12, 2016). Book Chapter in Klein et al, The Paris Agreement on Climate Change: Analysis and Commentary (Oxford University Press, 2017)

Boffo, R., and R. Patalano (2020), “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges”, OECD Paris

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. "ESMA LETTER TO EC ON ESG RATINGS". Jan 28, 2021. Accessed May, 2021. P.3

Bowen, H.R., Johnson, F.E., Social responsibility of the businessman, 1953.

Harper Carroll A.B., “A tree-dimensional model of corporate social performance”, in Academy of Management Review, n. 4, 1979

Cochran, P.L., Wood, R.A., Corporate social responsibility and financial performance, Academy of management Journal, 27(1)

Commissione delle Comunità europee, Libro verde – Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese, Bruxelles, 18 luglio 2001

Davis, K., (1967) Understanding the social responsibility puzzle: What does the businessman owe to society?, Business Horizons, 10

Frederick, W. C., Commentary: corporate social responsibility: deep roots, flourishing growth, promising future. Frontiers in psychology, 7, 129

Hay, R. e Gray, E., Social responsibilities of business managers, *Academy of Management Journal*, 17(1)

Porter M.E., Kramer M.R., *Strategy & Society. The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*, *Harvard Business Review*, 84

Porter M.E., Kramer M.R., *Creating Shared Value. How to reinvent capitalism and unleash a wave of innovation and growth*, *Harvard Business Review*, Jan-Feb

Votaw, D., (1972), *Genius becomes rare: A comment on the doctrine of social responsibility Pt. I.*, *California management review* 15, no. 2

Bassen, Alexander and Kovacs, Ana Maria Masha, *Environmental, Social and Governance Key Performance Indicators from a Capital Market Perspective* (September 11, 2008).

Ehlers, Torsten and Packer, Frank, *Green Bond Finance and Certification* (September 17, 2017).

## **SITOGRAFIA**

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/market-maker.html>

<https://www.giurisprudenzapenale.com/wp-content/uploads/2017/10/Market-Abuse-e-Trading-ad-alta-frequenza.pdf>

<https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/investment-themes/sustainable-investing/understanding-SFDR/>

<https://www.reteclima.it/il-regolamento-sfdr-e-la-trasparenza-dei-fondi-esg/#:~:text=articolo%206%3A%20prodotti%20non%20focalizzati,caratteristiche%20sociali%20e%20Fo%20ambientali.>

<https://epi.yale.edu/>

<https://epi.yale.edu/downloads/epi2020report20210112.pdf>

<https://www.isprambiente.gov.it/it/attivita/certificazioni/emas>

<https://www.isprambiente.gov.it/it/attivita/certificazioni/verificatori/normazione-tecnica/iso-14001>

<https://www.isprambiente.gov.it/it/attivita/certificazioni/verificatori/normazione-tecnica/iso-14001>

<https://icea.bio/certificazioni/non-food/prodotti-tessili-biologici-e-sostenibili/global-recycle-standard/>

[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en)

[https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en)

<https://unric.org/it/agenda-2030/>

<https://www.osce.org/it>

[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en)

<https://www.esg360.it/environmental/carbon-footprint-cose-come-si-misura-perche-e-importante-conoscerla/>

[https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962778/JC%202021%2003%20-](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962778/JC%202021%2003%20-)

[%20Joint%20ESAs%20Final%20Report%20on%20RTS%20under%20SFDR.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962778/JC%202021%2003%20-%20Joint%20ESAs%20Final%20Report%20on%20RTS%20under%20SFDR.pdf)

<https://unfccc.int/topics/global-stocktake/global-stocktake>

<https://www.greenclimate.fund>

[https://www.ansa.it/europa/notizie/qui\\_europa/2021/11/18/cop26-che-cosa-e-stato-deciso-a-glasgow-tra-progressi-e-fallimenti\\_cf008fae-424a-4a04-9265-7bd9c43aa8bf.html](https://www.ansa.it/europa/notizie/qui_europa/2021/11/18/cop26-che-cosa-e-stato-deciso-a-glasgow-tra-progressi-e-fallimenti_cf008fae-424a-4a04-9265-7bd9c43aa8bf.html)

<https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/notizie-dai-partner/corporate-sustainability-reporting-directive.htm>

<https://www.camera.it/temiap/documentazione/temi/pdf/1105128.pdf>  
[https://www.repubblica.it/green-and-blue/2022/05/03/news/italiani\\_ambiente\\_ricerca\\_swg-347957110/](https://www.repubblica.it/green-and-blue/2022/05/03/news/italiani_ambiente_ricerca_swg-347957110/)  
<https://www.randstad.it/knowledge360/employer-branding/ecco-cose-il-codice-etico-aziendale/>  
<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/06/18/16G00118/sg>  
<https://italiacamp.com/it/news/bilancio-d-impatto/>  
<https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/approfondimenti/investimenti-sostenibili>  
<https://sustainabilityaward.it/le-caratteristiche-di-un-investimento-sostenibile/>  
<https://www.lifegate.it/cop-24-katowice-greta-thunberg-cambiamenti-climatici>  
<https://www.capgemini.com/it-it/news/report-how-sustainability-is-changing-consumer-preferences/>  
<https://www.wired.it/economia/business/2016/08/30/coca-cola-acqua/>