

LUISS



Dipartimento di
Impresa e Management

Cattedra di
Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

ESG – Finanza e investimenti sostenibili

Prof. Mario Comana
RELATORE

Matr. 242631
Giacomo Marinelli
CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1 – ESG UN NUOVO APPROCCIO ALLO SVILUPPO	6
1.1 Sostenibilità - Radici storiche e sua evoluzione.....	6
1.2 Il nuovo paradigma della Sostenibilità	14
1.3 Evoluzione della Corporate Social Responsibility (CSR)	16
1.4 Le 7 rivoluzioni della sostenibilità	19
1.5 Dal 1960 a oggi – I cambiamenti verso la sostenibilità.....	23
CAPITOLO 2 – INVESTIMENTI RESPONSABILI	27
2.1 Fattori ESG e Investimenti Socialmente Responsabili.....	27
2.2 Come rendicontare la performance sostenibile	28
2.3 La centralità del Board nel Codice di Corporate Governance	37
2.4 La situazione attuale	39
CAPITOLO 3 – LA FINANZA SOSTENIBILE: INIZIO DI UN PERCORSO	44
3.1 La finanza sostenibile	44
3.2 Inquadramento normativo.....	45
3.3 Normativa bancaria e fattori ESG	64
3.4 Valutazione dei rischi ESG da parte degli intermediari finanziari.....	74
3.5 Il controllo della finanza sostenibile.....	76
3.6 Opportunità e rischi per il sistema finanziario	79
CONCLUSIONI	81
BIBLIOGRAFIA	84
ALLEGATI	89
Allegato 1: Tabella di riepilogo tempi di entrata in vigore della Direttiva CSRD	90
Allegato 2: Cronologia dei principali eventi normativi sulla sostenibilità.....	91

INTRODUZIONE

Nel corso dell'ultimo ventennio, abbiamo visto un aumento dell'attenzione alle tematiche ambientali, sociali e di trasparenza che stanno orientando le scelte del mondo economico e finanziario verso nuovi modelli di sviluppo e di creazione di valore. Finalmente nella consapevolezza di tutti noi, si è raggiunta l'idea che nello sviluppo di qualsiasi attività economica, sia necessario considerare i riflessi della stessa sull'ambiente e sulla collettività che la circonda, tanto da parlare di “*Sviluppo Sostenibile*”. Poiché a una iniziativa economica è spesso associata un'attività finanziaria, è opportuno parlare di “*Finanza Sostenibile*”, ossia il finanziamento destinato ad attività riferite a sviluppi sostenibili.

In questo periodo di profonda rivalutazione degli aspetti ambientali e delle logiche di sviluppo, si collocano i criteri “*ESG*” (Environmental, Social and Governance), utilizzati per identificare tutti quei progetti di sviluppo che accolgono investimenti responsabili ossia che considerano gli aspetti di natura ambientale, sociale e di governance come elementi prioritari nella scelta dell'investimento. Questa maggiore consapevolezza dell'intera comunità mondiale ha portato, nel tempo, alla definizione di regole, convenzioni e accordi sempre più estesi, anche se ancora molto lavoro è necessario per completare il quadro normativo di riferimento.

Se guardiamo alla sequenza storica degli eventi internazionali, al “*Rapporto Brundtland*” del 1987 (WCED), sono seguiti regolamenti e accordi che hanno portato all'approvazione, nel 2000, dei “*UN Millennium Development Goals*”, un ambizioso progetto dei 193 Paesi membri delle Nazioni Unite che si impegnavano a realizzare, entro il 2015, 8 obiettivi prioritari, tra i quali lo sviluppo mondiale garantendo la sostenibilità ambientale, la “*2030 Agenda for Sustainable Development*” delle Nazioni Unite del 2015, per lo sviluppo sostenibile con i relativi 17 obiettivi (*Sustainable Development Goals (SDGs)*), la conferenza sul clima di *Parigi (COP21)* sempre del 2015 dove 195 Paesi aderirono al primo accordo universale vincolante per un piano d'azione globale, al fine di prevenire i cambiamenti climatici e contenere il riscaldamento globale, a cui è seguito il “*Patto per il clima di Glasgow*” (*Glasgow Climate Pact*) del 2021, per cercare di ridurre, già dal 2022, l'uso del carbone e degli altri combustibili fossili e raggiungere gli obiettivi di Parigi.

Analogamente, l'Unione Europea nel 2001 aveva lanciato la sua strategia “*Sviluppo sostenibile in un'Europa per un mondo migliore: strategia dell'Unione europea per lo sviluppo sostenibile*” successivamente rivista in più momenti fino al 2010, quando fu integrata nella “*Europe Strategy 2020*”, finalizzata a integrare tale obiettivo nelle politiche settoriali di competenza europea, che ha poi portato, alla definizione della “*2030*

Agenda for Sustainable Development” delle Nazioni Unite e allo “*European Green Deal*” del 2019, per l’azzeramento delle emissioni nette di gas. Tutte queste iniziative riguardano non solo il sistema economico ma anche quello finanziario chiamato a sostenere la domanda di fondi e favorire una transizione ecologica in un quadro normativo adeguato alla sfida.

A conferma della forte sensibilità da parte della Commissione Europea verso il tema della Finanza Sostenibile, sono le diverse iniziative avviate per promuovere gli investimenti, a partire dal *Piano di Azione* pubblicato nel 2018, a cui è seguita la consultazione pubblica sull’adozione del “*Renewed Sustainable Finance Strategy*” nel 2020, in modo da definire azioni e progetti finalizzati ad aumentare gli investimenti privati per il raggiungimento degli obiettivi fissati dallo “*European Green Deal*” e dal “*Next Generation EU (NGEU)*” sulla transizione ecologica e la ripresa (ogni Stato membro deve indirizzare almeno il 37% della propria spesa alle problematiche climatiche). In questo lavoro, pertanto, si cercherà di analizzare il concetto di *Finanza Sostenibile* e delle sue evoluzioni attraverso quelli che sono stati i cambiamenti culturali e ambientali della nostra società e di come oggi sia diventata una risorsa necessaria ad alimentare il cambiamento e la transizione a un nuovo modello di sviluppo economico.

Nel Capitolo 1, si è cercato di seguire le logiche di evoluzione della nozione di “*Sviluppo Sostenibile*”, ripercorrendo gli elementi storici delle teorie e dei dibattiti che si sono succeduti nel tempo fino al recente programma 2020 “*Next Generation EU (NGEU)*”. In particolare, si ricostruiscono i passaggi attraverso i quali l’idea di migliorare l’ambiente come fonte di sviluppo, i rapporti sociali e di gestione delle risorse, si sia consolidata in un susseguirsi di teorie e modelli, quali la Triple Bottom Line, la Corporate Social Responsibility, la Stakeholder Theory fino alla Servant Leadership, che sono oggi le basi culturali di questo cambiamento. Negli ultimi due paragrafi, un confronto indiretto tra la visione di John Elkington (fautore della teoria Triple Bottom Line) delle “*7 rivoluzioni della sostenibilità*” che cambieranno la società civile e il mondo economico-finanziario, delle diverse fasi di maturazione e consapevolezza della società verso i temi di sostenibilità e gli effettivi cambiamenti e avvenimenti nella società avvenuti dagli anni ‘60 ai giorni nostri. Tale ricostruzione conferma che siamo ancora all’inizio di un processo di cambiamento che vedrà tutti noi impegnati nel modificare abitudini e idee legate allo sviluppo economico maggiormente orientate alla sostenibilità.

Il Capitolo 2 introduce i fattori ESG negli investimenti sostenibili e quali siano gli elementi che incidono sulla valutazione di un investimento, dalle norme che impongono maggiore trasparenza delle attività aziendali all’introduzione di nuove regolamentazioni del mercato (trasparenza e certificazione degli investimenti), anche se siamo ancora in una fase evolutiva per quanto concerne metodi e standard da applicare, in modo

omogeneo, a tutte le aziende. Nel Capitolo si fa riferimento all'importanza della lettera "G" di governance, fondamentale per lo sviluppo della strategia sostenibile. La corretta governance necessita di un'azione concertata per consentire di allineare interessi, prospettive e azioni tra le aziende e la comunità (Stakeholder). In questo, il ruolo del Board of Director si lega a quello della trasparenza e della capacità o meno di un'azienda di governare il cambiamento e la transizione sostenibile e quindi alla capacità o meno di attrarre investitori e intermediari finanziari green. Il Capitolo si conclude con un'analisi del mercato e della reale situazione in cui ci troviamo, nonostante la percezione che molti cambiamenti siano già avvenuti.

Il Capitolo 3 analizza la Finanza Sostenibile ripercorrendo i principali iter di regolamentazione, ancora in corso, a livello europeo e la normativa bancaria in riferimento all'integrazione dei fattori ESG nel mercato finanziario nonché il ruolo delle Banche e degli Intermediari Finanziari nello sviluppo sostenibile. All'interno del Capitolo verranno evidenziati i rischi che possono impattare il sistema finanziario, e il ruolo dell'EBA come organo europeo nella creazione di norme e regole di funzionamento della finanza sostenibile per tutto il sistema finanziario e quello della vigilanza quale garante della corretta applicazione delle regole da parte delle banche, delle assicurazioni e degli intermediari finanziari. Il Capitolo si conclude con alcune riflessioni sui rischi/opportunità e relative misure da adottare nonché sulle questioni ancora aperte al fine di sviluppare una efficace Finanza Sostenibile.

CAPITOLO 1 – ESG un nuovo approccio allo sviluppo

1.1 Sostenibilità - Radici storiche e sua evoluzione

“*Il business sostenibile è diventato nel 2021 il principale modello di riferimento delle imprese da quando hanno abbracciato la sostenibilità come la nuova via di sviluppo*”, è quanto sostiene Andrew Winston¹ uno dei più autorevoli autori ed esperto riconosciuto a livello mondiale, stratega della sostenibilità e dei megatrend. Viviamo in un momento storico di cambiamenti in cui è necessario contrastare le variazioni climatiche e affrontare le sfide di un nuovo modello di sviluppo basato sulla sostenibilità, ma qual è il significato oggi di “*Sviluppo Sostenibile*” identificato dall'acronimo ESG (Environmental, Social and Governance).

Non ci sono dubbi che la maggior parte delle aziende o delle persone pensasse al business sostenibile prima del 2021, un’attenzione verso gli altri e le sane pratiche economiche le cui radici risalgono anche a molti secoli fa. I primi elementi si possono ritrovare in ambito religioso, dove sia le leggi ebraiche proibiscono di trattare i dipendenti in modo iniquo e di essere non corretti negli affari, sia il Corano prevede di donare in carità parte dei propri beni proibendo il prestito con interesse, la speculazione economica e lo sviluppo di attività immorali o peccaminose (*ḥarām*).

Non si vuole certo fare un confronto religioso o dare una lettura della finanza in senso negativo, anche perché il tema del prestito con interesse, oltre a essere un tema sollevato anche nella religione cristiana fin dall’Antico e Nuovo testamento (Esodo 22, 25 e Levitico 25, 35-37) che vietavano di prestare denaro chiedendo qualcosa di più in cambio fra ebrei, e dal Deuteronomio 23, 19-26 che estese questo divieto a tutti i beni, nel tempo, da divieto si trasformò in un atto lecito e di aiuto agli altri tanto da ispirare i *monti di pietà*, specializzati nel prestito su pegno per i bisognosi, che si diffusero ben presto su tutto il territorio italiano su impulso della predicazione di frati minori come s. Bernardino da Siena e Bernardino da Feltre, che ha lasciato uno dei sermoni più significativi “*De monte pietatis*” (Pavia, 1493), fino ad arrivare al Codice di diritto canonico del 1917, che ridusse l’usura semplicemente a richiesta di un *lucrum*

¹ Andrew Winston esperto internazionale sui megatrend e su come costruire aziende resilienti e redditizie aiutando le persone e il pianeta a prosperare. Stratega e relatore del business sostenibile selezionato per l'elenco Thinkers50 Radar dei "30 pensatori da guardare nel 2020", classifica globale dei Thinker del top management. Le sue opinioni sulla strategia sono state richieste da molte aziende leader internazionali, tra cui 3M, DuPont, Johnson & Johnson, Kimberly-Clark, Marriott, PepsiCo e Unilever. Winston ha scritto quattro libri, tra cui *Green to Gold*, uno dei titoli di business green più venduti di sempre più di 100.000 persone in sette lingue. Il suo ultimo libro, *Net Positive: How Courageous Companies Thrive by Giving More Than They Take* (Harvard Business Review Press 2021), scritto in collaborazione con il famoso ex CEO di Unilever, Paul Polman, è uno dei migliori libri di business dell'anno del Financial Times.

*immoderatum*². Quindi ciò che oggi si associa alla sostenibilità come il rispetto dell'ambiente, della dignità umana, della ricerca del profitto che non sia a discapito degli altri, non è un concetto recente, ma è insito nel vivere comune e nel rispetto non solo di una fede religiosa ma dei sani principi umani. Vale la pena citare Papa Bergoglio il quale in una sua preghiera nel 2021 sulle riflessioni dello sviluppo disse: “.....*La finanza, se non viene regolamentata, diventa pura speculazione animata da politiche monetarie..... La finanza sia uno strumento di servizio, strumento per servire le persone e per prenderci cura della casa comune*” proprio a sottolineare il profondo legame che esiste tra coscienza, volontà e bene comune.

Ulteriori esempi di attenzione agli altri e rispetto reciproco si ritrovano anche nel XVII secolo, in Inghilterra e Nord America, dove i Quaccheri si batterono contro la schiavitù, rifiutando quello che all'epoca era un business fiorente, o come John Wesley³, fondatore del Metodismo, che vietò di usare denaro per attività che “*danneggiassero la salute del corpo o della mente*”. Wesley incoraggiava i cristiani a “*guadagnare tutto ciò che potevano*”, il che significava che non era un problema arricchirsi. Tuttavia, aggiungeva che nel guadagnare tutto ciò che si poteva, i cristiani dovevano stare attenti a non danneggiare le proprie anime, menti o corpi, o le anime, le menti o i corpi di chiunque altro. Proibiva in sostanza di guadagnare denaro attraverso attività che si approfittavano degli altri, sfruttandoli o mettendoli in pericolo.

Negli anni, e con lo sviluppo industriale della società, si fece sempre più forte l'idea che un'economia per continuare a prosperare nel tempo, quindi per essere sostenibile,

² N.L. Barile, *Credito, usura, prestito a interesse*, Reti Medievali Rivista, 2010. Nel XII secolo, soprattutto a copertura della spesa pubblica per la difesa delle città, venivano accumulati capitali (mons) cui attingere nei momenti di difficoltà. Firenze aveva consolidato nel 1343-1345 le tassazioni straordinarie imposte ai cittadini (prestanze) istituendo un mons communis, che garantiva al singolo contribuente una rendita minima. La cessione dei crediti di questo mons a terzi, considerato da alcuni un prestito, da altri una compravendita, diede origine a una disputa fra Francesco da Empoli e Domenico Strozzi. A questa filosofia si ispirarono i monti di pietà, che si specializzarono nel prestito su pegno per i bisognosi. La bolla *Inter multiplices* di papa Leone X (1515) pose fine alle dispute fra sostenitori e detrattori dei monti di pietà e ammise l'applicazione di un'aliquota ultra sortem, ma solo nei limiti delle spese necessarie per la gestione del monte. La bolla *Inter multiplices* non sopi del tutto, tuttavia, le controversie sulla liceità della richiesta di un di più oltre il capitale prestato: esse continuarono, in modo anche molto acceso, nella età moderna. La polemica più nota fu quella che oppose a metà del XVIII secolo il domenicano Daniele Concina al marchese Scipione Maffei, tanto da suggerire a papa Benedetto XIV un'enciclica, la *Vix pervenit* (1° novembre 1745) che, insieme a una serie di pronunciamenti ufficiali della Chiesa, progressivamente stemperò le posizioni estreme, fino ad arrivare al Codice di diritto canonico del 1917, e ridusse l'usura semplicemente a richiesta di un *lucrum immoderatum*. Cfr. <http://www.serena.unina.it/index.php/rm/article/view/urn:nbn:it:unina-3044/5347>

³ John Wesley teologo inglese fondatore del Metodismo che ha avuto tre tappe fondamentali: la prima all'Università di Oxford dove Wesley ha fondato l'Holy Club, la seconda quando Wesley era curato nella città di Savannah in Georgia e la terza a Londra al suo ritorno in Inghilterra. Il movimento intorno al 1740, istituì predicatori locali e società religiose di formazione dei fedeli. E' stato il primo grande movimento evangelico della Gran Bretagna che includeva Inghilterra, Scozia, Galles e Irlanda prima di diffondersi in altri Paesi. Wesley divise le comunità religiose in gruppi per garantire istruzione religiosa e assistenza a tutti soprattutto ai più poveri. Cfr. Don Thorsen, *The Wesleyan Quadrilateral: Scripture, Tradition, Reason, & Experience as a Model of Evangelical Theology*, 1990.

dovesse preservare le proprie risorse naturali. Questa considerazione risale alle origini del pensiero economico, soprattutto negli scritti di economisti padri della teoria economica classica quali Adam Smith, Thomas R. Malthus, David Ricardo. Nelle loro analisi si rileva la consapevolezza della questione ambientale e del fatto che esistano dei limiti fisici alla possibilità di crescita illimitata dei sistemi economici, ossia alla possibilità che lo sviluppo economico consenta un miglioramento continuativo delle condizioni di vita materiali nel lungo periodo.

Il periodo storico dell'economia classica coincide con la rivoluzione industriale quando l'attenzione degli economisti si focalizzò nel comprendere se lo sviluppo economico in atto potesse essere permanente. La risposta fu per lo più negativa, chiaramente, e basata sulla legge dei rendimenti decrescenti in agricoltura strettamente connessa alla scarsità delle risorse naturali, in quanto aumentando l'impiego di un fattore produttivo variabile (lavoro), con altri la cui offerta è fissa (terra), si ottengono volumi aggiuntivi di produzione via via decrescenti.

Sulla base di questa legge e considerando la dinamica della popolazione, Malthus dedusse l'esistenza di un vincolo di scarsità assoluta nel suo "*Saggio sui principi della popolazione*"⁴ del 1798, in cui osservava che mentre la popolazione ha una crescita in progressione geometrica, i mezzi di sostentamento hanno una progressione aritmetica. Raggiunto il punto di break even tra popolazione e mezzi di sostentamento, vi sarebbe stato un progressivo impoverimento della popolazione e un'elevata riduzione della stessa per mancanza di risorse. In pratica, per Malthus, la popolazione ha una propensione a utilizzare la ricchezza di risorse per la crescita piuttosto che per mantenere la qualità della vita elevata, una visione conosciuta come la "*trappola malthusiana*".

Nello stesso periodo Ricardo ritenne più valido applicare un concetto di scarsità relativa, determinata dalla minore fertilità delle ultime terre poste a coltivazione rispetto alle prime. In entrambi i casi, tuttavia, l'aumentare della popolazione avrebbe portato a una riduzione delle risorse agricole disponibili e, di conseguenza, nel lungo periodo si sarebbe avuto l'arresto del processo di crescita economica. Tuttavia, nel 1800 i rendimenti decrescenti non si manifestarono verificandosi, al contrario, un aumento della popolazione e dei livelli di qualità della vita in tutti i Paesi europei. Malthus e Ricardo avevano sottostimato il progresso tecnologico di quel periodo che consentì di aumentare la produttività e, fatto più importante, i sistemi economici allora non si trovavano come oggi di fronte alla scarsità di risorse (terra) prospettata da Malthus, né fu necessario

⁴ Thomas Robert Malthus membro della Royal Society è stato un religioso, studioso e influente economista inglese nei campi dell'economia politica e della demografia. Nel libro del 1798 *An Essay on the Principle of Population*, osservò che un aumento della produzione alimentare di una Nazione ne migliorava il benessere, ma il miglioramento sarebbe stato temporaneo perché avrebbe portato alla crescita della popolazione, che avrebbe ripristinato il livello di produzione pro capite originale.

coltivare terre meno fertili come ipotizzato da Ricardo. La scoperta e la conseguente colonizzazione di nuovi continenti, resero disponibili nuove terre, fertili e abbondanti, oltre al fatto che lo sfruttamento dei combustibili fossili nel sistema dei trasporti rese effettivamente realizzabile ciò che oggi chiamiamo “globalizzazione”, riducendo l’interesse verso i vincoli di scarsità delle risorse.

L’idea di sostenibilità tuttavia rimaneva in quanto, qualsiasi sistema economico, per continuare a svilupparsi deve reintegrare le proprie risorse così come il capitale che si deteriora con l’uso e col passare del tempo. Tale principio si trova nella definizione del concetto di reddito, formulata da John Hicks in *Value and Capital* del 1939: “*Se una persona non si attende alcun cambiamento nelle condizioni economiche, e si aspetta di ricevere un flusso costante di entrate, in ogni settimana futura lo stesso ammontare di questa settimana, è ragionevole affermare che quell'ammontare è il suo reddito. Ma supponiamo che quella persona si attenda di ricevere nelle settimane future un ammontare minore di quello percepito questa settimana ... allora non potremmo più considerare l'ammontare complessivo delle sue entrate come (il suo) reddito; una parte di quelle entrate dovrebbe essere assegnata al conto capitale*”. In sostanza lo scopo del calcolo del reddito è di dare un’indicazione alle persone dell’ammontare che possono consumare senza impoverirsi. Sviluppando questo concetto, quando una persona risparmia, pianifica di essere più ricca nel futuro; quando vive al di sopra del proprio reddito pianifica di essere più povera, quindi la finalità del reddito è essere guida per una condotta prudente. (Hicks, 1939, p. 172)

Nella definizione di reddito di Hicks ritroviamo quei contenuti e presupposti presenti nella definizione di sviluppo sostenibile. Una condotta prudente richiede di non imputare a reddito ciò che invece è riduzione di ricchezza. Considerando che la ricchezza viene accumulata per lo più sotto forma di beni capitali e che questi sono parte essenziale dei processi produttivi, è ovvio che ridurre la ricchezza comporta la riduzione della capacità di produrre reddito nel futuro.

Intanto la società stava nuovamente cambiando così da sviluppare l’idea di investimento etico, ossia la pratica di includere o escludere investimenti, sulla base di giudizi etici, nelle attività svolte dalle imprese. Questo criterio di investimento nacque negli anni ‘20 in America quando la Chiesa Metodista decise di non proibire più ai suoi fedeli l’accesso alla borsa, a condizione che il denaro non finisse nell’industria dell’alcol o delle scommesse.

Nel 1928, a Boston, il termine “*Investimenti Socialmente Responsabili*” (SRI) assume una valenza istituzionale con la creazione del primo fondo di investimento etico

il “*Pioneer Fund*”⁵ che proponeva ai privati e ai fondi di investimento religiosi prodotti finanziari che escludevano l'industria delle armi, dell'alcool, del gioco d'azzardo e del tabacco.

Gli Stati Uniti durante gli anni '60, sono stati teatro dei primi movimenti studenteschi e femministi e della mobilitazione contro la guerra del Vietnam, manifestazioni che si diffusero in tutto il mondo e iniziarono a porre domande alle grosse corporation della finanza e dell'economia, sul modo in cui investivano il loro denaro. Questo creò una crescente consapevolezza che arrivò a sviluppare fenomeni globali negli anni '80 come il boicottaggio del Sudafrica sull'apartheid. Il movimento di cambiamento si era spostato su un piano diverso non più basato sul confronto economico della bontà di teorie ma sul piano di accettazione collettiva che occorreva fare qualcosa per cambiare lo la cultura finanziaria e di sviluppo.

L'espressione “*Sviluppo Sostenibile*” è entrata nel linguaggio comune con la pubblicazione, nel 1987, del “*Rapporto Brundtland*” noto come “*Our Common Future*” da parte della *Commissione Mondiale per l'Ambiente e lo Sviluppo* (WCED). Istituita nel 1983 dalle Nazioni Unite e presieduta dal Primo ministro norvegese, Gro Harlem Brundtland. La Commissione chiese agli enti governativi e alle grandi organizzazioni pubbliche e private di perseguire e promuovere uno sviluppo in grado di conciliare la dimensione economica con quella sociale e ambientale, ossia uno sviluppo in grado di “*soddisfare i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri*” (WCED, 1987, p. 15, p. 37).

L'idea della Commissione era che il sistema economico, nella sua evoluzione, dovesse perseguire il soddisfacimento dei bisogni e delle ambizioni della popolazione mondiale, producendo un decisivo incremento del tenore di vita dei Paesi del terzo mondo riducendo, al contempo, gli impatti climatici del sistema produttivo a un livello compatibile. “*Lo sviluppo sostenibile è un processo di cambiamento in cui lo sfruttamento delle risorse, la direzione degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico e il cambiamento istituzionale sono tutti in armonia e migliorano il potenziale attuale e futuro per soddisfare i bisogni e le aspirazioni umane*” (ibidem, p. 15). Tuttavia, se da un lato “*lo sviluppo sostenibile impone di soddisfare i bisogni fondamentali di tutti e di estendere a tutti l'opportunità di attuare le proprie aspirazioni a una vita migliore*”, dall'altro esso “*comporta dei limiti, non assoluti ma limitazioni dovute all'attuale stato della tecnologia e dell'organizzazione sociale, dalle risorse economiche e dalla capacità*

⁵ Pioneer Fund (oggi Amundi US) è un fondo a lungo termine su qualità e sostenibilità per quasi un secolo. Phil Carret iniziò a investire nel 1920 e fondò Pioneer Investments nel 1928. Carret è stato uno dei primi a rendersi conto trovare il valore attraverso tecniche di ricerca rigorose e innovative. Oggi Jeff Kripke guida da solo il quinto team di gestione del portafoglio nella storia del Fondo, impiegando molte delle stesse tecniche utilizzate nel 1920 adattando la filosofia di Carret a una nuova era di investimenti.

della biosfera di assorbire gli effetti delle attività umane. Tecnologia e organizzazione sociale però possono essere entrambe gestite e migliorate per far posto a una nuova era di crescita economica” (ibidem, p. 15). Questa definizione ebbe il merito di introdurre il principio di equità intragenerazionale e il diritto di aspirare a soddisfare i propri bisogni come condizione necessaria per assicurare la sostenibilità dello sviluppo. Lo sviluppo sostenibile cominciò a essere concepito come un concetto pluridimensionale, impossibile da sintetizzare o quantificare attraverso i tradizionali indici e indicatori, teso a garantire un certo equilibrio fra la dimensione ambientale, economica e sociale, nel tentativo di superare la visione economicistica che vedeva, invece, definire il benessere esclusivamente come paniere di beni a disposizione di una persona.

Il concetto di sviluppo sostenibile è, di fatto, la sintesi di un dibattito ambientale iniziato tra la fine degli anni '60 e l'inizio degli anni '70, in cui nell'evoluzione della teoria dello sviluppo dopo la fase di sviluppo “economico” (anni '50), quella dello sviluppo “sociale” (anni '60), lo sviluppo sostenibile vuole essere un approccio che ricomprende anche le istanze ambientali. Un'importante caratteristica di tale approccio è che gli obiettivi economici, sociali e ambientali vengono posti tutti su di un medesimo piano logico. Barbier articola il processo di sviluppo come “un'interazione tra tre sistemi: il sistema biologico, il sistema economico e il sistema sociale”, presentando un antecedente precoce del diagramma dei cerchi intersecanti (Barbier, 1987). A ogni sistema sono attribuiti obiettivi: “diversità genetica, resilienza, produttività biologica”; “soddisfare i bisogni di base (riduzione della povertà), migliorare l'equità, aumentare i beni e i servizi utili”; e “diversità culturale, sostenibilità istituzionale, giustizia sociale, partecipazione”, rispettivamente. L'obiettivo dello sviluppo sostenibile è quindi quello di “massimizzare gli obiettivi in tutti questi sistemi attraverso un processo adattivo di compromessi”. (ibidem, p. 104)

Nel rapporto Brundtland, uno dei motivi del suo successo, l'ambiente naturale non costituisce un limite per la crescita economica, ma piuttosto un elemento di sinergia. La sostenibilità dell'economia è sempre stata parte del pensiero economico, anche se espressa con una terminologia diversa rispetto a quella in uso oggi. Il concetto di “sostenibilità” ha a che fare con l'idea di durevolezza: sostenibile si riferisce a qualcosa in grado di persistere. Un sistema economico è quindi sostenibile se l'insieme di attività produttive, di consumo, di distribuzione che mette in moto possono continuare nel tempo senza che le stesse, o le conseguenze che da esse scaturiscono, vadano a minare i presupposti per il loro stesso svolgimento e proseguimento. In sostanza, due principi fondamentali ispirano il rapporto: (i) la “conservazione delle risorse e dell'ambiente” e (ii) il “rispetto intergenerazionale”.

Il principio di salvaguardia dell'ambiente sarà, poi, ripreso nella “*Conferenza delle Nazioni Unite su ambiente e sviluppo*” tenutasi a Rio de Janeiro nel 1992, consolidandosi come principio internazionale e contribuendo allo sviluppo del diritto internazionale ambientale con la conclusione di trattati e accordi quale l'*Accordo di Parigi (COP21)* del 2015 e l'approvazione della “*2030 Agenda for Sustainable Development*” delle Nazioni Unite, sempre nel 2015, per lo sviluppo sostenibile con 17 obiettivi (*Sustainable Development Goals (SDGs)*), dettagliati in 169 Target da raggiungere entro il 2030. Nel 2000, le Nazioni Unite siglarono lo “*UN Millennium Development Goals*”⁶, un ambizioso progetto dei 193 Paesi membri delle Nazioni Unite che si impegnavano a realizzare entro il 2015, 8 obiettivi prioritari tra i quali lo sviluppo mondiale garantendo la sostenibilità ambientale.

In sostanza, mossi dalle crescenti preoccupazioni per gli impatti dei cambiamenti climatici sull'ambiente, sull'economia e sulla società, i responsabili politici hanno avviato un processo di cambiamenti normativi e di strategie di investimento per far sì che la transizione alla sostenibilità avvenga nel modo più rapido possibile. Allo stesso tempo, l'attenzione delle imprese verso la governance e le questioni sociali deve diventare parte integrante e determinante del cambiamento perché si possa conseguire i risultati voluti.

Alla fine del 2015, alla conferenza sul clima di *Parigi (COP21)* 195 Paesi aderirono al primo accordo universale vincolante per un piano di azione globale, al fine di prevenire i cambiamenti climatici e contenere il riscaldamento globale, seguita da ulteriori accordi globali e regionali, tra cui il (*Glasgow Climate Pact*) *Patto per il clima di Glasgow*, siglato alla *Conferenza delle Nazioni Unite (COP26)* del 2021 sui cambiamenti climatici firmato dai 197 Paesi partecipanti, per cercare di ridurre, già dal 2022, l'uso del carbone e degli altri combustibili fossili in modo da raggiungere gli obiettivi di Parigi. Il prossimo novembre 2022 si terrà la conferenza in *Egitto (COP27)*⁷, tra i cui temi in discussione ci sarà il problema dei finanziamenti ai paesi in via di sviluppo, con l'obiettivo di definire regole di maggiore trasparenza dei flussi finanziari e un accesso facilitato al credito. I finanziamenti per il clima sono stati sempre discussi in ogni riunione COP, ma l'impegno dei paesi sviluppati di mobilitare 100 miliardi di dollari all'anno entro il 2020 per aiutare le nazioni in via di sviluppo non è stato rispettato. Come vedremo più avanti un problema rilevante è proprio la disponibilità finanziaria per far fronte a tutti i volumi di investimenti

⁶ La dichiarazione *UN Millennium Development Goals*, del 2000, impegnava gli Stati su 8 obiettivi: (1) sradicare la povertà e la fame nel mondo, (2) rendere universale l'istruzione primaria, (3) promuovere la parità dei sessi e l'autonomia delle donne, (4) ridurre la mortalità infantile, (5) migliorare la salute materna, (6) combattere la malaria, l'HIV/AIDS e altre malattie, (7) garantire la sostenibilità ambientale, (8) sviluppare un partenariato mondiale per lo sviluppo.

⁷ *COP27 Egypt 2022. Novembre 2022* a Sharm el-Sheikh si terrà la conferenza sui cambiamenti climatici e sarà anche il 30° anniversario dell'adozione della Convenzione quadro delle Nazioni Unite. Cfr. <https://cop27.eg/#/>

necessari per le iniziative di transizione climatica che solo con un contributo della finanza può essere indirizzato.

Già nel 2001, l'Unione Europea aveva lanciato la strategia "*Sviluppo sostenibile in un'Europa per un mondo migliore: strategia dell'Unione europea per lo sviluppo sostenibile*" successivamente rivista in più momenti fino al 2010, quando fu integrata nella "*Europe Strategy 2020*" portando, successivamente, alla definizione del "*2030 Agenda for Sustainable Development*" delle Nazioni Unite del 2015. Nel 2019 con lo "*European Green Deal*" l'UE ha ulteriormente rafforzato il suo impegno ad azzerare le emissioni di gas a effetto serra entro il 2050 e a rispettare gli obiettivi intermedi per il 2030 e 2040.

Tuttavia, per raggiungere l'obiettivo di "Net Zero", la Commissione Europea ha fissato come obiettivo lo stanziamento di finanziamenti per 1.000 miliardi di euro per i successivi 10 anni, anche se per attivare il processo di transizione sono stati stimati investimenti superiori ai fondi pubblici disponibili per un fabbisogno aggiuntivo di circa 180 miliardi di euro l'anno. È evidente che, il sistema finanziario sarà necessariamente chiamato a supportare questa richiesta di fondi e a favorire una transizione ecologica con un quadro normativo adeguato a sostenere la sfida.

Su questo punto, nel "*Piano di Azione per finanziare la crescita sostenibile*"⁸, pubblicato dalla Commissione Europea nel 2018, veniva definita la strategia delle misure da adottare per la realizzazione di un sistema finanziario che potesse promuovere lo sviluppo sostenibile economico, sociale e ambientale, contribuendo a rispettare l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite sullo sviluppo sostenibile e l'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici. Nel 2019 lo "*European Green Deal*" sottolineò la necessità di indirizzare meglio i flussi finanziari e di capitale verso investimenti green mentre nel 2020 la Commissione Europea annunciò nello "*European Green Deal Investment Plan*" che avrebbe definito uno standard UE sulle obbligazioni green (GBS). Le obbligazioni green rivestono un ruolo sempre più importante nel finanziare le attività necessarie alla transizione a basse emissioni di carbonio, tuttavia, non esisteva ancora uno standard UE di obbligazioni che potesse dare garanzia al mercato di prodotti effettivamente legati a iniziative di sviluppo sostenibile. La definizione di uno standard UE era una raccomandazione del gruppo di esperti della Commissione sulla finanza sostenibile (*High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG)*)⁹ contenuta nella loro

⁸ *CE Action Plan Financing Sustainable Growth*, Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>.

⁹ HLEG on Sustainable Finance, *Financing a sustainable European economy, Final Report 2018*. Cfr. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf

relazione finale poi inclusa nel Piano di Azione 2018 della Commissione sul finanziamento della crescita sostenibile¹⁰.

Nel 2018 la Commissione Europea nominò, un gruppo di 10 esperti incaricati di fornire consulenza sulle azioni da implementare. Tra la seconda metà del 2018 e il 2019 sulla base delle conclusioni del TEG, la Commissione ha emesso proposte di Regolamento successivamente oggetto di una consultazione tra le istituzioni europee (il cosiddetto “trilogo” Commissione, Parlamento e Consiglio dell’UE) pubblicata nel giugno 2019. Con il “*Next Generation EU*” (NGEU)¹¹ del 2020, l’Unione Europea conferma l’obiettivo della transizione green, (ogni Stato membro deve indirizzare almeno il 37% della propria spesa alle problematiche climatiche), evidenziando, di fatto, l’aumento nell’UE della sensibilità verso il tema della finanza sostenibile.

1.2 Il nuovo paradigma della Sostenibilità

Negli anni '90 la convinzione che le imprese, nello svolgimento della propria attività, non dovessero pensare unicamente alla generazione del profitto ma focalizzarsi anche sul miglioramento delle condizioni ambientali e sociali, con opportune politiche di governo societario, rappresentò il nuovo paradigma di sviluppo. Pioniere e fautore di questo nuovo approccio era John Elkington¹² economista inglese, che racchiuse l’idea di business sostenibile nell’espressione “*Triple Bottom Line*” (TBL) o “*3Ps*” (*Planet, People, Profit*). Questa teoria si basa sull’incoraggiare le società a operare attraverso strategie e decisioni in grado di valorizzare contemporaneamente (i) l’ambiente (Planet), (ii) il contesto sociale (People) e (iii) l’aspetto economico-finanziario (Profit). Tre elementi che, se considerati assieme, avrebbero permesso di creare maggior valore dalla produzione, operando, contemporaneamente, una attrattiva maggiore per investitori e consumatori, favorendo un ambiente orientato allo sviluppo sociale dei dipendenti e alla sostenibilità ecologica.

Alla fine degli anni '90 il termine TBL divenne di uso comune grazie ai risultati di un’indagine di esperti internazionali in *Corporate Social Responsibility* (CSR) e di

¹⁰ Cfr. Nota 8.

¹¹ *Next Generation EU* (NGEU), anche noto in Italia come Fondo per la ripresa (*Recovery Fund*), è un fondo dal valore di 750 miliardi di euro approvato nel luglio del 2020 dal Consiglio Europeo per sostenere gli Stati membri colpiti dalla pandemia. Il *Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza* (PNRR) si riferisce ai piani dei singoli Paesi europei da sottoporre per approvazione alla UE. Cfr. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/recovery-coronavirus/recovery-and-resilience-facility_en

¹² John Elkington esponente di spicco della responsabilità aziendale e del capitalismo sostenibile, autore e imprenditore. Socio fondatore di Volans. Insignito con il ruolo di "Ambasciatore dal futuro" e Advisor del WWF e delle Nazioni Unite. Sostenitore della responsabilità sociale e ambientale delle imprese, BusinessWeek lo ha descritto "*Decano del movimento per la responsabilità aziendale*". Il suo ultimo libro è *Green Swans*, Fast Company Press, aprile 2020. Cfr. <https://www.standard.co.uk/hp/front/environment-6662572.html>

Sustainable Development (SD) che riportavano il TBL come secondo termine più utilizzato dal sistema economico e dalle imprese. La genesi del termine, tuttavia, deriva da un'intuizione arrivata successivamente ad altri dibattiti e proposte.

Nel 1994 Elkington cercava un nuovo linguaggio per esprimere quello che sarebbe stato un inevitabile ampliamento dell'agenda ambientale e attraverso la sua società di consulenza *SustainAbility* (fondata nel 1987), si concentrò proprio su quel punto anche se già nel “*Rapporto Brundtland*” del 1987 (UNWCED) era stato evidenziato che, per avere un reale progresso ambientale, i problemi dovevano essere affrontati in modo più integrato come “scelta” di business. Elkington definisce il concetto di sostenibilità come “*il principio che garantisce che le nostre azioni odierne non limitino le diverse opzioni economiche, sociali e ambientali accessibili alle generazioni future.*” (*Cannibals with Forks*, 1997, p. 20), precisando che occorre un cambio di mentalità “*Il concetto di sostenibilità sta entrando nel linguaggio aziendale nelle diverse parti del mondo con velocità diverse, con valori attuali ed emergenti che agiscono da freni, cambi o acceleratori. Di conseguenza, in futuro ci dovremmo concentrare non solo sui cambiamenti nella tecnologia e nei sistemi di gestione, ma anche sui valori e principi (mindset).*” (*ibidem*, p. 7). In precedenza, Elkington, aveva già coniato altri termini tra cui “*Environmental Excellence*” (1984) rivolto ai professionisti del settore sulla scia del libro bestseller “*In Search of Excellence*” (Peters e Waterman, 1982), che non aveva mai menzionato l'ambiente come elemento determinante e “*Green Consumer*” (1986), il cui obiettivo era quello di aiutare a mobilitare i consumatori per fare pressione sulle imprese su questioni ambientali. In questo fu aiutato enormemente dal successo del libro “*The Green Consumer Guide*” (Elkington e Hailes, 1988), venduto per quasi 1 milione di copie.

Quando fu coniato il nuovo termine “*Triple Bottom Line*”, questo fu subito usato in pubblico per evitare che qualcuno potesse appropriarsene, nell'articolo sul California Management Review dal titolo “*win-win-win Business Strategies*” del 1994, in “*SustainAbility's 1996 Report Engaging Stakeholders*” e nel libro “*Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*” del 1997. Nel '95, era stata sviluppata la formulazione 3Ps, “*Persone, Pianeta e Profitti*”, adottata poi nel '97 dalla Shell per il suo primo “*Shell Report*”¹³ e ora ampiamente utilizzata anche nei Paesi Bassi. Stava iniziando un graduale processo di consapevolezza, ancorché su base volontaria, dove i risultati raggiunti dalle aziende non erano solo quelli riconducibili all'aspetto economico (bilancio d'esercizio), ma anche quelli riconducibili ad aspetti sociali e ambientali

¹³ *Shell Report* since 1997. Cfr. <https://www.shell.com/investors/results-and-reporting.html#>

(bilancio di sostenibilità), tema questo ripreso dalla Commissione Europea nel 2001¹⁴ nel “*Libro Verde Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*”. Il bilancio di sostenibilità, redatto a fine anno assieme al bilancio di esercizio e destinato agli stakeholder, risponde agli obblighi informativi di tutti i soggetti che vogliono conoscere gli effetti ambientali e sociali dell’attività aziendale soprattutto se non strettamente interessati al risultato economico dell’azienda.

Le stesse società non potevano sottrarsi da questo “obbligo” informativo senza violare la *Corporate Social Responsibility*¹⁵, ossia il dovere di rendicontazione non finanziaria resa poi obbligatoria nel 2017, con l’entrata in vigore del *D.Lgs. del 30/12/2016 n. 254* di attuazione della *Direttiva Europea 2014/95 (Non-Financial Reporting Directive)* il quale obbliga alla dichiarazione non finanziaria le grandi imprese mentre per tutte le altre è su base volontaria o semplificata. Progressivamente, quindi, si è affermato un concetto nuovo del ruolo dell’impresa, orientato al riconoscimento delle proprie responsabilità verso la comunità in cui opera, in risposta alle problematiche ambientali, all’evoluzione degli stili di vita e di consumo, alla creazione di valore economico e sociale.

1.3 Evoluzione della Corporate Social Responsibility (CSR)

Howard Bowen, è considerato l’ideologo della *Social Responsibility* da quando nel 1953 scrisse il libro “*Social Responsibilities of the Businessman*“ descrivendola come “*l’obbligo degli uomini d’affari di perseguire quelle politiche, di prendere quelle decisioni o di seguire quelle linee d’azione che sono desiderabili in termini di obiettivi e valori della nostra società*”¹⁶. Nel libro egli riporta anche un sondaggio di Fortune del 1946, in cui il 93,5% degli intervistati confermava che gli uomini d’affari erano responsabili delle conseguenze delle loro azioni, ma solo il 29,7% dichiarò che i tre quarti o più degli uomini d’affari che conosceva ne aveva la “*consapevolezza sociale*”.

Discussioni sulla responsabilità delle aziende e sul loro ruolo all’interno della società iniziarono già nel 1927, con l’articolo “*The Social Significance of Business*” del

¹⁴ CE *Libro Verde Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese* (par. 2 - Che cos’è la Responsabilità Sociale delle Imprese?) del 2001, riprende e fornisce una definizione di responsabilità sociale: “*La maggior parte delle definizioni della responsabilità sociale delle imprese descrive questo concetto come l’integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate. Essere socialmente responsabili significa non solo soddisfare pienamente gli obblighi giuridici applicabili, ma anche andare al di là investendo “di più” nel capitale umano, nell’ambiente e nei rapporti con le altre parti interessate*”. Cfr. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/dd331f0e-82d2-4d3d-8cd0-6c8eee07bb99/language-it/format-PDF>

¹⁵ *Corporate Social Responsibility (CSR)* o *Responsabilità Sociale d’Impresa (RSI)*, è una politica aziendale in grado di armonizzare gli obiettivi economici con quelli sociali e ambientali, nell’intento di preservare il patrimonio sociale, ambientale e umano per le generazioni attuali e future.

¹⁶ H. R. Bowen, *Social Responsibilities of the Businessman*, Harper, 1953.

Decano della Harvard Business School, Wallace B. Donham, pubblicato su Harvard Business Review, in cui affermava “*il problema delle aziende è creare e sviluppare una classe imprenditoriale socialmente responsabile, la nostra civiltà potrebbe andare incontro a una fase di declino se un numero maggiore di manager non impari a esercitare il proprio potere e a ottemperare ai propri obblighi con senso di responsabilità verso la comunità*”, dove pur non citando mai il termine “*stakeholder*” stava proprio parlando di essi.

Nel 1975, Robert W. Ackerman¹⁷, professore della Harvard Business School, utilizzo i termini corporate social responsibility e corporate responsibility per enfatizzare la necessità di una efficace “*reazione dell’universo imprenditoriale a un ambiente sociale dinamico*”. Ackerman riteneva che fosse un problema manageriale e non etico o ideologico, in quanto le questioni sociali dell’inquinamento atmosferico e delle acque erano la conseguenza delle attività operative dell’azienda e dei processi decisionali del management su cosa e come investire. La responsabilità sociale delle imprese alimentò, però, la discussione e i dibattiti anche tra gli economisti su quale fosse il reale obiettivo prevalente che un’azienda perseguiva specie nel lungo periodo.

Si andarono così a creare due teorie, tra loro contrapposte, sul significato sociale alla base della social responsibility la “*Shareholder Value Theory*” e la “*Stakeholder Theory*”. Nel 1970 Milton Friedman pubblicò per la prima volta su The New York Times Magazine l’articolo “*The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*”¹⁸. Nell’articolo, l’economista avanzava l’idea che i dirigenti non hanno alcuna responsabilità sociale nei confronti della società che li circonda, ma la loro unica responsabilità è rispettare i propri azionisti. Friedman sosteneva che le decisioni riguardanti la responsabilità sociale poggiavano sulle spalle degli azionisti, non dei dirigenti. Un’azienda non è obbligata ad alcuna responsabilità sociale a meno che gli azionisti non decidano in tal senso.

Qualsiasi responsabilità sociale nei confronti della società richiede risorse finanziarie e dovrebbe, pertanto, essere organizzata prima di essere eseguita. L’uso delle risorse finanziarie di una società è soggetto all’approvazione degli azionisti, che sono i decisori finali. Nonostante alcune critiche iniziali la dottrina di Friedman fu amplificata dopo la pubblicazione di un influente documento economico del 1976 dei professori Michael C. Jensen e William H. Meckling, “*Theory of the Firm: Managerial Behavior,*

¹⁷ R. W. Ackerman, *The Social Challenge*, Harvard University Press, 1975.

¹⁸ Milton Friedman, economista statunitense, fondatore del pensiero monetarista, Premio Nobel per l’economia nel 1976. Molte teorie economiche soprattutto in campo monetario sono state influenzate dalle sue idee. A Friedman Doctrine: *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits* in The New York Times Magazine, 13 settembre 1970.

Agency Costs and Ownership Structure"¹⁹, che forniva una logica economica quantitativa per massimizzare il valore per gli azionisti. La teoria ebbe grossa rilevanza nel periodo '80 e '90, ma il profondo cambiamento delle aspettative della società nei riguardi delle imprese portò a introdurre gli aspetti sociali nella gestione aziendale, sia aprendosi a stabili relazioni con gli interlocutori di riferimento sia utilizzando strumenti di rendicontazione come il bilancio sociale e il bilancio ambientale.

Fino al 1984, probabilmente, nessuno avrebbe sollevato dubbi sull'andamento dell'economia, ma Robert Edward Freeman è stato uno dei primi accademici a rifiutare la percezione di Friedman sfidando il modello dominante di business dell'epoca che era incoerente con la legge e, nella maggior parte dei casi, ignorava le questioni etiche. Con la teoria degli Stakeholder²⁰ Freeman nel saggio "*Strategic Management: A Stakeholder Approach*", cambiò la prospettiva in modo sostanziale, affermando che i rapporti economici o di erogazione-utilizzo di servizi non sono l'unico aspetto che un'organizzazione (sia essa azienda privata sia ente pubblico) deve curare fornendo due argomenti per sottolineare l'importanza degli stakeholder, in risposta al modello tradizionale degli azionisti affermato da Friedman.

In primo luogo, da un punto di vista legale, ci sono altri gruppi (fornitori, dipendenti, clienti, partner e la comunità) oltre gli azionisti che hanno un collegamento con la società e, in quanto tali, sono stakeholder legittimi. In secondo luogo, c'è un problema economico che Freeman chiama "esternalità" (quelle entità che non hanno alcun contratto legalmente vincolante con l'azienda) che sono indirettamente influenzate dalle operazioni dell'azienda (J. Claydon, 2011²¹) come i media e il governo.

Questo è un punto centrale di tutta la teoria di Freeman, condiviso anche da J. Elkington, in cui emerge come il ruolo degli stakeholder sia elemento critico nel processo di transizione verso un nuovo vivere sostenibile e di sviluppo della società "*Laddove si ignorano i principali stakeholder, questi useranno la pressione politica per richiedere nuovi regolamenti, norme o altre forme di controllo. Questo è quanto capitato in settori come il lavoro, la salute e la sicurezza, la tutela dei consumatori, dell'ambiente e persino con norme a protezione degli azionisti. Se gli stakeholder si sentono coinvolti nelle*

¹⁹ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (July 1, 1976). Cfr. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043

²⁰ *Strategic Management: A Stakeholder Approach* di R. E. Freeman pubblicato per la prima volta nel 1984 come parte della serie Pitman in Business and Public Policy. La sua pubblicazione si è rivelata un momento fondamentale nello sviluppo della teoria degli stakeholder ossia la gestione organizzativa e l'etica aziendale influenzate da entità aziendali come dipendenti, clienti, fornitori, finanziatori, enti governativi, gruppi politici, associazioni di categoria e sindacati, appunto gli stakeholder, cercando di affrontare il "*principio di chi o cosa conta davvero*". Riconosciuto come leader nell'etica aziendale e nella gestione strategica, il suo lavoro continua a ispirare gli studiosi.

²¹ J. Claydon, *A new direction for CSR: the shortcomings of previous CSR models and the rationale for a new model*, in: Social Responsibility Journal, vol. 7, no. 3, pp. 405-420, 2011.

attività di un'azienda o di un settore, probabilmente si impegneranno affinché questa abbia un futuro. Freeman dice: Prova a costruire una grande azienda senza il supporto degli stakeholder. Non è sostenibile.” (Elkington, 1997)

Tuttavia, il tema e i concetti della *Responsabilità Sociale d'Impresa* apparvero già in una pubblicazione del 1968 da parte dell'economista Giancarlo Pallavicini, fautore del "*Metodo di decomposizione dei parametri*"²² per calcolare i risultati non economici dell'attività aziendale, che riguardano le questioni sociali, etiche ambientali, morali e culturali.

Anche il concetto delle 3Ps e della valorizzazione di aspetti non economici era stato elaborato nei primi anni '80 da alcuni economisti, che evidenziavano il rispetto da parte dell'impresa della dignità umana e dell'etica come parametro fondamentale per la creazione di un clima aziendale fondato sui principi di uguaglianza e democrazia. A riguardo, è meritevole di citazione il lavoro di Carlo Masini²³ che nel 1978 scriveva di temi quali la difesa dell'occupazione nel rispetto della dignità e dei diritti della persona come responsabilità sociale delle imprese e la tutela dei risparmiatori verso le scelte di poteri economici che hanno distrutto imprese senza alcun rispetto dei valori etici ed economici.

In ogni caso Freeman con la sua teoria aveva spostato il focus e l'importanza dei temi legati all'ambiente e al sociale tanto che si cominciò a parlare di "*Servant Leadership Theory*"²⁴, una filosofia di leadership dove il Servant Leader ha l'obiettivo di migliorare l'ambiente lavorativo e l'etica dell'impresa al fine di formare, un'organizzazione aziendale vicina all'ambiente e alla comunità in cui opera. Robert K. Greenleaf introdusse il nuovo stile di leadership nel 1970 con il saggio "*The Servant as Leader*", seguito poi dal libro "*Servant Leadership*" del 1977 in cui, diversamente dalla tradizionale leadership il cui obiettivo è la massimizzazione del profitto, il Servant Leader condivide il potere mettendo al primo posto le esigenze dei dipendenti e aiutando le persone a crescere e a lavorare nel miglior modo possibile.

1.4 Le 7 rivoluzioni della sostenibilità

L'elemento innovativo dell'agenda TBL è considerare le aziende non solo per il valore economico che apportano, ma anche per il valore ambientale e sociale che aggiungono o distruggono. Elkington individua "*7 rivoluzioni della sostenibilità*"

²² G. Pallavicini, *Strutture integrate nel sistema distributivo italiano*, Giuffrè, Milano, 1968.

²³ C. Masini, Studioso e docente presso le Università Bocconi, Ca' Foscari di Venezia e Parma, *Il sistema dei valori d'azienda*, Giuffrè, 1978.

²⁴ R. K. Greenleaf, per 38 anni Direttore della ricerca gestionale di AT&T pubblicò il saggio *The Servant as Leader*, Cambridge, Massachusetts, Center for Applied Studies, 1970 e il libro *Servant Leadership – A Journey into the Nature of Legitimate Power and Greatness*, Paulist Press, 1977.

strettamente collegate tra loro, attraverso le quali il sistema economico sarà completamente stravolto anche perché è ormai in atto una vera e propria rivoluzione culturale globale: *“la transizione del capitalismo sostenibile sarà una delle più complesse che la nostra specie abbia mai dovuto negoziare”*. (Elkington, 1997)

Elkington vede le imprese, molto più dei governi o delle organizzazioni non governative (ONG), guidare questa trasformazione, anche se paradossalmente non sarà facile arrivarci e per molti sarà estenuante se non impossibile, con un cambio di paradigma che porterà il sistema economico complessivamente a interagire passando dal vecchio al nuovo modo di intendere il business.

Rivoluzione 1 – Mercati: Compliance (old) → Competition (new) Sarà guidata dalla concorrenza, in gran parte attraverso i mercati. In futuro, le imprese opereranno in mercati più aperti alla concorrenza, nazionale e internazionale, che in qualsiasi altro momento, trasformando il nostro mondo. Nell'ordine mondiale emergente, interi mercati diventeranno anche estremamente fluidi, inghiottendo intere aziende, persino industrie. Imparare a individuare le condizioni di mercato e i fattori che possono innescare questo processo sarà una chiave per la futura sopravvivenza aziendale e il successo.

Già oggi a un numero crescente di aziende vengono richieste, dai clienti e dai mercati finanziari, informazioni su aspetti legati ai loro impegni e prestazioni in chiave TBL e questa pressione, anche se basata su tendenze economiche, sociali e politiche più ampie, può solo crescere nel lungo periodo. Di conseguenza, le aziende passeranno a un nuovo approccio di sviluppo, utilizzando il pensiero e la contabilizzazione TBL per definire azioni e investimenti conseguenti.

Rivoluzione 2 - Valori: Complesso (old) → Semplice (new) Sarà guidata dal cambiamento mondiale dei valori umani e sociali. La maggior parte delle persone, considera i valori come un dato di fatto, non ci pensa affatto. Eppure, i nostri valori sono il prodotto della programmazione, quando cambiano, a ogni generazione successiva, intere società possono diventare instabili. Le aziende che si sono sentite su un terreno solido per decenni, improvvisamente scoprono che il mondo, come lo conoscevano, viene capovolto dentro e fuori. La rivoluzione pacifica nelle Filippine, o gli straordinari cambiamenti nell'Europa dell'Est nell'89, le esperienze della Shell durante le controversie Brent Spar e Nigeria, portarono in seguito all'annuncio che, in futuro, avrebbero consultato le ONG su questioni come l'ambiente e i diritti umani prima di decidere sulle opzioni di sviluppo. Texaco, compagnia petrolifera statunitense che ha pagato 176 milioni di dollari in un accordo extragiudiziale nella speranza che avrebbe seppellito la controversia sul suo scarso record nell'integrazione delle minoranze etniche, per continuare con aziende che sono crollate a causa di crisi basate sui valori, tra cui Enron e

Arthur Andersen che fu il più colossale fallimento della storia statunitense quasi 50 miliardi di dollari che fece chiudere le due multinazionali. (Elkington, 2004)

Rivoluzione 3 – Trasparenza: Chiusa (old) → Aperto (new) Questa è già in corso, alimentata dalla crescente trasparenza internazionale. Le imprese troveranno le priorità, gli impegni e le attività sotto un controllo sempre più intenso in tutto il mondo. Alcune forme di divulgazione saranno volontarie, ma altre si evolveranno con scarso coinvolgimento diretto della maggior parte delle aziende. Per molti aspetti, la rivoluzione della trasparenza è ormai "fuori controllo". La Cina è stata costretta ad aprirsi al mondo a causa dell'epidemia globale di SARS.

Questo processo di apertura è guidato da nuovi valori e strumenti di informazione in cui le diverse parti interessate richiedono sempre più informazioni su ciò che il business sta facendo e pianificando di fare per confrontare e classificare le prestazioni delle aziende concorrenti. L'avvio nel 2001 dell'iniziativa *Global Reporting Initiative (GRI)*²⁵, che ha sviluppato e definito gli standard di rendicontazione della performance sostenibile (noto come bilancio sociale) di aziende e organizzazioni di qualunque dimensione, settore e Paese, sui principi del TBL è uno dei simboli di questa tendenza e cambiamento.

Rivoluzione 4 – Ciclo di vita della Tecnologia: Prodotto (old) → Funzione (new) Questa rivoluzione è guidata, e sta guidando, la rivoluzione della trasparenza. Le aziende sono messe in discussione sulle implicazioni che i principi TBL hanno sulle attività industriali o agricole lungo la catena di approvvigionamento o sulle implicazioni dei loro prodotti in uso e dopo che la vita utile del prodotto è terminata.

È un passaggio da aziende che si concentrano sull'accettabilità dei loro prodotti nel punto vendita a una nuova enfasi sulle loro prestazioni, cioè dall'estrazione delle materie prime fino al riciclaggio o allo smaltimento. La gestione dei cicli di vita di tecnologie e prodotti sarà un obiettivo chiave del business del futuro.

Nike, per esempio, è stata presa di mira dagli attivisti perché essendo il marchio più venduto al mondo, inizialmente negava la responsabilità per qualsiasi negligenza che potesse aver luogo nelle fabbriche dei suoi fornitori. Con la campagna di sensibilizzazione che ha segnato un colpo diretto sui profitti di Nike, la società oggi opera con un'apertura e una trasparenza che sarebbero state impensabili prima, tanto da pubblicare sul sito della

²⁵ *Global Reporting Initiative (GRI)* è una rete di organizzazioni che ha sviluppato il framework più adottato per il reporting sulle attività sostenibili. Creato nel '97 dalla no-profit CERES (*the Coalition for Environmentally Responsible Economies*) con sede negli Stati Uniti per le economie ecologicamente responsabili e l'Istituto Tellus con il sostegno dell'UNEP. GRI raccoglie materiale sulle performance ambientali, sociali e di governance e produce alcuni degli standard più comunemente applicati per la segnalazione di sostenibilità nei settori dell'impronta ecologica, della governance sociale ambientale (ESG), della Triple Bottom Line (TBL) e CSR. Dal gennaio 2009, più di 1.500 organizzazioni provenienti da 60 Paesi applicano questi standard nei loro rapporti sulla sostenibilità.

Fair Labor Association²⁶ oltre 150 rapporti di ispezioni, condotte da terze parti indipendenti.

Rivoluzione 5 – Partnership: Ribaltamento (old) → Simbiosi (new) Accelererà notevolmente la velocità con cui nuove forme di partnership sorgeranno tra aziende e tra queste e altre organizzazioni, compresi alcuni dei principali gruppi di sensibilizzazione (Campaigning Groups). Le aziende che una volta erano antagoniste, collaboreranno sempre più e proporranno nuove forme di relazione ai competitor quali chiave del successo. Ciò non significa che per gruppi come Greenpeace, preparati a questo nuovo approccio, vedranno la fine degli attriti ma anzi che questi dovranno elaborare modi diversi per sfidare e lavorare sinergicamente con un settore o con un'azienda.

Revolution 6 – Tempo: Più esteso (old) → Più lungo (new) Si dice che il tempo è breve, il tempo è denaro, ma la sostenibilità promuoverà un profondo cambiamento nel modo in cui lo comprendiamo e gestiamo. Mentre le notizie dal mondo arrivano in tempo reale, così le aziende scoprono che il tempo attuale sta diventando sempre "più ampio" nel senso che comporta l'apertura fuori dalla dimensione temporale, con sempre più eventi ogni minuto di ogni giorno dove i requisiti di reporting trimestrali e online sono fattori chiave. Al contrario, la sostenibilità sta spingendo nella direzione opposta verso un tempo "lungo". La maggior parte dei politici e degli imprenditori trova difficile pensare anche due o tre anni avanti, la portata della sfida è indicata dal fatto che l'agenda richiede di pensare attraverso decenni, generazioni e, in alcuni casi, secoli.

Mentre la competizione basata sul tempo, come il "just in time", continua ad accelerare il ritmo della concorrenza, la necessità di costruire una dimensione "*long time*" sarà più forte per la pianificazione aziendale attraverso l'uso di scenari, o visioni alternative del futuro, un modo per espandere gli orizzonti temporali e stimolare la creatività.

Rivoluzione 7 - Corporate governance: Esclusiva (old) → Inclusiva (new) Qualunque siano i driver, alla fine il business in base al TBL è responsabilità del Corporate Board. Questa rivoluzione è guidata da ciascuna delle altre rivoluzioni

²⁶ Fair Labor Association (FLA) è uno sforzo collaborativo senza scopo di lucro di università, organizzazioni della società civile e imprese. La FLA è stata fondata nel 1999 e si è evoluta da una task force creata dal Presidente Bill Clinton a seguito di una serie di scandali di lavoro minorile e altri che avevano coinvolto importanti società. Le aziende di abbigliamento, calzature, i gruppi di lavoro e per i diritti umani coinvolti nella task force iniziale hanno formato un'organizzazione poi sciolta nota come *Apparel Industry Partnership* (AIP) nel 1996. Nel 1999, il documento di statuto dell'AIP è stato modificato per istituire la FLA. Dal 2001 al 2013, Aret van Heerden è stato Presidente e CEO. Dal 2015, la FLA è stata guidata da Sharon Waxman, in precedenza Vicepresidente per le politiche pubbliche e la difesa presso l'International Rescue Committee (IRC), ed ex consigliere senior per la sicurezza nazionale del senatore statunitense Edward Kennedy (D-MA). La FLA monitora le fabbriche di tutto il mondo, tra cui le Americhe, Europa, Medio Oriente, Africa (EMEA), Asia meridionale e orientale, Sud-est asiatico.

generando una nuova visione della governance aziendale. Oggi, invece di discutere solo su questioni come le remunerazioni dei dirigenti, vengono poste nuove domande quali “Qual è lo scopo del business”, “Chi dovrebbe avere voce su come vengono gestite le aziende”, “Qual è l'equilibrio appropriato tra shareholder e stakeholder”, e “Quale equilibrio dovrebbe essere raggiunto a livello di TBL”.

Migliore è il sistema di governo societario, maggiori sono le possibilità di costruire un capitalismo realmente sostenibile. Tuttavia, non ci si è concentrati troppo sui Consigli di Amministrazione né si ha una comprensione dettagliata di come funzionino i Consigli di Amministrazione e i sistemi di governo societario. Una percentuale crescente di questioni di sostenibilità aziendale ruota non solo attorno alla progettazione di processi e prodotti, ma anche alla progettazione delle aziende, della loro catena del valore (ecosistemi di imprese) e dei mercati in cui operano.

La joint venture tra *Coalition for Environmentally Responsible Economies (CERES)* e la piattaforma analitica *Innovest EcoValue'21* per la disponibilità di report di sostenibilità sugli aspetti di corporate governance dei rischi associati ai cambiamenti climatici è un primo esempio della tendenza. L'esperienza suggerisce che il modo migliore per garantire che una determinata società affronti pienamente l'agenda TBL è quello di costruire i requisiti fin dall'inizio. Un primo esempio è il *Chicago Climate Exchange (CCX)*²⁷, che ha sperimentato il trading di emissioni di gas serra (venivano ricompensati i produttori agricoli che coltivavano piante in grado di assorbire la CO²).

Il punto centrale del dibattito sulla sostenibilità è proprio sul passaggio dalle pubbliche relazioni al vantaggio competitivo e alla corporate governance nei Consigli di Amministrazione.

1.5 Dal 1960 a oggi – I cambiamenti verso la sostenibilità

Dal 1960 a oggi, vi sono state diverse “Wave” di pressione pubblica che hanno plasmato l'agenda ambientale e, a seguito delle quali, i ruoli e le responsabilità dei governi e del settore pubblico sono mutati in risposta a ciascuna di esse. A ogni Wave positiva è

²⁷ Fino al 2010 CCX era gestito dalla società pubblica Climate Exchange PLC, che possedeva anche l'European Climate Exchange. Richard Sandor, creatore del Sustainable Performance Group, ha fondato la piattaforma di trading. La borsa ha scambiato emissioni di sei gas: esafluoruro di zolfo, anidride carbonica, perfluorocarburi, metano, protossido di azoto e idrofluorocarburi. CCX ha iniziato a operare nell'ottobre 2003, prima dell'inizio nell'Unione Europea attraverso il sistema ETS. Il Valley Wood Carbon Sequestration Project, il primo progetto di questo tipo a essere verificato attraverso il Chicago Climate Exchange, è stato destinatario di finanziamenti compensativi generati attraverso una partnership unica, sviluppata nel 2008 da Verus Carbon Neutral, che ha riunito 17 commercianti dell'area commerciale e gastronomica della Virginia-Highland di Atlanta per stabilire la prima Carbon Neutral Zone negli Stati Uniti.

sempre seguito un periodo negativo di preoccupazione pubblica ma la successiva Wave ampliava significativamente le agende della politica e del business. (Elkington, 2004)

La Wave 1 (Environment) è partita ai primi anni del 1960 e ha portato alla comprensione che gli impatti ambientali e le richieste di risorse naturali dovevano essere limitati con una rigida legislazione ambientale. L'ondata di cambiamento si intensificò alla fine del decennio, raggiungendo il picco dal 1969 al 1973 in cui la prima Giornata della Terra nel 1970 fu una pietra miliare del mutamento dei sentimenti della collettività.

Per tutta la metà degli anni '70, un'ondata di legislazione ambientale da parte dell'OCSE (*Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico*) ha attraversato i diversi Paesi e la risposta aziendale fu difensiva, concentrandosi sulla conformità, nella migliore delle ipotesi. Il ruolo di protezione ambientale che i governi avevano assunto si rivelò inadeguato per sostenere una più ampia metamorfosi economica. L'intero concetto di "protezione ambientale" costituiva un limite al cambiamento richiesto dallo sviluppo sostenibile.

Seguì la Wave 1 negativa, che andò dalla metà degli anni '70 al 1987. Le piogge acide hanno avuto un forte impatto sulla politica dell'Unione Europea durante i primi anni '80, ma questo è stato, nel complesso, un periodo di politica conservatrice, con energici tentativi di ridurre la legislazione ambientale. Tuttavia, un importante punto di svolta fu raggiunto nel 1987. La Wave 2 (Green) iniziata nel 1988 con la pubblicazione di *Our Common Future* da parte della Commissione Brundtland (UNWCED, 1987), che iniettò il termine "*Sviluppo Sostenibile*" nel consenso politico. Questioni come l'esaurimento dell'ozono e la distruzione della foresta pluviale contribuirono ad alimentare un nuovo movimento di consumismo green.

Arrivò una più ampia consapevolezza sulla necessità di avere nuovi tipi di tecnologie di produzione e di prodotti, che culminò nell'intuizione che i processi di sviluppo dovessero diventare sostenibili e nella sensazione che le aziende avrebbero dovuto prendere l'iniziativa. La risposta aziendale cominciò a essere più competitiva. Il picco della Wave 2 è durato dal 1988 al 1991. La Wave 2 negativa, seguì nel '91, anche se il Vertice della Terra delle Nazioni Unite del 1992 a Rio ritardò l'imminente Wave negativa, innescando "picchi" nella copertura mediatica di questioni come il cambiamento climatico, la biodiversità e contro il calo della preoccupazione pubblica.

Un risultato positivo fu, comunque, il lancio, attraverso la successiva Wave negativa 1992-1998, di una serie di standard di mercato volontari come AA1000, Global Reporting Initiative, ISO 14000 e SA8000. L'analisi aziendale si spostò sulla gestione della qualità totale, del TBL e della rendicontazione ambientale e di sostenibilità. Le tendenze non sono state tutte in calo, ma ulteriori picchi guidati da polemiche intorno a società come Shell, Monsanto e Nike e dalle preoccupazioni pubbliche, almeno in Europa,

sul "morbo della mucca pazza" e sugli alimenti geneticamente modificati, consentirono di non abbandonare il tema della sostenibilità.

La Wave 3 (*Globalizzazione*) iniziata nel 1999 comprendeva molte questioni della Wave 1 e 2, ma sempre più nel contesto dei processi di globalizzazione, liberalizzazione e privatizzazione. Si concentrò sul crescente riconoscimento che lo sviluppo sostenibile doveva richiedere profondi cambiamenti nella governance delle società e nell'intero processo di globalizzazione, ponendo una rinnovata attenzione al governo e alla società civile. La globalizzazione indebolì molti governi, come lo status di superpotenza degli Stati Uniti e, mentre i mercati e le catene di approvvigionamento si globalizzavano prima dei sistemi di governance globale, i riflettori erano puntati sulle multinazionali appunto Shell, Nike, Monsanto. Oltre alla conformità e alle dimensioni competitive, la risposta aziendale doveva concentrarsi sulla creazione del mercato. Dopo che la Wave 3 fu interrotta dagli eventi dell'11/9, la Wave 3 negativa 2002-2006 culminò con il crollo finanziario del 2007-2008. Si concentrò sulle nuove definizioni, più ristrette, di sicurezza, sulle nuove forme di governance (sia globale sia aziendale), sull'agenda dell'accesso all'acqua pulita, all'energia ai prezzi accessibili, ai farmaci, al ruolo dei mercati finanziari e al ruolo sempre più centrale degli imprenditori sociali.

Nel 2002, il WSSD (*Vertice mondiale delle Nazioni Unite sullo sviluppo sostenibile*) inserì la questione della governance per lo sviluppo sostenibile nell'agenda globale, anche se non in quella del governo degli Stati Uniti. Gli Stati Uniti, che avevano contribuito a innescare e guidare le prime due Wave, rimasero in una sorta di onda negativa in relazione a questioni come i cambiamenti climatici, in contrasto con l'opinione pubblica e la pressione in altri Paesi dell'OCSE.

La Wave 4 (Sostenibilità), che ha raggiunto il picco intorno al 2010-2012, vide un crescente uso della parola "Sostenibilità", con molti leader aziendali che annunciarono di averla già "incorporata". Nel frattempo, ci fu l'inizio di un passaggio generazionale quando i boomer incominciarono a ritirarsi e le Generazioni X e Y fecero sentire le loro priorità. Nuove forme di social media e social network iniziarono a trasformare aziende e organizzazioni (Amazon, iTunes). Le proteste contro l'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC), la World Bank, il Fondo Monetario Internazionale (FMI), il Gruppo degli 8 Paesi industrializzati (G8), il Forum Economico Mondiale e altre istituzioni richiamarono l'attenzione sul ruolo critico delle istituzioni pubbliche e internazionali nel promuovere o ostacolare lo sviluppo sostenibile.

Ogni volta che una Wave è cresciuta fino a un picco, è avvenuto un evento che ha rotto la curva, la guerra in Iraq e Iran, 1980-1988 e prima ancora gli shock petroliferi dell'OPEC, gli attacchi del 2001 al World Trade Center, il crollo finanziario del 2007-2008. La Wave 5 di "Greta Thunberg" nel periodo 2015-2021, dove la Thunberg creò il

suo primo sciopero “Fridays for Future” nel 2018, colpì la società per l'impegno e per la passione, ma anche per l'ansia dei giovani per il clima di tutto il mondo.

La Wave negativa di oggi del Covid-19 e della guerra Russa in Ucraina, ci fanno pensare a una ripresa e una transizione verso un nuovo sistema. Le campagne per realizzare questo cambiamento, tra "*Time for a Reset*" del Financial Times e il progetto "*Great Reset*" del World Economic Forum, piuttosto che il numero crescente di aziende che si impegnano a diventare rigenerative da sfidanti, come Patagonia o grandi incumbent quali Walmart e Unilever, faranno progressivamente emergere ciò che Elkington chiama: *“l'economia della crisalide: un'economia globale che la mia generazione ha fatto crescere, dandone per scontate stabilità ed efficienza, ma che si è rivelata voracemente distruttiva come un gigantesco bruco globale. Se emergerà, un'economia globale sostenibile emergerà attraverso un'era di intensa metamorfosi tecnologica, economica, sociale e politica”*. (Elkington, 2001)

Il TBL è solo all'inizio e servirà un approccio molto più globale che coinvolga un'ampia gamma di parti interessate per coordinarsi in molti settori della politica governativa, fiscale, tecnologica, di sviluppo economico, del lavoro, di sicurezza, di rendicontazione aziendale e così via.

CAPITOLO 2 – Investimenti responsabili

2.1 Fattori ESG e Investimenti Socialmente Responsabili

Al crescere dell'interesse verso l'ambiente e il sociale e nella ricerca di un criterio che fosse rispetto al TBL maggiormente in grado di valutare un investimento come responsabile, sono stati elaborati i fattori ESG (Environmental, Social, Governance). La nozione di ESG²⁸ nasce nel 2005 dagli *Investimenti Socialmente Responsabili* (SRI). Il termine fu coniato a seguito di uno storico report, “*Who Cares Wins*” dell'autore Ivo Knoepfel, un anno dopo l'iniziativa tra il Segretario Generale delle Nazioni Unite Kofi Annan e cinquanta CEO delle principali istituzioni finanziarie, per definire linee guida e raccomandazioni su come inserire i fattori ESG nel settore finanziario sulla scia dell'iniziativa *Global Compact* del 2000.

Le istituzioni finanziarie avrebbero dovuto integrare i fattori ambientali, sociali e di governance in modo più sistematico nei processi di ricerca e di investimento, accompagnati da un forte impegno del Consiglio di Amministrazione. Mentre gli SRI, si basano su valori etici e morali e utilizzano prevalentemente screen negativi, per esempio, non investire in aziende operanti nel settore dell'alcol, delle armi o del tabacco, gli investimenti ESG assumono che i fattori ESG abbiano una rilevanza finanziaria.

Col passare del tempo la considerazione da parte delle società e degli operatori finanziari verso tali fattori si è accentuata. UNEP/Fi, nello stesso periodo, pubblicava nel 2005 il documento *Freshfields Bruckhaus Deringer Report “A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment”*²⁹ che dimostrava come le questioni ESG fossero rilevanti per la valutazione finanziaria. Questi due rapporti sono stati i presupposti per il lancio successivo alla Borsa di New York dei “*Principles for Responsible Investment*” (PRI) nel 2006 e della “*Sustainable Stock Exchange Initiative*” (SSEI) l'anno successivo.

Il PRI contiene sei principi a carattere unicamente volontario, con il solo obbligo di pubblicare un report sulle politiche di investimento responsabile adottate unitamente al bilancio di esercizio. I sei principi riportano in sintesi tutti gli aspetti inclusi negli ESG: **(i)** incorporazione dei temi ESG nell'analisi di investimento e processi decisionali; e **(ii)** nelle politiche di gestione; **(iii)** richiedere alle società su cui si investe le informazioni sugli aspetti ESG; **(iv)** promuovere l'accettazione e implementazione dei principi nel

²⁸ G. Kell Contributor, *The Remarkable Rise Of ESG*, Forbes, 2018.

²⁹ Freshfields Bruckhaus Deringer, è uno dei più grandi studi legali del mondo, a valutare se gli investitori istituzionali siano autorizzati a integrare questioni di governance, ambientali e sociali all'interno del processo decisionale di investimento e nelle pratiche di proprietà. Il report descrive il quadro giuridico per le istituzioni in Australia, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti. Cfr. https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf

settore degli investimenti; (v) collaborare nel mettere in pratica i principi; (vi) rendicontare le attività collegate all'applicazione dei principi.

Di fatto, l'adozione al PRI e quindi il rispetto dei suoi principi in fase di investimento nelle società, non fa altro che indicare e definire nella pratica, il concetto di “*Investimento Sostenibile*” ossia fedele ai principi di Environmental, Social e Governance. Il periodo pandemico ha alzato l'attenzione di operatori e consumatori verso i principi dell' ESG, proprio come momento e opportunità per rimodulare le procedure produttive aziendali. Gli istituti bancari/finanziari con le agenzie di rating ESG, utilizzano gli indici di ESG come metro di valutazione sulle scelte di investimento, considerando che anche i consumatori prediligono aziende che svolgono attività in modo sostenibile e responsabile e quindi rispettose dei fattori ESG.

L'adozione dei fattori ESG, come criterio guida per l'individuazione di strategie e politiche aziendali, contribuisce a migliorare la reputazione dell'impresa tra investitori e consumatori, creando così un legame tra Corporate Reputation e investimenti socialmente responsabili. La tutela dell'ambiente e il rispetto del capitale umano sono aspetti sui quali è necessaria un'attenzione in qualsiasi ambito. Non c'è dubbio che i fattori ESG e la TBL abbiano consentito alle tematiche sociali e ambientali di avere un ruolo crescente nel settore economico dove la loro valutazione è un passaggio necessario in qualsiasi strategia di investimento sostenibile delle imprese.

2.2 Come rendicontare la performance sostenibile

L'avvio nel 2001 dell'iniziativa *Global Reporting Initiative* (GRI)³⁰, che ha sviluppato e definito gli standard di rendicontazione della performance sostenibile sulla base dei principi del TBL (bilancio sociale) per aziende e organizzazioni di settore, Paese e dimensione, è la dimostrazione del cambiamento.

Per le imprese che adottano gli standard, l'identificazione e la valutazione degli aspetti materiali che influenzano le valutazioni e le decisioni degli stakeholder e l'impatto ambientale, sociale ed economico che l'impresa produce sono elementi chiave.

Il GRI definisce gli stakeholder come “*L'entità o l'individuo che potrebbe essere influenzato dalle attività, dai servizi e dai prodotti di chi redige il report, o le cui azioni possono influenzare la capacità dell'impresa di implementare con successo le strategie per raggiungere gli obiettivi. Gli stakeholder includono entità o persone fisiche i cui diritti (per legge o convenzioni internazionali) gli conferiscono legittime pretese verso l'impresa. Gli stakeholder includono anche chi è coinvolto nell'organizzazione (i*

³⁰ Cfr. Nota 25.

dipendenti e gli azionisti), o coloro che hanno altri rapporti con l'organizzazione (fornitori, comunità locali, ONG o altre organizzazioni della società civile)".

Gli standard GRI si suddividono in quattro gruppi uno concerne gli standard "universal" mentre gli altri tre sono "specifici" ciascuno per la componente ESG. Gli standard hanno preso in esame quattro settori, Carbone, Petrolifero, Gas e Agricoltura, soprattutto perché settori ben documentati negli impatti sulle dimensioni ESG, come sulla biodiversità, sui diritti umani e sui cambiamenti climatici (*GRI Sector Program*).

Il 6 ottobre 2021, il GRI ha lanciato i nuovi Universal Standard che entreranno in vigore a gennaio 2023. L'approccio di rendicontare l'impatto sostenibile separato dai documenti finanziari pubblicati convenzionalmente, con l'entrata del GRI tutte le informazioni saranno ricondotte in un unico documento.

L'"International Integrated Reporting Initiative" (IIRC) e il "Sustainability Accounting Standards Board" (SASB)³¹, hanno contribuito a migliorare la rendicontazione integrata e la rilevanza per gli investitori. Nello sviluppo degli standard, la SASB da un insieme di 26 temi di sostenibilità ha individuato le dimensioni Environment, Leadership & Governance, Human Capital, Business Model & Innovation, Social Capital.

Gli standard SASB sono diversi da settore a settore, consentendo di comparare i risultati con altre società e altri settori, inoltre, un sistema documentato e trasparente di feedback da parte di aziende e investitori consente il loro aggiornamento nel tempo. Questo fa sì che i dati e le informazioni ESG migliorino costantemente. Ovviamente il tema della qualità dei dati è estremamente sensibile sia come certificazione della fonte dei dati sia nella ricerca delle informazioni da applicare ai dati ESG in aggiunta alle informazioni finanziarie convenzionali.

Mentre le società quotate e di grandi dimensioni sono tenute per legge a predisporre un'attestazione indipendente (assurance) di conformità delle analisi e delle fonti, tutte le altre società senza obblighi specifici non sembrano preoccuparsene. La *Direttiva UE*

³¹ Gli standard SASB gestiscono informazioni sulla sostenibilità rilevanti per aziende e investitori. Disponibili per 77 settori, gli Standard consentono di analizzare questioni ambientali, sociali e di governance più rilevanti. A partire dal 1° agosto 2022, SASB, si è consolidata nella IFRS, che ha istituito il primo International Sustainability Standards Board (ISSB). ISSB supervisiona gli standard SASB L'ISSB incorporerà l'approccio di sviluppo degli standard di settore SASB nel processo di sviluppo degli standard ISSB.

2014/95 “Non-Financial Reporting Directive”(NFRD)³², modifica la *Direttiva sui Bilanci d’Esercizio e Consolidati*³³, impone alle aziende di grosse dimensioni (incluse banche e assicurazioni), di predisporre la rendicontazione annuale delle informazioni su questioni sociali, ambientali, personale, corruzione attiva e passiva, diritti umani.

A partire dal 2018, le società sono obbligate a includere le dichiarazioni non finanziarie nelle Relazioni Annuali. La Commissione Europea si era impegnata a rivedere l’NFRD³⁴ come parte della strategia per rafforzare la normativa sugli investimenti sostenibili anche per le forti pressioni di gruppi di stakeholder che richiedono, con sempre più insistenza, una sua revisione.

A riguardo la nuova *Direttiva UE “Corporate Sustainability Reporting Directive”* (CSRD)³⁵ approvata il 23 febbraio 2022 sostituisce la *Direttiva UE 34/2013*, la “*Direttiva Contabile*”, la “*Direttiva e Regolamento sull’Audit*”, la “*Transparency Directive*” rinominando la rendicontazione in “*Reporting di sostenibilità*” invece di “*Reporting non finanziario*”. La *Direttiva* entrerà in vigore nel 2024 per le aziende grandi, nel 2025 per aziende grandi non soggette a NFRD e nel 2026 per le PMI per le quali verrà definito uno specifico Regolamento.

Rispetto alla NFRD, la *Direttiva* del “*Reporting di sostenibilità*” (CSRD) prevede cinque novità: **(i)** Obbligo di informazioni sulla sostenibilità esteso ad altre aziende; **(ii)** Obbligo di verifica delle informazioni di sostenibilità. In Italia è già previsto dalla normativa che un “un revisione legale appositamente designato” effettui la revisione delle informazioni³⁶. **(iii)** Requisiti di rendicontazione più dettagliati chiarendo il principio di “*double materiality*”; **(iv)** Obbligo di rendicontazione in base a standard di sostenibilità

³² *Direttiva UE 2014/95 sulla Rendicontazione Non Finanziaria* (NFRD); con l’introduzione dell’art. 19-bis e dell’art. 29-bis per le relazioni consolidate nella *Direttiva UE 2013/34*, è stabilito che le imprese grandi (numero medio di 500 dipendenti durante l’esercizio) alla data di chiusura del bilancio includano una dichiarazione di carattere non finanziario nella relazione sulla gestione contenente informazioni, sociali relativi al personale, ambientali, al rispetto dei diritti umani, alla lotta alla corruzione in modo da comprendere l’andamento dell’impresa, i suoi risultati, la sua situazione e l’impatto della sua attività: (i) descrizione del modello aziendale; (ii) politiche applicate sui predetti aspetti, comprese le procedure applicate; (iii) risultato delle politiche; (iv) rischi connessi alle attività che possano avere ripercussioni negative, modalità di gestione adottate; (v) indicatori di prestazione non finanziaria. Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=IT>.

³³ *Direttiva UE 2013/34 Bilanci d’Esercizio, Consolidati e relative Relazioni*. Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0034&from=it>

³⁴ NFRD Strategy European Commission. Cfr. https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en

³⁵ (CSRD) COM(2022) 71 Final.

³⁶ *D.Lgs 254/2016* l’Italia ha recepito la *Direttiva Accounting UE 2013/34*, che prescrive l’obbligo per il revisore di verificare la predisposizione della DNF e di esprimere il suo parere di conformità rispetto al *D.Lgs.254/2016* e alle metodologie e ai principi di redazione previsti.

UE; (v) Richiede informazioni digitali in modo che siano divulgate a tutti in trasparenza e fornite informazioni omogene e confrontabili.

Al riguardo, la Commissione Europea ha chiesto all'EFRAG (*Gruppo Consultivo Europeo per le Relazioni Finanziarie*) lo sviluppo di standard, coerenti con il *Green Deal Europeo* e con “*The regulation on sustainability disclosures in the financial services sector (EU 2019/2088)*” e “*The regulation on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation 2019/2088 (EU 2020/852)*”. La Commissione Europea dovrà comunque incorporare le norme internazionali dell'IFRS Foundation in fase di sviluppo.

Una prima serie di norme di segnalazione sono state adottate dalla Commissione Europea il 23 aprile 2022 (specifiche informazioni da divulgare per tutti i settori e questioni riferite alla sostenibilità), una seconda serie, dovrebbe essere adottata entro il 31 ottobre 2025 (specifiche informazioni complementari di sostenibilità e di settore, unitamente agli standard per le Piccole e Medie Imprese). Per quanto riguarda gli standard di assurance, questi richiamano norme e principi internazionali e italiani³⁷.

PRINCIPI INTERNAZIONALI Si riferiscono a: (i) *Principi di revisione (ISA)* dell'International Federation of Accountants (IFAC); (ii) *l'ISAE 3000 (Revised) Assurance Engagements other than Audits or Reviews of Historical Financial Information*³⁸ dello IAASB che sono alla base della revisione delle informazioni non finanziarie del bilancio di sostenibilità; (iii) *Principi di verifica dell'AccountAbility's AA1000 Assurance Standard* dell'Institute of Social and Ethical Accountability; (iv) *Linee guida dell'Integrated Reporting Working Group dell'International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB)*.

Lo IAASB a fronte dei cambiamenti normativi, aveva nel 2013 rivisto la normativa ISAE 3000, approvando inoltre modifiche all'*International Framework for Assurance Engagements*, all'*ISAE 3402, Assurance Reports on Controls at a Service Organization*, *ISAE 3410, Assurance Engagements on Greenhouse Gas Statements* e all'*ISAE 3420, Assurance Engagements to Report on the Compilation of Pro Forma Financial Information Included in a Prospectus*.

PRINCIPI ITALIANI Fanno riferimento agli artt. 3 e 4 del *D.Lgs. 254/2016*³⁹ e all'art. 5 del *Regolamento Consob con delibera n. 20267* del 18 gennaio 2018. Nel 2006

³⁷ S. Bianchi, *Report integrato e bilancio di sostenibilità. Linee guida per l'audit*, Amministrazione&Finanza 5, 2013; *Assurance del Report integrato. Linee guida per l'audit secondo gli standard internazionali e italiani*, I libri di Ca' Foscari Edizione 4. 2017.

³⁸ *(ISAE) 3000 (Revised), Assurance Engagements other than Audits or Reviews of Historical Financial Information*. Cfr. <https://www.ifac.org/system/files/publications/files/ISAE%203000%20Revised%20for%20IAASB.pdf>

³⁹ Cfr. Nota 36.

il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ha pubblicato il documento “*Asseverazione e report di sostenibilità*” con le linee guida per la verifica dei report integrati proprio per garantirne l’attendibilità e la legittimità nei confronti degli operatori di mercato.

L’ASSIREVI (Associazione Italiana delle Società di revisione), a marzo 2020, a seguito dell’introduzione del nuovo principio internazionale di riferimento *ISAE 3000 (Revised)* e dei cambiamenti definiti dal *D.Lgs n. 254/2016*, ha pubblicato il documento “*nr. 232 Relazione della società di revisione indipendente sul bilancio di sostenibilità - GRI Standards*”⁴⁰ che aggiorna e sostituisce il precedente *Documento nr. 190* (da intendersi superato). Per definire il modello della relazione di revisione, ci si è riferiti alla tipologia di incarico “*limited assurance*” già prevista dall’*ISAE 3000*. Infatti, i bilanci sociali o di sostenibilità non avendo disposizioni normative che ne disciplinano la redazione, ma avendo una elevata quantità di informazioni qualitative non sempre supportate da un sistema di controllo integrato, si è ritenuto che l’attività di revisione in molti casi non possa essere condotta con il necessario livello di accuratezza richiesto per dichiarare una “*reasonable assurance*” o “*conclusioni in forma positiva*”.

Sicuramente il fatto di non disporre ancora di un linguaggio comune per identificare e descrivere attività, prodotti e servizi finanziari sostenibili oltre all’insufficienza e incomparabilità delle informazioni disponibili costituisce un freno al rapido sviluppo della Finanza Sostenibile.

E’ opportuno trattare il tema del “*Bilancio Sociale*” come strumento obbligatorio di informazione e trasparenza per le imprese sociali e altri *Enti di Terzo Settore* (ETS).

Come abbiamo visto, l’Unione Europea, nel 2001, aveva definito la responsabilità sociale nel “*Libro Verde della Commissione UE*” come “*l’integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate*”. (*Libro Verde*, 2001, p.7). Nel 2007, il Ministero dell’Interno italiano, nel documento *Linee guida di rendicontazione degli Enti Locali*⁴¹, stabilisce una definizione puntuale “*Il Bilancio Sociale è l’esito di un processo in cui l’amministrazione rende conto delle scelte, attività, risultati e dell’impiego di risorse in un dato periodo, in modo da consentire ai cittadini e ai diversi interlocutori di conoscere*

⁴⁰ ASSIREVI, nel marzo 2015 aveva pubblicato il primo documento “*nr. 190 Modello di relazione della società di revisione indipendente sul bilancio sociale o di sostenibilità – GRI – G4*” (da intendersi superato), che forniva indicazioni in merito alla revisione dei report integrati. La relazione è preparata prendendo come riferimento le “*G4 Sustainability Reporting Guidelines*”, come definite dal GRI che richiedono obbligatoriamente l’ottenimento della lettera di attestazione sottoscritta da parte degli Amministratori come avviene anche per la revisione del bilancio.

⁴¹ Ministero dell’Interno, *Osservatorio per la finanza e la contabilità degli Enti Locali, Linee guida per la rendicontazione sociale negli Enti Locali*, 7giugno 2007 di cui all’art. 2 del D.Lgs. 267/00 (Testo unico delle leggi sull’ordinamento degli enti locali). Cfr. https://servizi.comune.fe.it/3477/attach/superuser/docs/linee_guida_osservatorio_07-06-2007.pdf

e formulare un proprio giudizio su come l'amministrazione interpreta e realizza la sua missione istituzionale e il suo mandato". (Osservatorio per la finanza e la contabilità del Ministero dell'Interno, 2007, p.3)

Rappresenta, quindi, il documento di carattere informativo con cui l'ente comunica il proprio impegno (accountability o assunzione di responsabilità), sugli obiettivi che intende raggiungere e i traguardi ottenuti. Il documento si articola in tre aree: **(i)** Ambiente ecologico: utilizzo delle risorse naturali e il suo impatto ambientale; **(ii)** Ambiente economico: come genera e ridistribuisce ricchezza, aiuta a far progredire il Paese e a ridurre la disoccupazione; **(iii)** Ambiente sociale: come tutela i diritti dei lavoratori, si impegna a ridurre i divari di genere e a favorire la crescita del territorio in cui opera.

Il *bilancio sociale*, redatto in base alle linee guida del Ministero dell'Interno, presenta informazioni sulle attività svolte e i risultati sociali conseguiti dall'ente nell'esercizio e, pertanto, costituisce uno strumento a disposizione degli stakeholder (lavoratori, associati, cittadini, pubbliche amministrazioni, ecc.) e della stessa impresa sociale per la valutazione e il controllo dei risultati conseguiti secondo una gestione efficace e coerente con i propri valori e missione⁴². Il bilancio sociale deve consolidare e aiutare la crescita di una cultura rivolta alla responsabilità sociale e alla trasparenza in tutte le fasi della gestione. In questa logica, non solo la rendicontazione, ma anche i sistemi di programmazione, monitoraggio e valutazione devono essere integrati e coerenti con l'identità e i valori degli enti, quanto a esigenze e aspettative degli interlocutori interni ed esterni. (Rogate e Tarquini, 2008 in: GBS, 2020, p.89)⁴³

Con la riforma del *Codice del Terzo Settore* (CTS)⁴⁴ nasce la nuova impresa sociale con la qualifica di *Ente del Terzo Settore* (ETS)⁴⁵ totalmente rinnovata rispetto alla legislazione precedente, con regole specifiche, riferita alle attività di interesse generale che può svolgere, alla gestione del patrimonio (con piccole aperture alla redistribuzione degli utili), sino ai processi di trasformazione, fusione, scissione e cessione d'azienda.

L'impresa sociale non è una forma civilistica a sé stante ma è una "*qualifica*" ossia una modalità specifica del "fare impresa" che prescinde dalla forma giuridica dell'organizzazione che la assume. Possono pertanto acquisire la qualifica di impresa sociale tutti gli enti privati previsti dal codice civile libro I (associazioni, fondazioni,

⁴² Il bilancio sociale deve essere visto non solo nella sua dimensione finale di atto, ma anche in una dimensione dinamica come processo di crescita della capacità dell'ente di rendicontare le proprie attività da un punto di vista sociale attraverso il coinvolgimento di diversi attori e interlocutori, *D.Lgs. 4 luglio 2019*, art. 1.

⁴³ GBS Gruppo di Studio per il Bilancio Sociale, *ASSIREVI Documento di Ricerca n. 17 Rendicontazione Sociale nel Non-Profit e Riforma del Terzo Settore*, FrancoAngeli, 2020.

⁴⁴ *D.Lgs 3 luglio 2017*, n. 117 *Codice del terzo settore* art. 14, 16, 30, 39, 60.

⁴⁵ *D.Lgs 3 luglio 2017*, n. 112 *Revisione della disciplina in materia di impresa sociale* artt. 9-10.

comitati) e libro V (società di capitali, di persone, con l'eccezione delle società con unico socio persona fisica). In particolare, con la qualifica di ETS, vengono indicate le caratteristiche che un'impresa deve possedere: **(i)** Essere associazioni, fondazioni o altro ente di carattere privato (di capitali o di persone); **(ii)** Non perseguire scopo di lucro; **(iii)** Essere iscritti al Registro Unico Nazionale del Terzo Settore (RUNTS); **(iv)** Perseguire finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale; **(v)** Svolgere una o più attività di interesse generale.

La norma definisce anche le categorie di imprese che rientrano negli ETS: **(i)** Organizzazioni di volontariato (Odv); **(ii)** Associazioni di promozione sociale (Aps); **(iii)** Enti filantropici; **(v)** Imprese sociali, incluse le cooperative sociali; **(vi)** Reti associative; **(vii)** Società di mutuo soccorso; **(viii)** Altri ETS, aperta a tutti gli enti che non rientrano in quelle precedenti.

Il Bilancio Sociale è redatto dall'ETS⁴⁶ secondo le linee guida adottate con *D.Lgs del 4 luglio 2019 "Adozione delle Linee guida per la redazione del bilancio sociale degli Enti del Terzo Settore"* che interviene su alcuni principi di redazione: **(i)** Completezza: identificare tutti i principali stakeholder e inserire solamente le informazioni rilevanti per la comprensione della situazione e dell'andamento dell'ente, gli impatti economici, sociali e ambientali della sua attività, o che comunque potrebbero influenzare le valutazioni e le decisioni degli stakeholder; **(ii)** Rilevanza: inserire senza omissioni tutte le informazioni utili a una valutazione da parte degli stakeholder; **(iii)** Trasparenza: chiarire i criteri utilizzati per rilevare e classificare le informazioni; **(iv)** Neutralità: rappresentare informazioni in modo imparziale, documentando, quindi, aspetti positivi e negativi; **(v)** Competenza di periodo: documentare attività e risultati dell'anno di riferimento; **(vi)** Comparabilità: inserire, per quanto possibile, dati che consentano il confronto temporale (come un certo dato varia nel tempo) e spaziale (confrontando il dato con quello di altri territori o enti); **(vii)** Chiarezza: usare un linguaggio accessibile anche a lettori privi di specifica competenza tecnica; **(viii)** Veridicità e Verificabilità: fare riferimento alle fonti utilizzate; **(ix)** Attendibilità: evitare sovrastime o sottostime e presentare dati incerti come se fossero certi; **(x)** Autonomia: laddove sia richiesto a soggetti terzi di collaborare alla redazione del bilancio, a essi va garantita autonomia e indipendenza nell'esprimere giudizi.

Accanto a tali principi, le linee guida definiscono anche i contenuti minimi che ciascun bilancio sociale deve avere, definendo in dettaglio la struttura dei capitoli che lo

⁴⁶ *D.Lgs Ministro del Lavoro e delle Politiche sociali del 4 luglio 2019 Adozione delle Linee guida per la redazione del bilancio sociale degli Enti del Terzo Settore*, G.U. Serie Generale n. 186 del 9 agosto 2019; *D.Lgs 3 luglio 2017, n. 112 Revisione della disciplina in materia di impresa sociale* artt. 9-10; Circolare del Ministero del Lavoro e delle Politiche sociali n. 34 del 29 dicembre 2017 *Codice del Terzo settore. Questioni di diritto transitorio. Prime indicazioni*.

compongono⁴⁷. Per le imprese sociali (diverse dalle cooperative sociali) che già predisponavano un bilancio, sono state modificate parzialmente le informazioni da inserire nel bilancio sociale, mentre per le cooperative sociali e per tutti gli Altri ETS interessati, rappresenta una novità, in quanto la redazione e la pubblicazione del bilancio sociale non rappresentava un obbligo prima della riforma.

Uno degli elementi qualificanti di un ETS è l'assenza di scopo di lucro nella gestione della sua attività, di conseguenza è vietata la distribuzione anche indiretta di utili e avanzi di gestione, fondi e riserve, che devono essere necessariamente reinvestiti in attività di interesse generale definendo, quindi, nuove regole di gestione del patrimonio.

Tra le indicazioni di tipo amministrativo previste dalla nuova normativa, ci sono una serie di obblighi: **(i)** Di segnalare oneri e proventi nel bilancio o rendiconto (a seconda della grandezza dell'ente) in modo da consentire una chiara lettura dell'andamento economico e gestionale; **(ii)** I rapporti tra lavoro e volontariato, avendo le imprese sociali natura commerciale, è impossibile che prevalgano risorse non retribuite nella propria organizzazione; **(iii)** Rispetto del limite massimo di differenza retributiva tra i lavoratori dipendenti fissato per legge⁴⁸ (incluso gli Altri ETS); **(iv)** I gruppi di imprese sociali devono redigere e depositare il bilancio sociale (oltre che il bilancio di esercizio) in forma consolidata rappresentando in modo unitario, a cura della capogruppo, gli esiti sociali derivanti dall'azione dell'insieme delle imprese che lo compongono; **(v)** Tutte le imprese

⁴⁷ L'Osservatorio per la finanza e la contabilità del Ministero dell'Interno, nel documento *Linee guida di rendicontazione sociale aventi per oggetto gli enti* di cui all'art. 2 del *D. Lgs. 267/00* (Testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali) del 7 giugno 2007 adottato con *D.Lgs* del Ministro del Lavoro e delle Politiche sociali del 4 luglio 2019 definisce i contenuti minimi che ciascun bilancio sociale deve contenere, definendo la struttura dei capitoli che lo compongono: (i) Metodologia adottata: criteri di redazione del bilancio ed eventuale modifica dei criteri rispetto agli anni precedenti; (ii) Informazioni generali sull'ente: anagrafica, area territoriale e ambito di attività, missione, relazione con altri enti e informazioni sul contesto di riferimento; (iii) Governance: dati su base sociale e sistema di governo e di controllo dell'ente, aspetti relativi alla democraticità interna e alla partecipazione, identificazione degli stakeholder; alle imprese sociali diverse dagli enti religiosi e dalle cooperative a mutualità prevalente è, inoltre, richiesto di descrivere le modalità di coinvolgimento dei lavoratori e degli utenti. Le cooperative a mutualità prevalente (e quindi tutte le cooperative sociali) assolvono già di per sé questo obbligo attraverso i meccanismi di coinvolgimento tipici della forma cooperativa; (iv) Persone: consistenza e dati di dettaglio su lavoratori e volontari, contratti di lavoro adottati, attività svolte, struttura dei compensi (tra cui i dati sui differenziali retributivi, documentando che la retribuzione più alta non è maggiore di più di otto volte rispetto alla più bassa) e modalità di rimborso ai volontari. In particolare, sono previste forme di pubblicità specifica per i compensi ad amministratori e dirigenti; (v) Attività: informazioni quantitative e qualitative sulle attività realizzate, sui destinatari diretti e indiretti e per quanto possibile sugli effetti, indicando il raggiungimento o meno degli obiettivi programmati e i fattori che ne hanno facilitato o reso difficile il conseguimento. Vanno indicati gli elementi che rischiano di compromettere il raggiungimento delle finalità dell'ente e le azioni messe in atto per contrastare tale evenienza; (vi) Situazione economica e finanziaria: provenienza delle risorse economiche, con separata indicazione dei contributi pubblici e privati, informazioni sulle attività di raccolta fondi, eventuali criticità gestionali e azioni intraprese per mitigarle; (vii) Altre informazioni: contenziosi, impatto ambientale (se pertinente), informazioni su parità di genere, rispetto dei diritti umani, prevenzione della corruzione; (viii) Monitoraggio svolto dall'organo di controllo: modalità di effettuazione ed esiti.

⁴⁸ Tale differenza non può essere superiore al rapporto uno a otto, da calcolarsi sulla base della retribuzione annua lorda.

sociali incluse le cooperative sociali e le imprese sociali di diritto, ove obbligate, devono produrre le scritture contabili, il bilancio economico-patrimoniale e la nota integrativa, (documenti molto simili a quelli già previsti per le imprese comuni), a cui si aggiunge il bilancio sociale, e depositare il tutto presso il registro delle imprese, con pubblicazione conseguente sul proprio sito internet.

Le imprese sociali devono dare altresì conto, nell'ambito del bilancio sociale, delle forme di coinvolgimento di lavoratori, utenti e altri stakeholder, da attuarsi in conformità al proprio statuto e/o regolamento. Tale incombenza diviene superflua per le imprese sociali costituite in forma di cooperativa a mutualità prevalente, dal momento che tale configurazione già di per sé assicura la piena partecipazione degli associati coinvolti nello scambio mutualistico.

Per gli ETS è previsto, inoltre, un sistema di controlli e di sanzioni a fronte di specifiche misure fiscali e strumenti di sostegno e sviluppo. I sindaci, organo di controllo interno, attestano che il bilancio sociale sia stato redatto in conformità alle linee guida ministeriali.

La riforma stabilisce per gli ETS regole e criteri da seguire per la gestione della vita associativa: **(i)** Statuti e regolamenti dovranno riportare indicazioni specifiche in merito alle procedure per l'acquisizione della personalità giuridica e per le operazioni di trasformazioni, fusioni e scissioni. **(ii)** Presenza dei soci negli ETS, dal numero minimo necessario per fondare particolari categorie, ai requisiti di ammissione per i nuovi associati. **(iii)** Nuove regole di governance, struttura e operatività dell'organo di amministrazione, di controllo e revisione legale. **(iv)** Tenuta dei libri sociali (libro associati o aderenti, e libro adunanze e delibere assembleari in cui trascrivere anche i verbali redatti per atto pubblico) utili per seguire e controllare la vita degli ETS.

Gli ETS, inoltre, sono sottoposti a una serie di controlli per verificare: **(i)** la sussistenza dei requisiti di iscrizione al RUNTS; **(ii)** l'adempimento di tutti gli obblighi connessi; **(iii)** il perseguimento di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale; **(iv)** il corretto impiego delle risorse utilizzate. In alcuni casi è previsto anche un organo di controllo o revisore legale dei conti.

L'obbligo di redigere il bilancio sociale per gli ETS (comprese le cooperative sociali che sono diventate imprese sociali) vige dal 2020 in base al già citato *D.Lgs* del 4 luglio 2019. Oltre alle imprese sociali, il CTS prevede l'obbligatorietà del bilancio sociale per gli Altri ETS con ricavi, rendite, proventi o entrate comunque denominate superiori a un milione di euro e per i centri di servizio al volontariato, indipendentemente dalle dimensioni economiche della loro attività. Il bilancio sociale deve dunque sostenere il consolidamento e la crescita diffusa di una cultura dell'accountability, che orienti alla responsabilità sociale e alla trasparenza tutte le fasi della gestione.

Anche gli Altri ETS che non rientrano nella categoria precedente, pur non essendo obbligati, possono redigere e pubblicare il bilancio sociale (per propria autonoma scelta, per richiesta di un finanziatore, ecc.) e nel caso in cui tale documento risulti conforme alla legge, potrà avere la dicitura di “*Bilancio sociale predisposto ai sensi dell’art. 14 del decreto legislativo n. 117/2017*”.

2.3 La centralità del Board nel Codice di Corporate Governance

Il tema della sostenibilità in relazione agli investimenti, tocca sia il mondo delle imprese sia degli emittenti di strumenti finanziari. Banche e società finanziarie (società di investimento, società di assicurazione/riassicurazione, gestori di attività, ecc.) dovranno, indicare la quota delle attività economiche ecosostenibili nel totale delle attività che finanziano o in cui investono.

Il nuovo *Codice di Corporate Governance*, approvato a gennaio 2020, all’art. 1 riporta “*l’organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile*”. Il Codice, in pratica, conferma che la creazione di valore anche nel lungo termine è a vantaggio degli azionisti, considerando in tal modo anche gli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società, definendo un livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici e includendo nelle proprie valutazioni tutti gli elementi che possono assumere rilievo nell’ottica del successo sostenibile della società.

In Italia, un gran numero di società quotate ha già formalizzato almeno una policy relativa alle tematiche ESG, integrando dunque tali elementi nei propri sistemi di gestione del rischio, oltre a iniziare a definire obiettivi legati ad aspetti ESG all’interno di modelli incentivanti (MBO), soprattutto per il Top Management. Dal punto di vista tecnico e operativo, ancorché gli standard di rendicontazione maggiormente utilizzati siano quelli definiti dal GRI, si registra un crescente utilizzo di altri standard tra cui l’*Integrated Reporting Framework*⁴⁹ e il *SASB*⁵⁰.

⁴⁹ International Integrated Reporting Council (IIRC) e Sustainability Accounting Standards Board (SASB) hanno annunciato la loro fusione in Value Reporting Foundation con l’obiettivo di supportare il processo decisionale di imprese e investitori attraverso tre processi chiave: (i) Integrated Thinking Principles, (ii) Integrated Reporting Framework e (iii) SASB Standards. Questi tre processi saranno a disposizione delle aziende e degli investitori per dare una visione condivisa del valore aziendale. Metteranno, inoltre, a disposizione un sistema di rendicontazione coerente lavorando direttamente con la Fondazione IFRS e gli altri principali framework standard nel mondo.

⁵⁰ Cfr. *Osservatorio Nazionale sulla Rendicontazione non Finanziaria, Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali dell’Università di Pavia/Deloitte, quarta edizione*, febbraio 2022, p.6. Cfr. https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/audit/OsservatorioDNF2022_Deloitte.pdf

L'attenzione a questi temi è aumentata anche in seguito all'emergenza Covid-19. L'ESMA (*Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati*)⁵¹ ha pubblicato un documento in cui definisce le priorità per le relazioni finanziarie 2020 delle società quotate tra cui: **(i)** l'impatto dell'emergenza epidemiologica su aspetti non finanziari; **(ii)** elementi relativi ad aspetti sociali e ai rapporti con i dipendenti; **(iii)** il modello di business e di creazione di valore; **(iv)** rischi relativi al cambiamento climatico.

Il *Rapporto Consob*⁵² del 2021 sulla corporate governance delle società quotate evidenzia come le competenze in materia di sostenibilità siano un tema centrale in relazione alle evoluzioni in atto e agli effetti che ne derivano per l'impresa. Anche se i sistemi di governance continuano a vedere una prevalenza del modello tradizionale, con un CdA composto da circa dieci membri ma con un aumento dei componenti indipendenti ai sensi del *Codice di Corporate Governance* o del *Testo Unico della Finanza* (50% dei membri a fine 2020) e di almeno un amministratore di minoranza (oltre il 56%). Quindi in media due amministratori siedono anche nei consigli di altre società (interlocker).

I comitati, di Remunerazione e di Controllo e Rischi restano sempre quelli più diffusi. Cresce il numero di società con il Comitato Nomine e il Comitato Sostenibilità. Si tratta di comitati prevalentemente composti da amministratori indipendenti e da donne (più del 50%) con una preparazione professionale diversificata, dovuta alla presenza meno marcata del profilo manageriale. Dato in crescita, a fine 2020, gli amministratori con competenze in sostenibilità ricoprono, in media, il 14,6% degli incarichi.

Le società che dispongono di almeno un consigliere con competenze di sostenibilità sono circa il 72%, mentre il 28% conta amministratori con competenze di sostenibilità e digitali, con un valore più alto nelle imprese controllate da un soggetto pubblico. Riguardo alla gender diversity, a fine 2021, il 41% (massimo storico) degli incarichi di amministrazione nelle società quotate è svolto da una donna, anche per effetto delle norme sulle quote di genere (*Legge n. 120/2011 e Legge n. 160/2019*). La presenza delle donne nei board ha concorso a modificare la composizione degli stessi, con conseguente abbassamento dell'età media dei membri, aumento della quota di laureati e della diversificazione dei profili professionali.

Continua invece, a rimanere limitato il numero di donne nel ruolo di Amministratore Delegato o di Presidente dell'organo amministrativo, al contrario risulta

⁵¹ ESMA “*European common enforcement priorities for 2020 annual financial reports*”. Cfr. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-63-1041_public_statement_on_the_european_common_enforcement_priorities_2020.pdf

⁵² CONSOB, *Decima edizione del Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane*. Il Rapporto contiene evidenze in merito a organi sociali, assetti proprietari, assemblee e operazioni con parti correlate, 28 marzo 2022. Cfr. <https://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2021.pdf/47b754d2-16e3-4c3e-8ea1-5add239444e0>

più diffuso il ruolo di consigliere indipendente. Le donne, in generale, risultano titolari di più incarichi nel 30% dei casi, un dato in flessione (nel 2019 era del 34,9%). Su 139 società medio-grandi analizzate da Consob, 78 hanno comitati di sostenibilità; gli incarichi di amministratori con competenze di sostenibilità rappresentano più del 24% del totale e di queste il 26% sono società del Mid Cap (circa il 30% per le donne e quasi il 18% per gli uomini).

L'analisi evidenzia il progressivo aumento di competenze sulla sostenibilità, non solo nelle aree produttive o di advisory, ma proprio nella governance dell'impresa. Certamente solo con il tempo si potrà valutare quale operatività verrà attribuita ai comitati di sostenibilità, i perimetri operativi e le relative deleghe, o il tipo di rapporto fra deleghe alla sostenibilità e deleghe più tradizionali, remunerazione, controllo e rischi, e/o come le funzioni di sostenibilità impatteranno sulle dinamiche decisionali dei Board, anche in considerazione della rilevanza delle tematiche di sostenibilità nelle dinamiche finanziarie dei mercati quotati⁵³.

2.4 La situazione attuale

Un business “netto positivo” lo si definisce per una società che risolve i problemi, non contribuendo a essi, ma creando benessere per tutti coloro che hanno un impatto, ossia dipendenti, consumatori e fornitori, comunità, investitori, tutti i loro stakeholder nei prodotti e/o servizi. Nessuna azienda può ancora affermarlo anche se ve ne sono che si muovono in quella direzione. Ci sono sfide condivise nel mondo, come il cambiamento climatico e la disuguaglianza, talmente complesse e articolate che non possono essere risolte dalle singole società. Le aziende devono muoversi in partnership e fissare obiettivi ambiziosi più alti rispetto al semplice essere un pò meno “cattivi” ogni anno. Occorre qualcosa che sia rigenerativo, circolare, che crei valore per la collettività mentre genera profitto per l'azienda.

Ultimamente si sta attraversando un'evoluzione, per la pandemia e in parte per ciò che accade nel mondo, dove la natura della responsabilità aziendale è certamente cambiata o sta cambiando. Le questioni su cui ci si aspetta che le aziende abbiano una posizione si sono espanse notevolmente negli ultimi anni e i CEO sentono questa pressione nel doversi pronunciare sul clima e la disuguaglianza, ma anche sui diritti di gender e sull'equità razziale, sulla democrazia stessa e sulla disinformazione.

⁵³ CONSOB, *Rapporto giugno 2021 La finanza per lo sviluppo sostenibile Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione Europea*. Nel 2021 è stato effettuato il lancio dell'Indice MIB-ESG dedicato alle blue-chip italiane, pensato proprio per individuare i grandi emittenti italiani quotati che presentano le migliori pratiche ESG (Il MIB-ESG è il secondo indice nazionale ESG di Euronext, dopo il CAC40 ESG lanciato nel marzo 2021). Cfr. https://www.consob.it/documents/46180/46181/fs_1.pdf/93c19583-f2cf-446a-81ef-1ffc1f333b47

Con l'invasione dell'Ucraina, centinaia di aziende hanno dovuto prendere posizione sui loro affari in Russia, su quale fosse il ruolo nella società o su che tipo di azienda o scopo avesse. Il cambiamento fondamentale nel modo in cui si pensa al business consiste nel capire se sono solo gli azionisti nel breve periodo o tutti gli stakeholder che producono un valore per gli azionisti. Negli ultimi due anni vi è stata una sorta di corsa ai fondi di investimento ESG che hanno raccolto più di 1.000 miliardi di dollari, anche se in realtà l'investitore è stato l'ultimo stakeholder a unirsi al tema ESG.

Questo aumento di sensibilità ha fatto sì che in America la SEC richiederà alle società quotate di discutere del rischio climatico e pubblicare dati sulle emissioni di carbonio regolamentando e istituzionalizzando le informazioni. Le banche e gli istituti finanziari sentono la pressione dai loro clienti privati e dalle giovani generazioni per richieste di informazione sull'impact investing, perché uno dei cambiamenti più grandi visto in questo settore è stato l'aumento della domanda di trasparenza, anche se le società si trovano a diversi livelli di maturità ESG.

Molti dibattiti e sondaggi hanno riguardato quale lettera fosse più importante per gli investitori nell'abbreviazione ESG, dove molti concludevano che la "E" per ambiente ha il maggior peso, altri suggerivano che cercare di valutare le aziende in base alle loro credenziali ambientali, sociali e di governance combinate non avrebbe portato a criteri oggettivi perché i termini sono incongrui e dovrebbero essere valutati separatamente. Nonostante i vari punti di vista, l'ESG è cresciuto fino a diventare un business stimato in 35 mila miliardi di dollari con diversi prodotti di investimento.

In una recente ricerca del 2022 *"Traders Are Big Fans of the 'G' in ESG"*⁵⁴ gli analisti di Bloomberg Intelligence (BI) hanno chiesto a 93 società di gestione

Risparmio verde

I fondi allineati alla tassonomia dell'UE possono pagare un'aliquota di sottoscrizione inferiore

Percentuale di investimenti in attività economiche sostenibili	Aliquota applicabile a tali investimenti ▲
Almeno il 50%	0,01%
Almeno il 35%	0,02
Almeno il 20%	0,03
Almeno il 5%	0,04

Fonte: Governo lussemburghese

Figura 1 - Vantaggi dei fondi green

patrimoniale europee, compresi gli hedge fund, ciò che contasse di più per la loro attività in termini di ESG, scoprendo che l'ampia maggioranza di loro ritiene la Governance la più importante. A differenza dei gestori di portafoglio che sono più concentrati sui

⁵⁴ Bloomberg, *Traders Are Big Fans of the 'G' in ESG*, Tim Quinson, 3 agosto 2022. L'analisi di Bloomberg Intelligence (BI) è stata seguita da Jackson Gutenplan, Senior Associate di BI che ha assunto la guida nella compilazione del sondaggio e da Larry Tabb, Responsabile della ricerca sulla struttura di mercato di BI. Cfr. https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-03/traders-are-really-big-fans-of-the-g-in-esg-green-insight?utm_medium=social&cmpid=socialflow-twitter-business&utm_content=business&utm_source=twitter&utm_campaign=socialflow-organic

pilastri ambientali e sociali, i trader sono più preoccupati di lavorare con controparti che mantengano standard etici. I trader, infatti, non vogliono essere coinvolti in problemi normativi. Lo studio di BI si è concentrato sull'Europa perché è considerata la più avanzata nell'adozione dei principi ESG.

Gli investimenti ESG si sono chiaramente spostati nel mainstream europeo dal loro ruolo di strategia di nicchia. Quasi la metà dei gestori patrimoniali europei intervistati prevede di destinare una parte maggiore dei propri budget ai fattori ESG rispetto all'anno precedente, soprattutto con l'aumentare delle normative, nessuna delle aziende nello studio di BI ha dichiarato di voler spendere meno per iniziative ESG e conformità. Al fine di evitare controlli del governo, molti trader non avvieranno affari con aziende che non riescono a soddisfare specifici codici di condotta, tra cui la privacy dei dati, l'anticorruzione e i controlli interni etici.

Il sondaggio ha rilevato che l'87% dei trader buy-side⁵⁵ europei ha affermato che la Governance è "molto importante" per la propria attività, specialmente nelle relazioni con fornitori e controparti, mentre aziende più piccole, o quelle che gestiscono meno di 1,2 miliardi di dollari, hanno attribuito maggiore importanza a tutte e tre le componenti ESG.

Solo il 12% delle grandi imprese, quelle che supervisionano oltre 18 miliardi di dollari, ha classificato la componente Ambientale dei fattori ESG come "molto importante", rispetto al 39% delle medie imprese e al 47% delle piccole imprese. Nel complesso, le considerazioni Sociali si classificano come il pilastro meno essenziale tra i trader. È considerata la categoria più ampia di ESG, dove la diversità è la questione più importante.

Tuttavia, il sociale include anche argomenti come i diritti e le relazioni con la comunità, la salute e la sicurezza, il benessere dei clienti e il marketing. Morningstar osserva che nel 2021 è aumentato in misura vertiginosa il numero di strategie classificate come ESG (art. 8 e 9) per effetto dell'entrata in vigore del *Regolamento EU Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), ma l'accelerazione alimenta anche timori di possibile Greenwashing.

Con l'introduzione del *Regolamento sull'informativa sulla sostenibilità nei servizi finanziari*, avvenuto il 10 marzo 2021, "è esploso il numero di fondi tradizionali che hanno assunto una veste ESG, ossia attenta ai fattori ambientali, sociali e di governance", osserva Morningstar, stimando che 536 strategie sono state riproposte o hanno cambiato nome per essere classificate sotto l'art. 8 o 9 della normativa, che

⁵⁵ Le istituzioni finanziarie di un'economia di libero mercato includono un segmento chiamato *buy-side* aziende che acquistano titoli di investimento. Questi includono compagnie assicurative, fondi comuni di investimento, hedge fund e fondi pensione, che acquistano titoli per i propri conti o per gli investitori con l'obiettivo di generare un rendimento.

identificano gli investimenti sostenibili. L'art. 9 indica fondi focalizzati su obiettivi sostenibili, mentre l'art. 8 quelli che promuovono, caratteristiche di sostenibilità ambientale o sociale, o una combinazione tra le due.

Eurosif⁵⁶ nel documento “*Eurosif Policy Recommendations*” di giugno 2022, (dati Morningstar, al 31 marzo 2022), riporta che il **31,5%** dei fondi disponibili per la vendita nell'UE (esclusi i fondi del mercato monetario, i fondi di fondi e i fondi feeder) erano classificati come art. 8 (**27,9%**) o art. 9 (**3,6%**). In termini di attività, i due gruppi di fondi rappresentano una quota ancora maggiore dell'universo UE con il **45,6%** delle attività. I prodotti di cui all'art. 8 da soli rappresentano il **40,7%** delle attività, mentre i

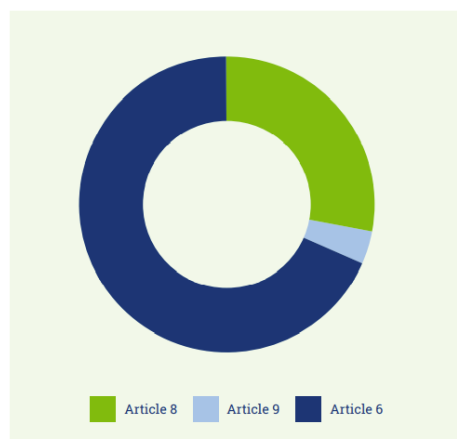


Figure 1 – Relative share of Article 8 and 9 products

prodotti di cui all'art. 9 rappresentano un ulteriore **4,9%**. In termini di valore monetario, le attività combinate ammontano a **4.180 miliardi di euro**.

Il dato è il doppio rispetto al 2020 e rappresenta solo la metà della nuova offerta.

Destinato ad aumentare, spiegano da Morningstar, perché molte società stanno lavorando all'aggiornamento dei prospetti e potrebbero quindi classificare altri fondi come sostenibili. Inoltre, secondo Morningstar, oltre all'aumento dell'offerta ci si aspetta anche un incremento sostanziale della domanda. In base alla revisione della *Direttiva MiFID II*, infatti, da agosto è richiesto ai consulenti finanziari di prendere in considerazione le preferenze dei clienti in tema di sostenibilità prevedendo, quindi, un maggior numero di risparmiatori che si orienteranno su prodotti ESG. Secondo la società esperta di rating dei fondi una simile accelerazione impone una certa cautela in quanto il rischio non è solo il Greenwashing, ma anche che questa proliferazione improvvisa possa creare confusione.

⁵⁶ Eurosif, *EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose Eurosif Policy Recommendations for Article 8 & 9 product labels*, June 2022. Cfr. <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2022/06/Eurosif-Report-June-22-SFDR-Policy-Recommendations.pdf>

Per migliorare l'offerta di prodotti dall'applicazione del SFDR, molti gestori patrimoniali hanno migliorato le loro strategie, riclassificando i fondi e lanciando nuovi prodotti coerenti l'interpretazione dei requisiti di cui agli artt. 8 e 9. Nel primo trimestre 2022, il **47%** dei nuovi fondi è stato lanciato come fondi etichettati "articolo 8 o 9", ma una revisione dei prodotti offerti ha evidenziato che gli approcci alla classificazione degli stessi differiscono in modo significativo, con alcuni FMP⁵⁷ che applicano criteri più rigorosi di altri, rivelando incoerenze sul mercato quando si tratta di classificare i prodotti a norma degli artt. 6, 8 e 9.



Figure 2 – Proportion of newly launched funds that are classified as Article 8 and 9

Nel 2020 la GSIA (*Global Sustainable Investment Alliance*) stimava che gli investimenti finanziari sostenibili rappresentavano il 36% degli attivi globali in gestione raggiungendo i 35.300 miliardi di dollari, un valore più che doppio rispetto a quello del 2016.

La problematica su cui ormai si dibatte è se gli investimenti, che a oggi sono ritenuti o classificati come sostenibili, stiano effettivamente contribuendo alla transizione sostenibile auspicata, ossia se abbiano effettivamente un impatto reale nell'economia e nella società.

⁵⁷ I piani a scadenza fissa sono fondi comuni di investimento "chiusi" principalmente basati sul debito. Per chiusi significa che hanno un periodo di lock-in (1 mese, 1/2/3 anni ecc.). Un fondo basato sul debito non investe in azioni ma investe in opzioni come Obbligazioni, Documenti commerciali, Certificati di deposito, Buoni del tesoro.

CAPITOLO 3 – La finanza sostenibile: Inizio di un percorso

3.1 La finanza sostenibile

I temi ambientali e sociali, soprattutto a seguito della pandemia Covid-19, negli ultimi anni hanno sempre più orientato le scelte del mondo economico e finanziario, portando tutti noi a pensare che, in qualsiasi attività economica, occorra considerare le implicazioni sull'ambiente. Si è andata così affermando nel linguaggio comune l'espressione "*Finanza Sostenibile*", in sostanza, quanto detto del concetto di Sviluppo Sostenibile applicato all'attività finanziaria. La sostenibilità nel settore finanziario, significa attivare tutti quegli strumenti finanziari a sostegno di iniziative o progetti sostenibili e, pertanto, in grado di generare un profitto economico rispettoso dell'ecosistema.

Oggi, promuovere la transizione verso un'economia green è prassi anche in Italia, dove sempre più banche, fondi ed enti emittenti stanno integrando i processi operativi per basarli sulla tutela dei propri stakeholder e su una strategia di creazione di valore nel lungo periodo. Ovviamente, il cambiamento è anche in funzione dell'introduzione di nuove norme nel sistema finanziario che lo hanno accelerato e favorito. Infatti, l'introduzione dei criteri ESG nella valutazione e scelta di un investimento e/o finanziamento, come visto nei precedenti Capitoli, consente di migliorare le decisioni di investitori e intermediari finanziari.

Sta cambiando anche il modo in cui operatori di mercato e autorità di vigilanza operano dovendosi, necessariamente, misurare con molti più ostacoli, non sempre facilmente identificabili o gestibili, tra cui nuovi rischi che si aggiungono a quelli già consolidati, quali:

- Disallineamenti tra valutazioni di mercato ed effettivo valore dei titoli. Si pensi alla collocazione di titoli sul mercato con determinate caratteristiche ESG dichiarate che potrebbero subire variazioni di valore legate ad improvvise accelerazioni della transizione ecologica e/o dell'evoluzione del quadro normativo. È chiaro che il rischio associato è di difficile previsione perché riguarda la fiducia che gli investitori riversano sulle scelte dei prodotti green, sulla credibilità e certezze del sistema.
- Instabilità finanziaria per l'esposizione della società a rischi legati a cambiamenti climatici, nel consumo di risorse, nel degrado ambientale, nelle disuguaglianze sociali nel clima e nell'ambiente. Si pensi al problema dei chip per pc che, per mesi, bloccarono il comparto informatico, per la difficoltà di reperire materie prime causa pandemia, provocando il blocco della produzione e delle vendite con conseguente perdita di fatturato.

- Greenwashing, la tendenza delle società di voler dare un'immagine ecosostenibile all'esterno pur non rispettandone in pieno le caratteristiche. Agli inizi degli anni '80, quando si diffusero campagne pubblicitarie finalizzate alla sensibilizzazione dei temi ambientali, le società mascheravano i reali interessi economici. In questo caso, mancando per anni un controllo sui requisiti dichiarati dalle società, complice l'assenza di criteri e modalità chiare su cosa fosse realmente sostenibile o di normative ancora in fase di completamento, è stato possibile per queste società apparire "green" sul mercato (*Greenwashing*⁵⁸) portando ad avere un'immagine distorta sul livello di maturità e salute del sistema economico produttivo.

Per le società diventa, quindi, sempre più importante trovare un giusto equilibrio nell'uso di concetti ed espressioni, in relazione anche alle "pressioni esterne" degli stakeholder e all'interesse economico della società, ma allo stesso tempo, la capacità di attrarre finanziamenti o di investire in programmi sostenibili deve, soprattutto, basarsi sulla garanzia e sulla fiducia di un efficace e adeguato sistema di regole e controlli, senza cadere nell'eccesso di proliferazione di norme e regolamenti che renderebbero il sistema rigido e poco adattabile ai cambiamenti e all'innovazione.

3.2. Inquadramento normativo

Nel 2015, le Nazioni Unite approvarono il Programma dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, 169 target raggruppati in 17 obiettivi Sustainable Development Goals (SDGs), da raggiungere entro il 2030 in ambito sociale, ambientale, economico e istituzionale⁵⁹. L'Agenda 2030 è l'inizio di un profondo cambiamento della politica economica e finanziaria nella consapevolezza e nell'esigenza di introdurre un quadro normativo coerente e adeguato ai mutamenti in corso ma, soprattutto, per porre un freno ai cambiamenti climatici indotti dallo sviluppo industriale.

L'Unione Europea partecipò alla definizione dell'Agenda 2030 con un ruolo decisivo assumendosi l'impegno di guidare la fase di attuazione mediante l'integrazione degli SDGs nelle politiche comunitarie. Nello stesso anno, sottoscriveva l'*Accordo di*

⁵⁸ *Greenwashing* coniato da Jay Westervelt ambientalista americano, nel saggio del 1986, quando criticò le imprese del settore alberghiero per una diffusa pratica dell'epoca di inserire una green card in ogni camera esortando gli ospiti a riutilizzare gli asciugamani, quando invece le stesse imprese non mostravano alcuna attenzione verso la salvaguardia ambientale (per esempio, consumi di acqua e luce), confermando che lo scopo economico era la riduzione dei costi per la pulizia della biancheria. Da quel momento, si utilizzò il termine Greenwashing per definire qualsiasi business, che attraverso campagne di marketing esaltano il loro impegno per uno sviluppo sostenibile, al solo scopo di conseguire un profitto economico.

⁵⁹ Adottato da tutti e 193 Paesi membri delle Nazioni Unite con la Risoluzione 70/1 del 15 settembre 2015, *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*. Cfr. <https://sdgs.un.org/sites/default/files/publications/21252030%20Agenda%20for%20Sustainable%20Development%20web.pdf>

Parigi (COP21) con gli ambiziosi obiettivi di sostenibilità⁶⁰ su efficienza energetica e riduzione dei gas serra da raggiungere entro il 2030.

Ovviamente, l'attenzione alla transizione da una economia tradizionale a una di sviluppo sostenibile, non poteva non passare per lo sviluppo del sistema finanziario. Come detto, il cambiamento richiedeva un volume di investimenti che il sistema comunitario, in autonomia, non sarebbe riuscito a coprire, avendo già accumulato un'eccedenza annuo di investimenti per circa 180 miliardi di euro, solo per realizzare gli obiettivi climatici ed energetici previsti per il 2030⁶¹. Questa situazione, in aggiunta ad altri aspetti connessi alle dinamiche finanziarie e agli strumenti a supporto della realizzazione dell'Agenda 2030, portò a un più ampio programma di riforma dei mercati finanziari.

Un'iniziativa chiave nelle strategie dell'UE è l'*Unione dei mercati dei capitali* (UMC)⁶², che fu avviata nel settembre del 2015 anche in risposta alla crisi finanziaria del 2011, il cui obiettivo comprendeva una serie di misure per creare un mercato unico dei capitali integrato entro il 2019 con sei punti chiave: **(i)** Aumento dei finanziamenti per l'innovazione, di start-up e società non quotate; **(ii)** Agevolazione per le aziende all'ingresso e alla raccolta di capitali sui mercati pubblici dell'UE; **(iii)** Investimenti a lungo termine in infrastrutture e iniziative sostenibili; **(iv)** Promozione degli investimenti retail; **(v)** Rafforzamento della capacità di raccolta delle banche; **(vi)** Facilitazione per gli investimenti transfrontalieri. È importante notare che già nella riforma UMC si fosse considerato l'obiettivo di finanziare gli investimenti sostenibili e più in generale l'innovazione.

La Commissione Europea, nel dicembre 2016, istituì un gruppo di esperti *High-Level Expert Group on Sustainable Finance* (HLEG) con il compito di elaborare raccomandazioni per lo sviluppo della Finanza Sostenibile. Il gruppo HLEG indicò due elementi critici da risolvere: **(i)** migliorare il contributo della finanza allo sviluppo sostenibile e **(ii)** consolidare la stabilità finanziaria con l'introduzione dei criteri ESG nelle valutazioni di investimento. In sostanza, occorreva riorientare la raccolta degli operatori finanziari verso finanziamenti in progetti per la transizione ecologica e, al tempo

⁶⁰ Tra i principali obiettivi vi sono: riduzione gas serra al di sotto dei livelli del 1990 (- 40%), fabbisogno energetico soddisfatto con fonti rinnovabili (32%) e miglioramento efficienza energetica rispetto ai livelli del 1990 (+32,5%).

⁶¹ La BEI (*Banca Europea per gli Investimenti*) aveva stimato che il fabbisogno aggiuntivo per gli investimenti complessivi nei trasporti, nell'energia e nelle infrastrutture aveva raggiunto il valore annuo di 270 miliardi. La stima con orizzonte 2020 considerava gli investimenti per modernizzare i trasporti e la logistica, aggiornare le reti, aumentare i risparmi energetici, le energie rinnovabili e migliorare la gestione delle risorse includendo l'acqua e i rifiuti. BEI, *Restoring EU competitiveness*, 2016.

⁶² CE, *Unione dei mercati dei capitali – Accelerare le riforme*, COM (2016) 601, 14 settembre 2016.

stesso, introdurre nella valutazione di scelta dei progetti da finanziare i criteri ESG come parametri di selezione.

Nel marzo 2018, sulla base delle raccomandazioni, la Commissione Europea approvò l' *"Action Plan on Financing Sustainable Growth"*⁶³, una serie di misure specifiche il cui obiettivo era integrare i criteri ESG negli investimenti. In pratica, aveva definito specifiche azioni per:

- Orientare nuovi flussi finanziari verso gli investimenti sostenibili. Come già evidenziato, l'Europa ha un gap annuo di circa 180 miliardi di euro per coprire tutti gli investimenti necessari a rispettare gli obiettivi climatici entro il 2030⁶⁴.
- Gestire più efficacemente i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti in atto. Attualmente i rischi ambientali e climatici non sono tenuti in adeguata considerazione dal settore finanziario. L'intensificarsi delle catastrofi naturali di origine meteorologica comportano per le assicurazioni maggiori costi, così come, per le banche potrebbero esserci perdite a causa della perdita di redditività delle imprese esposte ai cambiamenti climatici o fortemente dipendenti dalle risorse naturali in via di esaurimento⁶⁵.
- Migliorare la trasparenza e incoraggiare una visione di lungo periodo nelle attività finanziarie. La trasparenza delle imprese sui temi della sostenibilità è un prerequisito per consentire al mercato finanziario una adeguata valutazione della creazione di valore a lungo termine da parte delle imprese, oltre ad un migliore governo dei rischi di sostenibilità. Se i rischi a lungo termine non sono inseriti in modo trasparente nelle comunicazioni societarie, come già indicato nel Capitolo 2, sarà impossibile per il mercato finanziario tenerli in considerazione.

Quadro della finanza sostenibile dell'Unione Europea

Il primo Piano di Azione su cui poggia il quadro della finanza sostenibile è basato su tre pilastri: **(i)** un sistema di classificazione la *"Tassonomia"* delle attività sostenibili, **(ii)** un quadro in materia di informativa per le imprese finanziarie e non, **(iii)** strumenti di investimento, indici di riferimento, norme e marchi⁶⁶. Per agevolare la comprensione dell'azione UE, si riporta uno schema logico aggiornato con gli ultimi provvedimenti approvati che saranno poi ripresi e approfonditi nelle pagine successive.

⁶³ CE, *Piano di azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM (2018) 97, 8 marzo 2018.

⁶⁴ Cfr. Nota 61.

⁶⁵ Nel periodo 2000 e 2016, le catastrofi naturali di origine meteorologica a livello mondiale, hanno registrato un incremento del 46%, nel periodo 2007 e 2016 le perdite economiche per le condizioni meteorologiche estreme nel mondo sono aumentate dell'86% (117 miliardi di euro nel 2016).

⁶⁶ Cfr. il documento di lavoro dei servizi della Commissione Europea sulla *strategia del Piano di Azione del 2018 per finanziare la crescita sostenibile*, SWD (180) Final del 6.7.2021.

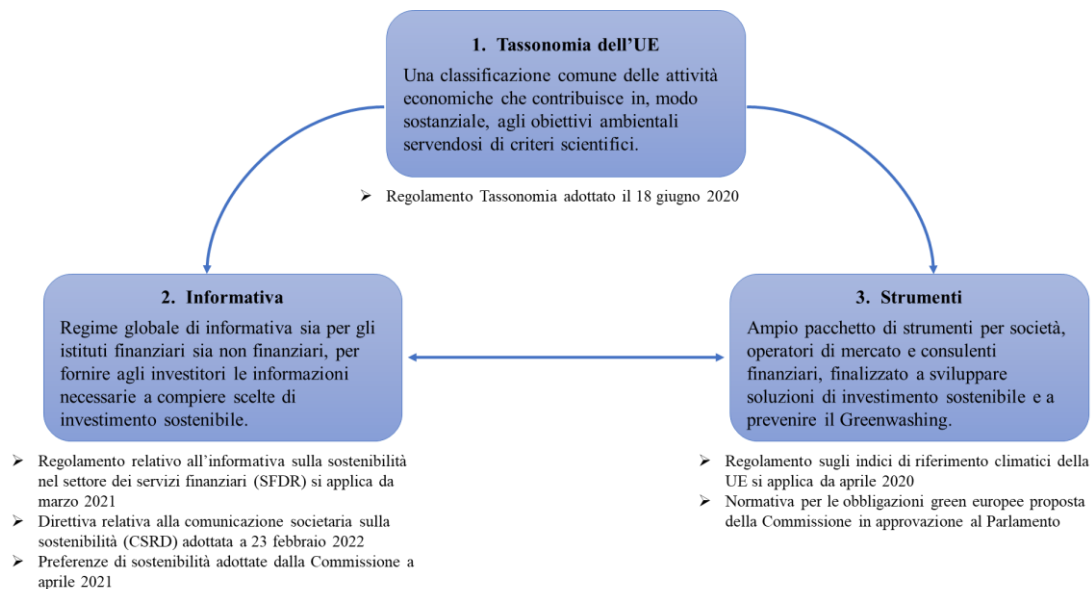


Figura 2 – Elementi di base del quadro della finanza sostenibile dell'Unione Europea

(1) Il primo pilastro è la *Tassonomia dell'UE*, che verrà poi adottata con il *Regolamento Tassonomia UE 2020/852*⁶⁷ del 2020, una classificazione basata su dati scientifici, per poter condividere, una definizione comune di sostenibilità fornendo così una protezione contro la pratica del Greenwashing. (2) Il secondo pilastro è un regime obbligatorio di informativa per imprese finanziarie e non, in grado di dettagliare agli investitori le informazioni necessarie per prendere decisioni consapevoli sugli investimenti sostenibili. Gli obblighi di informativa comprendono: (i) impatto delle attività di un'impresa sull'ambiente e la collettività, (ii) rischi operativi e finanziari affrontati dall'impresa in funzione della sua esposizione alla sostenibilità (concetto di "doppia rilevanza"). La Commissione ha adottato, successivamente nel 2021, l'*Atto Delegato nell'ambito del Regolamento Tassonomia*, in cui specifica quali informazioni debbano essere divulgate in riferimento agli impatti ambientali sulla base della *Tassonomia dell'UE*⁶⁸. Per integrare tali obblighi di informativa occorre includere le preferenze dei clienti sulla sostenibilità durante le consulenze in materia di investimenti o assicurazioni⁶⁹.

⁶⁷ *Regolamento UE 2020/852*. Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852>

⁶⁸ *Regolamento delegato UE adottato il 6 luglio 2021*, che integra il *Regolamento UE 2020/852* e precisa contenuto e modalità di presentazione delle informazioni per le imprese soggette all'art. 19 bis o all'art. 29 bis della *Direttiva UE 2013/34* per le attività ecosostenibili, indicando la metodologia usata.

⁶⁹ *Regolamento delegato 2017/565* del 25 aprile 2016, che integra la *Direttiva UE 2014/65* su requisiti organizzativi e condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento *Direttiva (GU L 87 del 31.3.2017, pag. 1)*; *Regolamento delegato UE 2017/2359* del 21 settembre 2017, che integra la *Direttiva UE 2016/97* per gli obblighi di informazione e norme di comportamento applicabili alla distribuzione di prodotti di investimento assicurativi (*GU L 341 del 20.12.2017, pag. 8*).

Regime UE di informativa sulla sostenibilità per le imprese finanziarie e non finanziarie			
Strumento	Direttiva relativa alla comunicazione societaria sulla sostenibilità (CSRD) ⁷⁰	Regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR) ⁷¹	Regolamento Tassonomia
Ambito di applicazione	Tutte le imprese di grandi dimensioni dell'Unione e tutte le imprese quotate. Le PMI avranno un'ulteriore norma specifica	Operatori del mercato finanziario che offrono prodotti di investimento e assicurativi e consulenti finanziari	Operatori del mercato finanziario; tutte le imprese soggette alla Direttiva relativa alla comunicazione societaria sulla sostenibilità ⁷²
Informativa	Comunicazione sulla base delle norme formali d'informativa e soggetta a revisione esterna	Informativa a livello di entità e di prodotto relativa ai rischi per la sostenibilità e ai principali impatti negativi	Fatturato, spese in conto capitale e spese operative nell'anno di riferimento, derivanti dai prodotti o dalle attività associate alla Tassonomia
Stato	Applicabile da gennaio 2024 per le grandi aziende; 2025 per le grandi aziende senza obbligo di DNF; per le PMI prevista a partire dal 2026	Applicabile dal 10 marzo 2021	Applicabile da gennaio 2022

Figura 3 - Tab. sinottica informativa sulla sostenibilità (Fonte: Rielaborazione SWD (2021) 180 Final)

(3) Il terzo pilastro è un insieme di strumenti di investimento, compresi indici di riferimento, norme e marchi. Questi strumenti agevolano l'allineamento delle strategie di investimento del mercato finanziario con gli obiettivi climatici e ambientali dell'UE, fornendo agli operatori di mercato una maggiore trasparenza. In pratica, si tratta degli obiettivi relativi agli indici di transizione climatica definiti con l'accordo di Parigi istituiti dal Regolamento sugli indici di riferimento climatici dell'UE⁷³. Inoltre, l'estensione del marchio *Ecolabel UE* ai prodotti finanziari fornirà ai singoli investitori un marchio credibile, affidabile e riconoscibile per i prodotti retail. Su questo punto, ad aprile 2022 il Consiglio UE ha approvato la proposta legislativa per le obbligazioni green europee⁷⁴ in attesa della discussione finale in Parlamento.

⁷⁰ Cfr. Nota 35.

⁷¹ *Regolamento UE 2019/2088* del 27 novembre 2019, informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (*GUL 317* del 9.12.2019, pag. 1).

⁷² Cfr. Nota 35.

⁷³ *Regolamento UE 2019/2089* del 27 novembre 2019, modifica *Regolamento UE 2016/1011* per indici di riferimento UE di transizione climatica, indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento (*GUL 317* del 9.12.2019, pag. 17). Cfr. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/eu-labels-benchmarks-climate-esg-and-benchmarks-esg-disclosures_en

⁷⁴ *Proposta di Regolamento* relativo alle obbligazioni green europee, *COM/2021/391 Final* del 6.7.2021.

L'“*Action Plan on Financing Sustainable Growth*” come detto, indica azioni specifiche, per sostenere e incrementare gli investimenti in progetti sostenibili, attraverso la promozione e l'integrazione di criteri ESG nella gestione dei rischi. È quindi chiara l'attenzione della UE non solo a definire norme che consentano una maggiore raccolta di fondi da destinare allo sviluppo sostenibile, ma anche regole a tutela del sistema finanziario per la maggiore esposizione ai rischi legati ai prodotti finanziari e alle società selezionate.

In concreto, la Commissione Europea, con questo provvedimento, ha voluto applicare una politica mirata a orientare i flussi di capitale verso attività più sostenibili attraverso 10 azioni prioritarie sintetizzate nella tabella seguente.

(1) Orientare i flussi di capitale verso un'economia più sostenibili	1.	Introdurre una “tassonomia” europea per la finanza sostenibile, per la definizione e classificazione delle attività economiche sostenibili
	2.	Creare standard e certificazioni di qualità per i prodotti finanziari sostenibili, per garantirne la credibilità e rafforzare la fiducia degli investitori
	3.	Incrementare gli investimenti verso progetti sostenibili
	4.	Modificare le Direttive MiFID II e IDD e le linee guida ESMA sulla valutazione di adeguatezza dei prodotti, per garantire che le preferenze in materia di sostenibilità siano tenute in considerazione nella valutazione dell'adeguatezza
	5.	Rendere più trasparenti le metodologie adottate dagli index provider nella costruzione dei benchmark di sostenibilità, elaborando gli indici di riferimento
(2) Integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi	6.	Stimolare l'integrazione dei criteri di sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG) da parte delle società di rating e di ricerca di mercato
	7.	Introdurre i criteri di sostenibilità nella definizione di dovere fiduciario, che vincola gli investitori istituzionali ad agire nel migliore interesse dei beneficiari
(3) Promuovere la trasparenza e incoraggiare una visione di lungo periodo delle attività economico-finanziarie	8.	Valutare una riduzione nei requisiti patrimoniali delle banche in relazione agli investimenti sostenibili in materia ambientale (c.d. “green supporting factor”), nel caso in cui i profili di rischio siano effettivamente inferiori
	9.	Migliorare qualità e trasparenza della rendicontazione non finanziaria delle imprese
	10.	Incoraggiare l'integrazione dei criteri ESG nel governo societario e attenuare la visione di breve periodo da parte dei mercati dei capitali

Figura 4 - I dieci punti del Piano di Azione per finanziare la crescita sostenibile

L'Azione (1), riguarda la necessità di fornire al mercato una chiara definizione di “sostenibile” e specifiche su quali attività economiche vi rientrino, cercando di ridurre il rischio di “Greenwashing” e dare agli investitori la sicurezza nella scelta dei prodotti finanziari riducendo la frammentazione del mercato. Quindi con l'adozione da parte della Commissione Europea del *Regolamento Tassonomia dell'UE* è stato regolamentato il mercato finanziario almeno per la parte riferita agli impatti climatici. Ci sono alcuni aspetti da sottolineare:

- La Commissione Europea nella Tassonomia non definisce o classifica alcuna attività come “non ecosostenibile” ma riporta solo le caratteristiche affinché le attività possano essere considerate “ecosostenibili”, per cui a un'impresa che non

svolge attività in linea con la Tassonomia non significa darle un giudizio sulle prestazioni ambientali o sulla sua capacità di accedere ai finanziamenti⁷⁵.

- La Tassonomia è in relazione ai cambiamenti climatici e include già il 40% delle imprese quotate in borsa, appartenenti a settori responsabili per quasi l'80% delle emissioni di gas serra; non include ancora tutte le attività che possono contribuire agli obiettivi Ambientali⁷⁶, peraltro sono ancora aperti i temi che riguardano il Sociale e la Governance (anche se i cantieri per la loro definizione sono già partiti).
- La Tassonomia non è fissa ma va adeguata in considerazione dei cambiamenti o delle specificità che i mercati hanno nell'intento di migliorarla, evitando problemi di adozione o incompatibilità con altre norme nazionali, sempre con i contributi della consultazione pubblica e i pareri della piattaforma sulla finanza sostenibile⁷⁷.

L'Azione (2) è volta a creare fiducia e sicurezza sui prodotti finanziari sostenibili attraverso una specifica certificazione europea. La creazione di uno standard UE (per esempio, i green bond EUGBS) che li rappresenti permette una maggiore facilità e chiarezza con le quali sono classificate le diverse tipologie di prodotto (titoli legati all'ambiente, all'energia rinnovabile, al trattamento delle acque) agevolando in tal modo, gli investimenti. La Tassonomia è importante proprio per la definizione della normativa per le obbligazioni green e per la creazione del marchio Ecolabel UE collegati a determinati prodotti di investimento retail. Anche in questo caso, il Regolamento non introduce un marchio per i prodotti finanziari sostenibili, ma stabilisce un quadro di riferimento per definire i criteri da tenere in considerazione nella creazione di marchi a livello di singolo Paese o dell'UE. La Tassonomia, pertanto, non impedisce agli Stati membri di mantenere, né di sviluppare ulteriormente, sistemi di etichettatura, a patto che questi rispondano ai criteri stabiliti per le attività sostenibili⁷⁸.

⁷⁵ Comunicazione CE al Parlamento, *Tassonomia dell'UE, rendicontazione sulla sostenibilità delle imprese, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: indirizzare i finanziamenti verso il Green Deal Europeo*, COM/2021/188, 21 aprile 2021, pag.4. Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021DC0188>

⁷⁶ La Tassonomia comprende una lista di attività associate a criteri tecnici che ne misurano l'impatto ambientale. L'art. 9 del *Regolamento Tassonomia* specifica i sei obiettivi ambientali: a) mitigazione dei cambiamenti climatici; b) adattamento ai cambiamenti climatici; c) uso sostenibile e protezione delle risorse marine e delle acque; d) transizione verso un'economia circolare; e) prevenzione e riduzione dell'inquinamento; f) protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi. CE, *Proposta di Regolamento relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili*, 24 maggio 2018. art. 5 e art. 9. Cfr. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/eb7faffd-5f31-11e8-ab9c-01aa75ed71a1/language-it/format-PDF/source-266023378>

⁷⁷ La piattaforma sulla finanza sostenibile è istituita ai sensi dell'art. 20 del *Regolamento Tassonomia* per assistere lo sviluppo della Tassonomia. Composta da esperti del settore pubblico e privato che forniscono pareri alla Commissione.

⁷⁸ *Regolamento UE 66/2010*, del 25 novembre 2009, relativo al marchio di qualità ecologica dell'UE (*Ecolabel*) (*GU L 27* del 30.1.2010, pag. 1).

Se, in futuro, un marchio per i prodotti finanziari sarà sviluppato nell'ambito del *Regolamento Ecolabel*, i marchi nazionali già esistenti potranno coesistere con il marchio Ecolabel purché siano conformi ai requisiti previsti dalla Tassonomia⁷⁹. La Commissione Europea ha promosso due distinte iniziative: **(i)** una proposta per l'estensione del marchio Ecolabel europeo anche a determinate categorie di prodotti finanziari sostenibili e **(ii)** una proposta per la definizione di un green bond standard europeo attualmente in attesa di approvazione, come già indicato.

L'Azione **(3)** è frutto anche del risultato delle azioni precedenti e della capacità di programmazione a lungo termine di iniziative che siano effettivamente classificabili come sostenibili. La UE in questo sta svolgendo il ruolo di abilitatore, sviluppando e approvando le misure previste nel Piano di Azione e dando priorità a quelle riforme che armonizzano le definizioni sugli investimenti sostenibili, rendendo sempre più trasparenti le attività finanziarie e i prodotti che integrano i criteri ESG. Su questo punto la Commissione sta valutando iniziative per agevolare le PMI che inizialmente sembravano escluse a eccezione di quelle quotate in borsa.

Le PMI potrebbero avere difficoltà all'accesso al mercato dei capitali in quanto strutture più piccole delle corporate e con progetti meno ambiziosi, in generale più orientate verso il sistema del credito. La Commissione chiederà all'EBA un parere sulla definizione dei prestiti e dei mutui ipotecari green e sul sostegno alle PMI, cercando di agevolare il loro utilizzo entro il 2022, aumentando così l'accesso dei cittadini e delle PMI ai servizi di consulenza sulla finanza sostenibile, inoltre, in collaborazione con la piattaforma per la finanza digitale, valuterà le soluzioni digitali per agevolare le PMI e i singoli investitori.

L'Azione **(4)** attiene alla sfera della trasparenza. Statisticamente la maggior parte degli investimenti proviene da risparmiatori retail che si affidano a un consulente finanziario di una banca. Nel fornire il servizio nel rispetto della *Direttiva (MiFID II)* e della *Direttiva sulla Distribuzione Assicurativa (IDD)*, gli intermediari finanziari devono considerare gli obiettivi di investimento ESG dei clienti e la loro propensione al rischio.

L'azione in particolare prevede la modifica delle *Direttive MiFID II, AIFMD e IDD* e le *linee guida ESMA sulla valutazione di adeguatezza dei prodotti*, per integrare la

⁷⁹ Ci sono quattro requisiti: (i) Allineamento tassonomico: i fondi assegnati a progetti allineati con la Tassonomia; (ii) Trasparenza: su come vengono allocati i proventi; (iii) Revisione esterna: per garantire la conformità al regolamento e l'allineamento tassonomico dei progetti finanziati; (iv) Vigilanza dei revisori da parte dell'ESMA.

valutazione con le preferenze in materia di sostenibilità espresse dai clienti, nonché la *Direttiva Delegata 2017/593*⁸⁰ in tema di governance dei prodotti finanziari (POG).

L'adeguamento della MiFID II nella parte relativa all'integrazione dei fattori ESG nei presidi di adeguatezza (profilatura di clienti e prodotti) è stata approvata a luglio 2021 e successivamente sono state apportate integrazioni con due *emendamenti delegati 2021/1253* e *2021/1269* che entreranno in vigore in due fasi. Il primo, già in vigore dal 2 agosto 2022, dove le preferenze in materia di sostenibilità sono integrate nelle valutazioni di idoneità, il secondo, invece, entrerà il 22 novembre 2022, quando gli obiettivi e i fattori di sostenibilità saranno integrati nella governance del prodotto. L'*Autorità Europea dei Mercati degli Strumenti Finanziari* (ESMA) ha pubblicato⁸¹ il 20/7/2022 gli orientamenti definitivi sull'attuazione delle due fasi e potrebbe entrare in vigore a ottobre 2022.

L'Azione (5) richiede l'identificazione di specifici indicatori ESG dove la componente metodologica e di definizione di standard di mercato consente non solo di avere una specifica misurazione ma, soprattutto, una confrontabilità omogenea nel tempo delle sue variazioni con altri prodotti. L'obiettivo è rendere più trasparenti le metodologie adottate dagli index provider nella costruzione dei benchmark di sostenibilità, elaborando indici di riferimento standard. Il *Regolamento UE 2019/2089*⁸² del 2019 introduce due nuovi indici di riferimento, connessi a caratteristiche di sostenibilità: (i) indice di transizione climatica e (ii) indice allineato con l'Accordo di Parigi, qualificando requisiti e caratteristiche⁸³ e apportando significative modifiche al *Regolamento Benchmark*, con nuovi obblighi informativi relativi alla sostenibilità delle attività incluse negli indici amministrati. La necessità di adottare questo regolamento è sorta dalla creazione sul mercato di diverse categorie di indici con differenze in termini di obiettivi, strategie e metodologie significative. Tale proliferazione avrebbe potuto generare confusione e frammentazione del mercato dei singoli Stati membri.

⁸⁰ *Direttiva Delegata UE 2017/593* del 7 aprile 2016 integra la *Direttiva UE 2014/65* per la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari. Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0593&from=IT>

⁸¹ Gli orientamenti saranno tradotti in tutte le lingue UE e pubblicati sui siti ESMA e EBA diventando vincolanti due mesi dopo la pubblicazione. Cfr. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-36-2621_final_report_eba-esma_on_srep_guidelines_under_ifd.pdf

⁸² *Regolamento UE 2019/2089* del 27 novembre 2019, modifica il *Regolamento UE 2016/1011*, adottato in attuazione dell'azione n. 5 dell'*Action Plan*. Il *Regolamento Benchmark* modificato inserendo obblighi informativi in relazione ai nuovi indici connessi alle caratteristiche di sostenibilità e impone agli amministratori che forniscono indici di riferimento significativi di adoperarsi, entro il 1° gennaio 2022, per fornire uno o più indici di riferimento UE per la transizione climatica.

⁸³ Secondo la definizione dell'indice di transizione climatica, le attività sottostanti devono essere selezionate, ponderate o escluse in modo che il portafoglio a cui l'indice si riferisce segua una traiettoria di de-carbonizzazione e sia costruito in conformità alle norme minime stabilite negli atti delegati di cui all'art. 19-bis, par. 211.

Sull’Azione (6), le agenzie di rating e i market research provider sono alla ricerca di criteri per valutare le prestazioni ESG delle società inclusa la capacità di gestire i rischi connessi alla sostenibilità. Le valutazioni consentono di fare allocazione di capitale più sostenibile migliorando le informazioni tra emittenti e investitori. Purtroppo, l’assenza di standard di riferimento per le performance di sostenibilità richiede necessariamente una maggiore trasparenza sulla metodologia utilizzata al fine di attrarre imprese di grande e piccole dimensioni.

L’importanza che i rating del credito ricoprono sul mercato finanziario, per le valutazioni di affidabilità creditizia delle imprese e delle istituzioni pubbliche, impone di comprendere meglio le modalità con cui le agenzie di rating includono i fattori ESG nelle loro valutazioni.

La Commissione Europea ha richiesto all’ESMA di promuovere entro il 2023, soluzioni che garantiscano l’integrazione piena della sostenibilità e dei rischi a lungo termine da parte delle agenzie di rating.

L’Azione (7) riguarda l’introduzione dei criteri ESG di sostenibilità nella definizione di *dovere fiduciario*, che vincola gli investitori istituzionali ad agire nel migliore interesse dei beneficiari.

Questo aspetto ha sollevato molte discussioni riguardo il senso di responsabilità che investitori istituzionali e asset manager hanno nei confronti del proprio cliente soprattutto su temi come ESG in assenza di informazioni affidabili e comparabili nonché di metodologie standard di misurazione che consentano di integrare tali fattori nel processo decisionale.

Il concetto è ispirato alla nozione internazionale di fiduciary duty, anche se con contenuti variabili e diversi nei vari Stati. Il Freshfields Report del 2005, come riportato al par. 2.1 sulla rilevanza dei fattori ESG nella valutazione finanziaria degli investimenti, ha dato una svolta al dibattito. Lo studio, commissionato dalle Nazioni Unite nell’ambito della medesima iniziativa che ha dato poi luogo all’adozione dei PRI nel 2006, afferma chiaramente che l’integrazione di fattori ESG è da considerarsi compatibile con il dovere di gestire il patrimonio, nell’interesse degli investitori, alla massimizzazione dell’investimento “*I doveri fiduciari sono doveri che le giurisdizioni di common law impongono a una persona che si impegna a esercitare un certo potere discrezionale negli interessi di un'altra persona in circostanze che danno luogo a un rapporto di fiducia e confidenza.*”(Freshfields, 2005, p.19)

Con la pubblicazione, nel settembre 2015, del rapporto di PRI, UNEP FI, UNEP Inquiry e UN Global Compact “*Fiduciary Duty in the 21st Century*”, il dibattito poteva considerarsi terminato, in quanto il rapporto concludeva: “*la mancata considerazione dei*

fattori che incidono sul rendimento dell'investimento nel lungo periodo, tra i quali sono da includere le questioni ambientali, sociali e di governance, rappresenta una violazione dei doveri fiduciari dei gestori di attivi e degli investitori istituzionali". (Fiduciary Duty, 2015, p.15)

Inoltre rilevava che, nonostante i progressi significativi, molti investitori dovevano ancora integrare pienamente le questioni ESG nei loro processi decisionali di investimento⁸⁴.

Il dibattito dottrinale⁸⁵ nel contesto europeo, era ormai superato con le novità normative adottate, in particolare, da SRD II⁸⁶ e *Regolamento Disclosure EU 2088/2019*. Entrambe fondate sul presupposto che considerare i fattori ESG è compatibile con il corretto adempimento dei doveri fiduciari. Gli obblighi di trasparenza imposti dalle norme citate comportano lo svolgimento di valutazioni sulla necessità e/o opportunità che i fattori ESG siano integrati nell'attività di investimento nonché sulle modalità con cui farlo. In assenza di tali valutazioni non sarebbe possibile alimentare l'informativa richiesta dalle norme in questione.

L'Azione (8), è finalizzata a integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali di banche e imprese di assicurazione. Il mercato finanziario europeo è basato sulle banche come enti erogatori dei finanziamenti, per cui è importante che queste siano esposte il meno possibile a rischi connessi allo sviluppo sostenibile. La Commissione Europea si è

⁸⁴ Doveri fiduciario. Cfr. <https://www.unpri.org/download?ac=1378>

⁸⁵ Al Report del 2015, la UNEP FI, PRI e The Generous Foundation hanno fatto seguire l'avvio di un programma pluriennale volto a chiarire obblighi e doveri degli investitori istituzionali in relazione all'integrazione delle pratiche ESG nel processo decisionale e a collaborare con investitori, governi e policymakers internazionali su tre obiettivi specifici: elaborare una dichiarazione internazionale sul tema del fiduciary duty; realizzare un'analisi politica sui doveri degli investitori con la pubblicazione di una roadmap dei singoli Stati; incoraggiare l'adozione di misure normative volte a formalizzare l'integrazione dei fattori ESG nella disciplina dei doveri fiduciari di ciascun mercato a livello globale. Il Report finale del programma è stato pubblicato nel 2019 (*Fiduciary Duty in the 21st Century*. Final Report).

⁸⁶ La *Direttiva UE 2007/36* sui diritti degli azionisti modificata dalla *Direttiva UE 2017/828*, SRD II, ha avuto effetto a partire dal 3 settembre 2020, entrata in vigore del *Regolamento di attuazione 2018/1212*. La Direttiva incoraggia l'impegno a lungo termine degli azionisti per garantire che le decisioni mirino alla stabilità sostenibile di una società e prendano in considerazione le questioni ambientali e sociali. La sua attuazione rimodellerà le modalità di attivismo e la visibilità degli azionisti per gli emittenti in tutta l'UE. In Italia, il recepimento della SRD II è stato con il *D.Lgs. n. 49/2019* di primo livello e ulteriori modifiche CONSOB 1° luglio 2021 *Regolamento Consob n. 17221/2010* recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, come modificato dalla *Delibera 10/12/2020, n. 21624*. La SRD II riguarda tutti gli operatori del mercato, emittenti, intermediari, investitori istituzionali, gestori patrimoniali, proxy advisor e azionisti retail. Mentre gli azionisti beneficiano di una maggiore trasparenza e di flussi di comunicazione più rapidi, ai player commerciali si presenta una nuova sfida per rendere rapidamente le proprie soluzioni conformi al nuovo contesto. Gli impatti immediati per gli emittenti sono rilevanti, da una maggiore trasparenza riconducibile al diritto di "conoscere il proprio azionista" a nuovi obblighi per migliorare le comunicazioni nei confronti degli azionisti riguardanti le notifiche dell'assemblea e la conseguente trasmissione di informazioni. La Direttiva mira, inoltre, a facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e il trattamento delle istruzioni di voto.

posta, perciò, l'obiettivo di valutare la possibilità di integrare i rischi climatici e altri fattori ambientali nella regolamentazione dei requisiti patrimoniali.

L'Azione (9) prevede di rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e regolamentazione contabile. La *Direttiva UE* relativa alla comunicazione delle *Non-Financial Information* (NFI) impone alle imprese di divulgare, in modo flessibile, informazioni rilevanti sui principali aspetti ambientali, sociali e di governance e sulla gestione dei rischi relativi. I nuovi obblighi di informativa si applicherebbero a tutte le società di grandi dimensioni e a tutte le società quotate in borsa, comprese le piccole e medie imprese (PMI). Per queste ultime la Commissione elaborerà norme proporzionate che costituiranno un riferimento per quanto riguarda le informazioni che le società ricomprese nell'ambito di applicazione della proposta di *Direttiva* potrebbero ragionevolmente richiedere alle PMI che sono fornitori e clienti nelle loro catene di valore. Su questo punto, il 23 aprile 2022 con l'approvazione del CSRD è stata emendata la *Direttiva UE 2013/32*. In particolare, le imprese non finanziarie hanno l'obbligo di comunicare: (i) la quota del fatturato proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche considerate sostenibili; (ii) la quota dei capex e delle spese operative relativa ad attivi o processi associati ad attività economiche considerate sostenibili. Banche e altre società finanziarie dovranno indicare la quota delle attività economiche ecosostenibili nel totale delle attività che finanziano o in cui investono.

L'Azione (10) mira a promuovere una corporate governance sostenibile e attenuare la visione a breve termine nel mercato di capitali. Tale azione nasce dal presupposto che i manager delle società siano concentrati sul perseguire obiettivi economici e finanziari a breve termine trascurando opportunità di sostenibilità ambientale e sociale che impongono una visione di lungo periodo. La Commissione si propone di avviare un lavoro di analisi e di consultazione per valutare l'eventuale necessità di imporre ai Consigli di Amministrazione di elaborare e divulgare una strategia in materia di sostenibilità (due diligence e misurabilità degli obiettivi sostenibili) e di chiarire le norme che impongono agli amministratori di agire nell'interesse dell'impresa a lungo termine. A tal fine, la Commissione UE aveva invitato le tre autorità di vigilanza europea (ESMA, EBA ed EIOPA), a raccogliere informazioni sulla visione a breve termine indebita nei mercati dei capitali, valutando sia la rotazione del portafoglio, i periodi di possesso delle azioni da parte dei gestori sia l'esistenza di prassi per indebita pressione a breve termine. I tre organismi hanno pubblicato i loro risultati a dicembre 2019 raccomandando di rafforzare la divulgazione dei fattori ESG per facilitare l'interesse degli investitori istituzionali.

A riepilogo, quindi, sulla base del Piano di Azione, a maggio 2018, la Commissione Europea decide di pubblicare un pacchetto di proposte legislative volte a promuovere una

“Finanza Sostenibile” il Sustainable Finance Package. Il pacchetto di misure riguardava: (i) proposta di Regolamento per l’individuazione di criteri unitari di determinazione del grado di sostenibilità di un investimento, (*Tassonomia delle attività sostenibili*), poi approvata il 18 giugno 2020 (*Regolamento UE 2020/852 o Regolamento Tassonomia*); (ii) proposta di Regolamento per l’introduzione di nuovi obblighi di comunicazione da parte degli intermediari, delle modalità adottate per l’integrazione dei fattori di sostenibilità ESG nelle scelte di investimento e nell’attività di consulenza, poi approvata il 27 novembre 2019 (*Regolamento UE 2019/2088 o Regolamento Disclosure*); (iii) proposta di Regolamento di modifica del *Regolamento UE 1011/2016 (Regolamento Benchmark)*, mediante la previsione di due nuovi indici di riferimento che tengano conto di alcuni aspetti di sostenibilità ambientale, adottata il 27 novembre 2019.

La Commissione, inoltre, presentò per la consultazione con il mercato due atti per la modifica del *Regolamento delegato UE 2017/565* di attuazione della MiFID II e del *Regolamento delegato UE 2017/2359* di attuazione della Insurance Distribution Directive (IDD) poi adottate nell’ambito del pacchetto di misure del 20 aprile 2021, con l’introduzione nelle già menzionate normative, dell’obbligo di tenere conto delle preferenze della clientela in tema di sostenibilità per le imprese finanziarie e in sede di distribuzione di *insurance-based investment products* (IBIP) per le imprese di assicurazione.

Il Green Deal Europeo e la Renewed Sustainable Finance Strategy

Nel 2018 il tema dei cambiamenti climatici continuava a essere una priorità per la UE; il *Regolamento UE 2018/1999*⁸⁷ relativo alla governance dell’Unione dell’energia e dell’azione per il clima ha introdotto procedure e delineato le attività da porre in essere per il conseguimento di specifici target energetici e climatici entro il 2030, vale a dire: (i) riduzione delle emissioni di gas a effetto serra di almeno il 40% rispetto al 1990⁸⁸; (ii) incremento della quota di energia da fonti rinnovabili nel consumo finale lordo di energia del 32%; (iii) aumento di almeno il 32,5% dell’efficienza energetica, con specifici obblighi di risparmio energetico per ciascun Stato membro. In pratica si chiedeva il rispetto dei target già siglati a Parigi nel 2015. Per conseguire questi obiettivi, il Regolamento individua cinque aree: (i) sicurezza energetica; (ii) mercato interno dell’energia; (iii) efficienza energetica; (iv) decarbonizzazione; (v) ricerca, innovazione e competitività.

⁸⁷ *Regolamento UE 2018/1999* dell’11 dicembre 2018 sulla governance dell’Unione dell’energia e dell’azione per il clima che modifica le *Directive UE 663/2009* e *715/2009*, le *Directive UE 94/22*, *98/70*, *2009/31*, *2009/73*, *2010/31*, *2012/27* e *2013/30*, le *Directive del Consiglio 2009/119* e *UE 2015/652* che abroga il *Regolamento UE 525/2013*.

⁸⁸ Per l’Italia il target al 2030 è una riduzione del 33% rispetto al livello nazionale 2005.

Nello stesso anno 2018, la Commissione ha elaborato un'ulteriore serie di proposte di *Regolamenti 2018/353*⁸⁹ per favorire e promuovere una “Finanza Sostenibile”. Il *Regolamento UE 2019/2088*, pubblicato a dicembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR)) successivamente integrato e modificato dal *Regolamento UE 2020/852*, relativo all'istituzione di un quadro che favorisca gli investimenti sostenibili (*Regolamento sulla Tassonomia*). La Commissione Europea ha poi elaborato ulteriori proposte di Regolamenti relativi a:

- Un sistema di classificazione unificato a livello dell'UE (Tassonomia): proposta che definisce criteri armonizzati per stabilire se un'attività economica sia sostenibile. La Commissione individuerà le attività che soddisfano tali criteri, tenendo conto delle pratiche e delle iniziative attuali sul mercato in modo da fare chiarezza sulle attività considerate sostenibili e consentire a operatori economici e investitori di prendere decisioni più informate. Potrebbe rappresentare anche la base per definire norme tecniche per marchi e prodotti finanziari sostenibili, come preannunciata nel Piano di Azione sulla finanza sostenibile.

- Obblighi degli investitori e adempimenti informativi, per introdurre coerenza e chiarezza sulle modalità di integrazione dei fattori ESG nel processo decisionale. I gestori di patrimoni e gli investitori istituzionali dovrebbero dimostrare in che modo i loro investimenti si allineino con gli obiettivi ESG e comunicare come adempiano agli obblighi previsti.

- Indici per investimenti a basso impatto di carbonio: creare una nuova categoria di indici a basse emissioni di carbonio e indici di impatto positivo di carbonio. Questo nuovo standard di mercato dovrebbe riflettere l'impronta di carbonio delle imprese e fornire agli investitori maggiori informazioni sull'impatto di un determinato portafoglio di investimenti in termini di emissioni.

- Una migliore consulenza ai clienti in materia di sostenibilità, per valutare l'integrazione efficace degli aspetti ambientali, sociali e di governance nella consulenza fornita dalle imprese di investimento e dai distributori di prodotti assicurativi ai singoli clienti. Si tratta di un'iniziativa propedeutica alla modifica degli atti delegati che attuano la *Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari* (MiFID II) e la *Direttiva sulla distribuzione assicurativa* (IDD). Nel valutare se un prodotto di investimento soddisfi le esigenze del cliente, le imprese dovrebbero prendere in considerazione anche le preferenze del cliente in materia di sostenibilità.

⁸⁹ *Proposta di Regolamento* all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, *COM (2018) 353 Final*, 24/05/2018.

Per rafforzare la trasparenza la Commissione inserisce il *Regolamento UE 2019/2088*⁹⁰ (SFDR), prevedendo nuovi obblighi di trasparenza: **(i)** integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi di investimento, **(ii)** valutazione dei principali effetti negativi degli investimenti, e **(iii)** una chiara identificazione delle caratteristiche ambientali o sociali promosse dai prodotti finanziari e dai prodotti di investimento sostenibile.

In base alle previsioni del *Regolamento UE 2020/852*⁹¹ (*Regolamento Tassonomia*), all'art. 8), la Commissione ha adottato un *atto delegato*⁹² relativo alle informazioni che le società finanziarie e non sono tenute a comunicare in modo chiaro e comparabile sulla sostenibilità delle loro attività. L'*atto delegato* specifica contenuto, metodologia e presentazione delle informazioni da comunicare sulla quota delle loro attività commerciali, d'investimento o prestito allineate alla *Tassonomia*.

Quindi, la sostenibilità, anche alla luce della ripresa post pandemia, è fondamentale per conseguire gli obiettivi del *Green Deal Europeo*. La Commissione, individua sei azioni: **(i)** ampliare la legislazione sulla finanza sostenibile per facilitare l'accesso al finanziamento della transizione; **(ii)** rendere la finanza sostenibile più inclusiva nei confronti di PMI e consumatori con strumenti e incentivi per accedere al finanziamento della transizione; **(iii)** rafforzare la resilienza del sistema economico e finanziario ai rischi per la sostenibilità; **(iv)** aumentare il contributo del settore finanziario alla sostenibilità; **(v)** garantire l'integrità del sistema finanziario dell'UE e monitorarne la transizione verso la sostenibilità; **(vi)** creare iniziative e norme internazionali di finanza sostenibile e sostenere i Paesi partner dell'UE.

Tuttavia era necessario dare una definizione dei criteri di sostenibilità degli investimenti e delle attività, inserita all'interno del già citato *Regolamento UE 2020/852*. In particolare, l'art. 3 stabilisce che un'attività economica è considerata ecosostenibile se: **(i)** contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali⁹³; **(ii)** non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi; **(iii)** è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all'art. 18; **(iv)** è conforme ai

⁹⁰ Cfr. Nota 71.

⁹¹ Cfr. Nota 67.

⁹² *Regolamento Delegato del 4.6.2021* integra il *Regolamento UE 2020/852* fissando criteri tecnici di quali condizioni si possano considerare un'attività che contribuisce alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e che non arreca un danno a nessun altro obiettivo ambientale.

⁹³ In conformità degli artt. da 10 a 16 del *Regolamento UE 2020/852* all'art. 9, sono considerati obiettivi ambientali: (1) la mitigazione dei cambiamenti climatici; (2) l'adattamento ai cambiamenti climatici; (3) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; (4) la transizione verso un'economia circolare; (5) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; (6) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi

criteri tecnici fissati dal TEG⁹⁴. Il rispetto dei requisiti indicati è importante alla luce delle azioni richiamate dal *Piano di Azione per la Finanza Sostenibile* che, per proteggere e sostenere la fiducia dei mercati finanziari, punta anche all'utilizzo di marchi dell'UE per segnalare prodotti finanziari sostenibili. L'assegnazione di marchi possono rivelarsi particolarmente utili per gli investitori retail desiderosi di esprimere le loro preferenze di investimento in attività sostenibili.

L'art. 5 del *Regolamento UE 2020/852* stabilisce, inoltre, quali informazioni siano da comunicare qualora il prodotto finanziario⁹⁵ riguardi un'attività che contribuisce a un obiettivo ambientale⁹⁶, ossia: **(i)** informazioni sull'obiettivo dell'investimento sottostante il prodotto finanziario; **(ii)** una descrizione di come e in che misura l'investimento sottostante si riferisce ad attività considerate ecosostenibili ai sensi dell'art. 3 del presente *Regolamento*⁹⁷.

Parte del *Regolamento SFDR* si applica già a partire dal 10 marzo 2020, in riferimento agli specifici obblighi di comunicazione per i quali lo stesso SFDR ha stabilito che la norma di attuazione venisse integrata con i *Regulatory Technical Standards* (RTS) delle Autorità Europee ESMA, EBA e EIOPA (ESAs). Gli RTS, infatti, forniscono le specifiche tecniche delle modalità di adempimento degli obblighi di comunicazione. La Commissione, a novembre 2021, ha annunciato l'emanazione del *Regolamento Delegato*, che dovrà recepire e promulgare detti RTS, la cui emanazione inizialmente prevista per il 1° gennaio 2022, sarà posticipata al 1° gennaio 2023.

In riferimento alla *Renewed Sustainable Finance Strategy*, la Commissione ha effettuato una consultazione l'8 aprile 2020, conclusasi il successivo 15 luglio, con l'obiettivo di individuare gli strumenti di policy che consentano al sistema finanziario di supportare la transizione verso uno sviluppo sostenibile post ripresa dalla pandemia. La Commissione ha inoltre avviato una consultazione pubblica il 19 gennaio 2021 mirata all'istituzione di un punto unico di accesso digitale europeo (ESAP) per le informazioni finanziarie e non che prendono a riferimento il modello del *Single Access Point* adottato per la realizzazione dello *European Electronic Access Point* (EEAP) e dello *European Single Electronic Format* (ESEF) per i dati finanziari delle società quotate.

⁹⁴ Ai sensi dell'art. 10, par. 3, dell'art. 11, par. 3, dell'art. 12, par. 2, dell'art. 13, par. 2, dell'art. 14, par. 2, o dell'art. 15, par. 2 del *Regolamento UE 2020/852*. Successivamente a dicembre 2021 è stato pubblicato un primo atto delegato sulle attività sostenibili per la mitigazione dei cambiamenti climatici e gli obiettivi di adattamento agli stessi della Tassonomia dell'UE (*atto delegato sul clima*) applicato dal 1° gennaio 2022. Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32021R2178>

⁹⁵ Di cui all'art. 8, par. 1 o all'art. 9, par. 1, 2 o 3, del *Regolamento UE 2019/2088*.

⁹⁶ Ai sensi dell'art. 2, punto 17) del *Regolamento UE 2019/2088*.

⁹⁷ Tale descrizione specifica la quota di investimenti in attività economiche ecosostenibili selezionati per il prodotto finanziario, compresi i dettagli sulle quote di attività abilitanti e di transizione di cui rispettivamente sotto forma di percentuale di tutti gli investimenti selezionati per il prodotto finanziario.

Agli esiti della consultazione, la Commissione, il 25 novembre 2021, ha pubblicato una proposta legislativa di istituzione dell'ESAP entro il 2024 e il suo funzionamento a regime entro il 2026. Obiettivo è superare la frammentazione delle modalità di raccolta e di diffusione dei dati, in particolare per le PMI. Infine, la consultazione in materia di Sustainable Corporate Governance e la revisione della NFRD individuano ulteriori importanti iniziative in corso. Quest'ultima *Direttiva* è stata approvata il 23 aprile 2022 nell'ambito di un importante pacchetto di misure, pubblicato il 20 aprile 2021, comprendenti: **(i)** l'atto delegato relativo agli aspetti climatici della Tassonomia UE, che dettaglia le attività economiche che contribuiscono di più al conseguimento degli obiettivi ambientali dell'Unione; **(ii)** una proposta di *Direttiva* sull'informativa in materia di sostenibilità delle imprese, la CSRD che modifica la NFRD tesa ad armonizzare la comunicazione delle informazioni sulla sostenibilità da parte delle imprese, per garantire comparabilità e affidabilità delle informazioni a disposizione degli operatori finanziari; **(iii)** sei atti delegati riguardanti i doveri fiduciari e la consulenza in materia di investimenti e assicurazioni tesi a garantire che le imprese finanziarie, per esempio, i consulenti, i gestori di attivi o gli assicuratori, includano la sostenibilità nelle loro procedure e nella consulenza in materia di investimenti fornita ai clienti.

Il 6 luglio 2021 la Commissione Europea ha presentato la strategia rinnovata dell'UE per la finanza sostenibile. La *Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile* (Renewed Sustainable Finance Strategy) definisce il suo approccio per affrontare le sfide in corso ed emergenti che sosterranno il Green Deal dell'UE e una ripresa inclusiva e sostenibile dalla pandemia di Covid-19. La Commissione ha inoltre presentato una proposta per uno standard europeo per le obbligazioni green (SBG dell'UE), che punta a diventare lo standard di riferimento per le obbligazioni sostenibili. La strategia definisce quattro requisiti: **(i)** allineamento della Tassonomia dell'UE, **(ii)** trasparenza dell'uso dei proventi, **(iii)** revisione esterna e **(iv)** supervisione.

La strategia indica il modo in cui sosterrà il Green Deal dell'UE e la transizione dell'Europa verso un continente a emissioni zero entro il 2050 attraverso:

- Finanziare la transizione verso la sostenibilità e ampliare la copertura della Tassonomia dell'UE.
- Costruire l'inclusività con un maggiore sostegno alle PMI e agli individui per accedere alla finanza sostenibile e partecipare alla costruzione di un'economia sostenibile.
- Affrontare la resilienza del settore finanziario ai rischi per la sostenibilità, e supportarne il contributo.
- Svolgere un ruolo rilevante nell'ambito istituzionale della finanza sostenibile.

Non-financial reporting per le imprese (richiami)

Come già esposto nel Capitolo 2, la Comunità Europea attraverso la *Direttiva UE 2014/95*⁹⁸ (NFRD) e l'introduzione dell'art. 19-bis (e dell'art. 29-bis per le relazioni consolidate) all'interno della *Direttiva UE 2013/34*⁹⁹, ha stabilito che le imprese di grandi dimensioni che sono enti di interesse pubblico e che superano, alla data di chiusura del bilancio, il criterio del numero medio di 500 dipendenti durante l'esercizio, includano nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in modo da permettere la comprensione dell'impresa, dei suoi risultati e dell'impatto della sua attività.

Tra gli elementi richiesti vi è: **(i)** una descrizione del modello aziendale; **(ii)** una descrizione delle politiche applicate ; **(iii)** il risultato di tali politiche; **(iv)** i rischi connessi a tali aspetti legati e le relative modalità di gestione adottate; **(v)** gli indicatori di prestazione di carattere non finanziario pertinenti per l'attività specifica dell'impresa.

Come in precedenza sottolineato, i principali adempimenti in termini di trasparenza informativa e non-financial disclosure sono stati definiti dal *Regolamento SDFR* del 2018. Successivamente, l'art. 8 del *Regolamento UE 2020/852* ha stabilito ulteriori obblighi di trasparenza a carico delle società non finanziarie. Qualsiasi impresa soggetta all'obbligo di pubblicare informazioni di carattere non finanziario ai sensi dell'art. 19-bis o dell'art. 29-bis della *Direttiva UE 2013/34*, infatti, è tenuta a indicare come e in che misura le attività operative siano associate ad attività economiche considerate ecosostenibili. In particolare, le imprese non finanziarie hanno l'obbligo di comunicare: **(i)** la quota del loro fatturato proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili; **(ii)** la quota delle loro capex e la quota delle spese operative relativa ad attivi o processi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili.

Banche e altre società finanziarie dovranno indicare la quota delle attività economiche ecosostenibili nel totale delle attività che finanziano o in cui investono.

Il 23 aprile 2022 è stata emendata la *Direttiva UE 2013/34*, con l'approvazione del CSRD, che entrerà in vigore nel 2024 (bilancio 2023) per le aziende grandi e a seguire le altre aziende (Cfr. Paragrafo 2.2) e introdurrà il concetto di “*Reporting di Sostenibilità*” in sostituzione del “*Reporting non finanziario*”.

In Italia la *Direttiva UE 2014/95* è stata recepita con il *D.Lgs. 254/2016* ed è applicata dal 2017, dove alcune imprese unitamente al bilancio devono presentare anche

⁹⁸ Cfr. Nota 32.

⁹⁹ Cfr. Nota 33.

una dichiarazione di carattere non finanziario (DNF), che evidenzia elementi ambientali, sociali (relazioni con i consumatori e con la collettività di riferimento), di gestione del personale, di tutela dei diritti umani e di lotta alla corruzione attiva e passiva. Le aziende obbligate sono gli enti di interesse pubblico (EIP)¹⁰⁰ che soddisfano i seguenti requisiti: **(i)** numero medio di dipendenti nell'esercizio superiore a 500 unità; **(ii)** superamento di almeno uno dei seguenti parametri: **1)** 20 milioni di euro di totale di stato patrimoniale; **2)** 40 milioni di euro di ricavi netti delle vendite e delle prestazioni.

Per quanto riguarda i contenuti da evidenziare nella DNF, in base all'art. 3, devono essere descritti almeno: **(i)** il modello aziendale di gestione e organizzazione delle attività dell'impresa, inclusi i modelli di organizzazione e di gestione adottati ai sensi del *D.Lgs. 231/2001*; **(ii)** le politiche praticate dall'impresa, comprese quelle di dovuta diligenza, i risultati conseguiti e i relativi indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario; **(iii)** i principali rischi, (ivi incluse le modalità di gestione degli stessi) generati o subiti, connessi ai suddetti temi e che derivano dalle attività dell'impresa, dai suoi prodotti, servizi o rapporti commerciali, incluse, ove rilevanti, le catene di fornitura e subappalto.

La dichiarazione di carattere non finanziario deve contenere almeno informazioni riguardanti: **(i)** l'utilizzo di risorse energetiche, distinguendo fra quelle prodotte da fonti rinnovabili e non rinnovabili, e l'impiego di risorse idriche; **(ii)** le emissioni di gas a effetto serra e le emissioni inquinanti in atmosfera; **(iii)** l'impatto, ove possibile sulla base di ipotesi o scenari realistici anche a medio termine, sull'ambiente nonché sulla salute e la sicurezza, associato ai fattori di rischio del punto precedente; **(iii)** o ad altri rilevanti fattori di rischio ambientale e sanitario; **(iv)** aspetti sociali attinenti alla gestione del personale, incluse le azioni per garantire la parità di genere, le misure per attuare convenzioni di organizzazioni internazionali e sovranazionali in materia, e modalità di dialogo con le parti sociali; **(v)** rispetto dei diritti umani, le misure adottate per prevenirne le violazioni, nonché le azioni per impedire atteggiamenti comunque discriminatori; **(vi)** lotta alla corruzione sia attiva sia passiva, con indicazione degli strumenti adottati.

Su questo tema è importante evidenziare che il nuovo *Codice di Corporate Governance*, di gennaio 2020, all'art. 1 rilevi come “*l'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile*”, nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, ma considerando anche gli interessi degli stakeholder, definendo il livello e la natura di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società. In Italia, un gran numero di società quotate ha già pubblicato una policy relativa

¹⁰⁰ Vale a dire gli Enti indicati all'art. 16, c. 1, del *D.Lgs. 39/2010*: a) le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e dell'UE; b) le banche; c) le imprese di assicurazione di cui all'art. 1, c. 1, lett. u), del cod. delle assicurazioni private; d) le imprese di riassicurazione di cui all' art. 1, c. 1, lett. cc), del cod. delle assicurazioni private.

alle tematiche ESG, integrando tali elementi nei sistemi di gestione del rischio, e iniziando a definire obiettivi collegati agli aspetti ESG nei modelli di performance (MBO) del Top Management.

Sul piano operativo invece, nonostante gli standard di rendicontazione utilizzati siano quelli del GRI, si rileva un aumento nell'utilizzo di altri principi di rendicontazione, come l'*Integrated Reporting Framework*¹⁰¹ e il *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*¹⁰².

Nel sistema finanziario continua a crescere il numero di società firmatarie dei principali framework di riferimento delle Nazioni Unite: *Principles for Responsible Investments (PRI)*, *Principles for Responsible Banking (PRB)* e *Principles for Sustainable Insurance (PSI)*.

Infine, l'attenzione su questi temi è aumentata a seguito della pandemia, tanto che anche l'ESMA ha pubblicato un documento "*European common enforcement priorities for 2020 annual financial reports*"¹⁰³ che indica le priorità per le relazioni finanziarie 2020 delle società quotate. Sarà necessario fornire un'adeguata comunicazione trasparente sugli impatti della pandemia sui bilanci 2020. La sezione 2 del documento richiede alcuni argomenti specifici: **(i)** l'impatto della pandemia su aspetti non finanziari; **(ii)** elementi relativi ad aspetti sociali e ai rapporti con i dipendenti; **(iii)** il modello di business e di creazione di valore; **(iv)** rischi relativi al cambiamento climatico.

3.3 Normativa bancaria e fattori ESG

Va registrato che il mercato dei capitali, nonostante gli sforzi compiuti con il primo Piano di azione, continuava a essere frammentato, tanto che nel 2020 è stato presentato un nuovo *Piano di Azione per l'UMC* che prevede 16 atti (legislativi e non) e tre obiettivi: **(i)** Sostenere la ripresa economica digitale, verde, inclusiva e resiliente rendendo i finanziamenti più accessibili alle imprese europee; **(ii)** Rendere l'Europa un luogo sicuro per i cittadini per risparmiare e investire a lungo termine; **(iii)** Integrare i mercati dei capitali dei singoli Stati membri in una vera e propria Unione dei mercati.

Il pacchetto per l'UMC contiene misure di rilancio dei mercati di capitali con due obiettivi specifici: **(i)** la ripresa economica dalla pandemica e **(ii)** la transizione verde e digitale. Le proposte consentono un accesso ai dati, agli investimenti a lungo termine e

¹⁰¹ Cfr. Università di Pavia, Deloitte, *Osservatorio Nazionale sulla Rendicontazione non Finanziaria*, Quarta Edizione, febbraio 2022.

¹⁰² *Standard di rendicontazione* proposto dalla Value Reporting Foundation.

¹⁰³ Cfr. Nota 51.

alla vendita transfrontaliera di fondi di investimento in sicurezza. Le nuove proposte legislative adottate dalla Commissione riguardano:

- A. Punto di accesso unico europeo (*ESAP – European Single Access Point*) un unico database di accesso a informazioni pubbliche per aspetti finanziari, di sostenibilità, alle imprese e ai prodotti di investimento, realizzato dall'ESMA. L'obiettivo è garantire una maggiore trasparenza ai consumatori e offrire un punto di attrazione degli investitori europei e internazionali per le imprese, in particolare le PMI. Le imprese potranno, inserirvi le informazioni di sostenibilità. Questa iniziativa oltre a essere legata all'implementazione del mercato unico dei capitali è anche parte della strategia europea per la finanza digitale. Il 25 novembre 2021 la Commissione ha pubblicato una proposta legislativa di istituzione dell'ESAP entro il 2024 e il suo funzionamento a regime entro il 2026.
- B. *Revisione del Regolamento relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF)* al fine di aumentare l'interesse degli ELTIF e rafforzare il ruolo di questi investimenti come fonte di finanziamento complementare per le imprese¹⁰⁴.
- C. *Revisione della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)* l'obiettivo è di armonizzare le norme sui fondi che concedono prestiti alle imprese. La proposta è quella di consentire ai gestori di fondi di acquisire nuove competenze da Paesi terzi. Inoltre, prevede il coordinamento e lo scambio di informazioni tra le autorità di vigilanza europee, al fine di tutelare gli investitori e la stabilità finanziaria.
- D. *Revisione del Regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR)* per dare maggiore trasparenza ai dati su ciascuno strumento finanziario negoziato in tutte le sedi attraverso il “*sistema consolidato di pubblicazione europeo*”. L'accesso era consentito solo ad alcuni investitori professionali, ora la proposta legislativa intende migliorare la parità di condizioni tra le borse valori e le banche di investimento, oltre alla competitività internazionale delle sedi di negoziazione dell'UE.

Nel 2022 la Commissione Europea ha intenzione di implementare il *Piano di Azione 2020 per l'UMC* ulteriormente, con una proposta sulle quotazioni, un quadro

¹⁰⁴ Nello specifico, la proposta della Commissione si concentra sulle modifiche in tre parti chiave del *Regolamento ELTIF*: (i) Maggiore flessibilità, consentendo regole per fondi più flessibili (per esempio, per quanto riguarda le attività ammissibili, le soglie, i requisiti di diversificazione, il prestito di denaro); (ii) Migliore accessibilità, riducendo le barriere all'ingresso per gli investitori retail, con livelli adeguati di protezione degli investitori (per esempio, eliminando il requisito della soglia minima di investimento di 10.000 euro e il limite di investimento aggregato del 10%); (iii) Riscatti, introducendo un meccanismo aggiuntivo di riscatto della finestra di liquidità che renderà possibile agli investitori di uscire prima da un investimento ELTIF, a certe condizioni.

normativo della “*Finanza Aperta*”, un’iniziativa sull’insolvenza delle imprese e un’azione per l’alfabetizzazione finanziaria.

L’importanza che i fattori ESG e la loro disclosure sta sempre più assumendo nel rapporto imprese e banche lo si ritrova anche nelle azioni che l’EBA sta mettendo in atto. Nell’ottobre 2019, l’EBA ha elaborato un *Action Plan on Sustainable Finance*, che definisce la “road map” di inclusione dei principi di sostenibilità in ambito bancario e finanziario e l’integrazione dei fattori ESG nei servizi finanziari.

Tra i compiti dell’Autorità, figurano: **(i)** assessment della potenziale inclusione dei rischi ESG nei processi di supervisione e valutazione effettuati dalla autorità competenti; **(ii)** il rispetto di quanto previsto dall’art. 449-bis del *Regolamento UE 2019/876*¹⁰⁵ *Capital Requirement Regulation (CRR)*, che richiede una disclosure su rischi ESG, fisici e di transizione alle grandi istituzioni finanziarie quotate a decorrere dal 28 giugno 2022; **(iii)** la verifica dell’opportunità di un trattamento prudenziale alle esposizioni relative ad asset o attività associate a obiettivi ambientali e/o sociali.

L’approccio dell’EBA è sulle metriche, le strategie e sulle procedure di risk management, in modo da poter fare un’analisi degli scenari ed effettuare le dovute correzioni relative ai rischi ESG, che, ovviamente, le istituzioni finanziarie devono saper comprendere, misurare e monitorare.

Data l’incertezza dei rischi, l’EBA incoraggia le banche a incorporare gli aspetti ESG all’interno delle strategie di business, valutandoli anche attraverso parametri e indicatori di performance non complessi, quali il *Green Asset Ratio (GAR)*, che rappresenta il rapporto volume/percentuale di asset “*Green*” all’interno dei bilanci delle banche e nei loro portafogli.

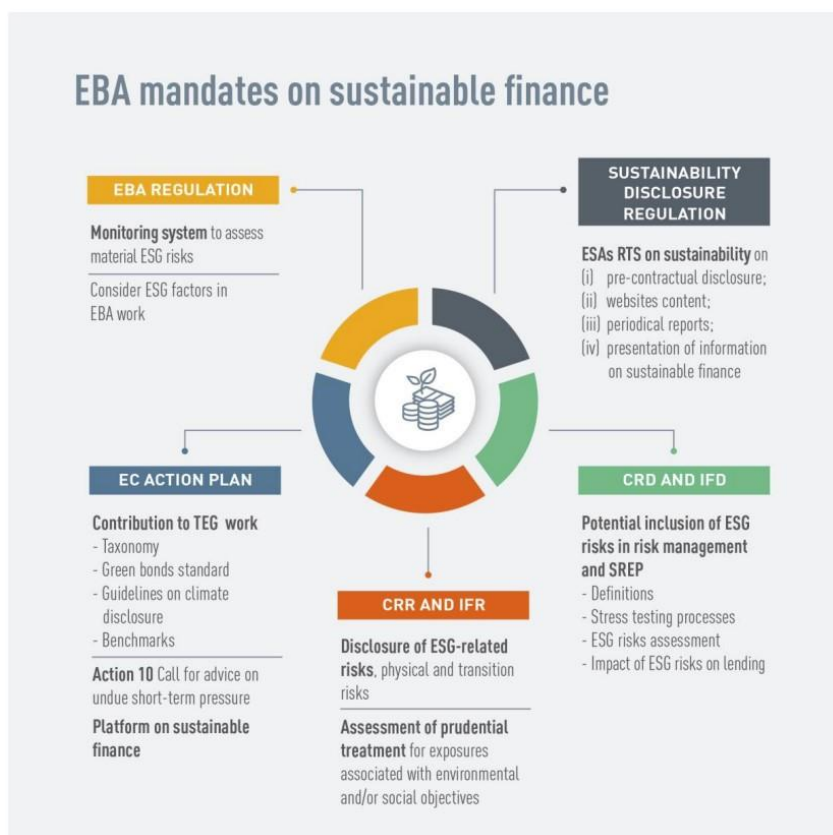
Le “*Guidelines on non-financial reporting*” includono già dei KPI sulla divulgazione dei dati attuali e sugli obiettivi futuri, come: **(i)** il volume di attività finanziarie che sostengono attività economiche sostenibili e che contribuiscono a mitigare il cambiamento climatico; **(ii)** il volume di collaterale connesso ad asset o attività nei settori del cambiamento climatico¹⁰⁶; **(iii)** l’importo totale dei portafogli a rendimento fisso investiti in Green Bond.

¹⁰⁵ *Regolamento UE 2019/876* del 20 maggio 2019 che modifica il *Regolamento UE 575/2013* per il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il *Regolamento UE 648/2012*.

¹⁰⁶ Tale dato può fornire informazioni rilevanti, per esempio, in relazione al portafoglio di mutui retail.

Nel tempo e con una maggiore comprensione da parte degli investitori, i dati relativi al *Green Asset Ratio* potrebbero incidere direttamente sul prezzo delle azioni delle banche.

In questo contesto l'attività e i compiti dell'EBA diventano sempre più importanti e incisivi come rappresentato nella figura seguente¹⁰⁷.



Fonte: *EBA Action Plan on Sustainable Finance*, 6 December 2019.

Figura 5 - Overview dei compiti dell'EBA in materia di finanza sostenibile

Sulla base di queste considerazioni, l'EBA nell'ottobre 2020 fece una consultazione pubblica per raccogliere pareri sui fattori e i rischi ESG e se potevano essere inclusi e valutati nel Framework normativo e di vigilanza per gli enti creditizi e delle imprese di investimento, successivamente approvato e pubblicato nel giugno 2021¹⁰⁸.

La *Direttiva UE 2013/36* è stata modificata dalla *Direttiva UE 2019/878* nell'ambito di un pacchetto legislativo precedente (noto come *CRD V/CRR 2*) concepito

¹⁰⁷ EBA, *Action Plan on Sustainable Finance*, 2019. Cfr. https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/EBA%20Action%20plan%20on%20sustainable%20finance.pdf

¹⁰⁸ EBA, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, EBA/REP/2021/18. Cfr. https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf

per ridurre i rischi del settore finanziario e garantirne la capacità di resistere a shock potenziali.

La *Direttiva UE 2013/36* è stata ulteriormente modificata dalla *Direttiva UE 2019/2034* per istituire un quadro prudenziale europeo proporzionato e basato sul rischio per le imprese di investimento.

Il testo è stato sviluppato seguendo principalmente: **(i)** la prima *Direttiva UE 2019/878*¹⁰⁹, che ha modificato la *Direttiva UE 2013/36 Capital Requirements Directive (CRD IV)*¹¹⁰ nell'ambito di un pacchetto noto come CRD V/CRR 2 per ridurre i rischi del settore finanziario e garantire la capacità di resistere a potenziali shock, introducendo il nuovo art. 98, in cui l'EBA valuta la potenziale inclusione nella revisione e nella valutazione effettuate dalle autorità competenti dei rischi ambientali, sociali e di governance; **(ii)** La *Direttiva UE 2019/2034 Investment Firm Directive (IFD)*¹¹¹, che all'art. 35 prevede l'elaborazione da parte dell'EBA di una relazione in merito all'introduzione di criteri tecnici per le esposizioni relative ad attività associate a obiettivi ambientali, sociali e di governance per il processo di revisione e valutazione prudenziale al fine di valutare le fonti e gli effetti possibili dei rischi sulle imprese di investimento.

La *Direttiva UE 2013/36* ha avuto un'ulteriore modifica con la *Direttiva UE 2019/2034* per creare un quadro prudenziale sul rischio per le imprese di investimento.

La relazione dell'EBA riporta i seguenti aspetti: **(1)** definizione dei rischi ambientali, di governance e sociali compresi i rischi fisici e quelli della transizione sostenibile, come i rischi connessi al deprezzamento delle attività per modifiche normative, i criteri qualitativi e quantitativi e le metriche di valutazione, una metodologia sull'insorgenza dei rischi nel breve, medio o lungo termine che possono avere un impatto finanziario; **(2)** valutazione di impatto delle concentrazioni di attività sull'incremento dei rischi; **(3)** descrizione dei processi per identificare, valutare e gestire i rischi; **(4)** criteri, parametri e metriche a supporto delle autorità di vigilanza per la valutazione degli impatti a breve, medio e lungo termine.

Per la prima volta, la relazione consente, di identificare le definizioni di tali rischi, fornendo metodi di valutazione e delineando raccomandazioni sulla loro incorporazione nelle strategie di business, nei processi di governance e nella gestione/supervisione dei

¹⁰⁹ *Direttiva UE 2019/878 del 20 maggio 2019 che modifica la Direttiva UE 2013/36 per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale.*

¹¹⁰ *Direttiva UE 2013/36 del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la Direttiva UE 2002/87 e abroga le Direttive UE 2006/48 e UE 2006/49.*

¹¹¹ *Direttiva UE 2019/2034 del 27 novembre 2019 relativa alla vigilanza prudenziale sulle imprese di investimento e recante modifica delle Direttive UE 2002/87, UE 2009/65, UE 2011/61, UE 2013/36, UE 2014/59 e UE 2014/65.*

rischi. Precedentemente le istituzioni di vigilanza non avevano la possibilità di comprendere l'impatto dei rischi ESG e le vulnerabilità nel lungo periodo.

Come già detto, nel giugno 2021 l'EBA a fronte di una consultazione pubblica, ha raccolto gli esiti in un rapporto il cui tema specifico è “*resilienza delle banche rispetto ai potenziali impatti di tali rischi, che richiede una valutazione accorta e azioni proattive, in un'ottica di miglioramento continuo*” e dove sono incluse le definizioni comuni dei rischi ESG, e i metodi di valutazione nel processo di risk management. In futuro, verrà utilizzato per dare linee guida sulla gestione e supervisione di tali rischi.

L'EBA vuole evidenziare come gli aspetti ESG influenzino le controparti e si riflettano sui rischi finanziari, raccomandando l'incorporazione di tali elementi nel framework di risk management delle banche: **(i)** inclusione dei rischi ESG all'interno del risk appetite framework; **(ii)** gestione dei rischi ESG come driver di rischi finanziari, rispetto alla propensione al rischio e nel rispetto dei framework *ICAAP*¹¹² e *ILAAP*¹¹³; **(iii)** identificazione di eventuali ritardi su disponibilità di dati, metodologie e azioni di rimedio; **(iv)** elaborazione di procedure per la valutazione della solidità finanziaria delle controparti; **(v)** sviluppo di metriche di monitoraggio del rischio sia sui clienti sia sui portafogli; **(vi)** creazione di metodologie per valutare la resistenza ai rischi ESG. Su questo punto in particolare, i framework internazionali non hanno ancora una definizione univoca, anche se tutti concordano che i fattori ESG siano i pilastri della sostenibilità, complicando di fatto la comprensione e gestione complessiva.

Dal momento che si possono avere impatti positivi o negativi, l'EBA si concentra sui secondi, con un approccio cautelativo al risk management, proprio perché gli aspetti ESG possono influenzare le performance finanziarie delle banche e incidere sulle categorie di rischio (di credito, di mercato, operativi, di liquidità, ecc.), in funzione dell'esposizione della banca e degli asset investiti.

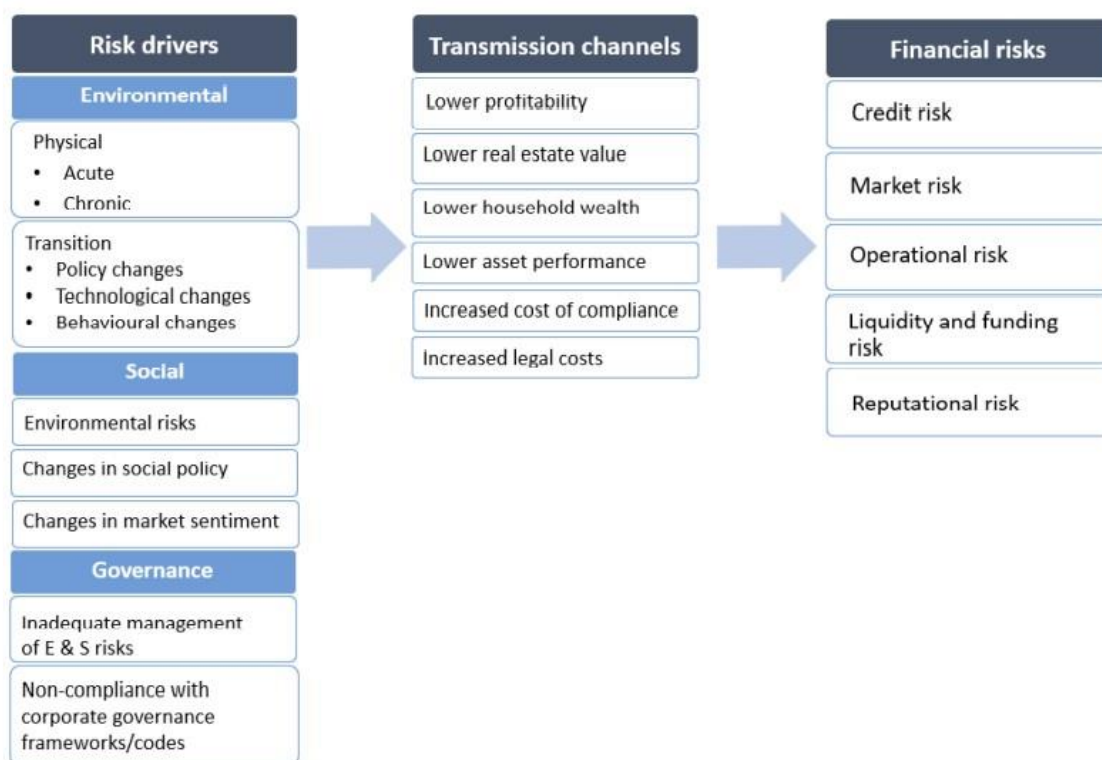
Quindi i rischi ESG non sono altro che i rischi di qualsiasi impatto finanziario negativo che derivano da aspetti correnti o prospettici dei fattori ESG sui clienti o sulle attività di investimento. Tutti questi aspetti hanno un impatto sul sistema finanziario ed economico perché riguardano la produttività del lavoro, il prodotto interno lordo, il debito pubblico, la crescita economica e le variabili socioeconomiche, ma anche le istituzioni

¹¹² BCE, *Guida sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale (ICAAP)*, 2018. Cfr. https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/icaap_ilaap/ssm.icaap_guide_201803.it.pdf

¹¹³ BCE, *Guida sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza della liquidità (ILAAP)*, 2018. Cfr. https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/icaap_ilaap/ssm.ilaap_guide_201803.it.pdf

finanziarie perché influenzano l'ambiente in cui operano e i parametri di rischio del credito e di mercato, generando una spirale negativa per l'intero sistema economico ¹¹⁴.

L'EBA evidenzia i canali di trasmissione dei rischi collegati ai fattori ESG, come riportato nella figura seguente.



Fonte: EBA, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, EBA/REP/2021/18. 2019.

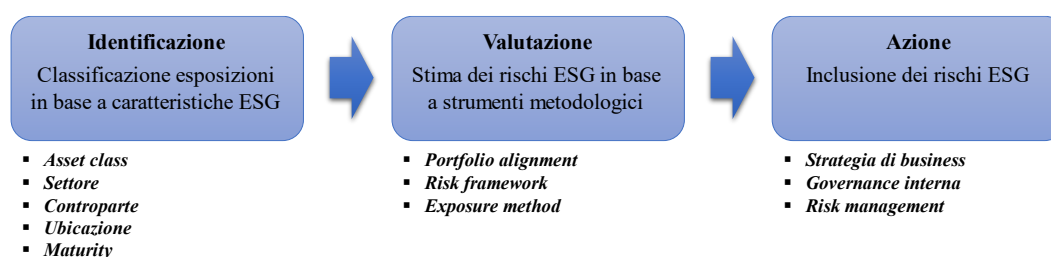
Figura 6 - ESG risk drivers, canali di trasmissione e impatto sulle categorie di rischio finanziario

L'EBA ha voluto evidenziare le difficoltà anche sugli indicatori qualitativi/quantitativi e sugli strumenti metodologici di valutazione: **(i)** livello di incertezza sui tempi e effetti degli interventi regolatori; **(ii)** scarsità di dati rilevanti, affidabili e comparabili specie per le PMI; **(iii)** limiti metodologici dei modelli di risk basati su dati storici che non includono i fattori ESG (per esempio, parametri di probability of default (PD) o loss given default (LGD)); **(iv)** trasposizione dei rischi ESG in rischi finanziari per la valutazione di solidità delle aziende; **(v)** discrasia governance aziendale tradizionale e tempistiche di manifestazione dei rischi ESG (rischi per il cambiamento climatico); **(vi)** impatto sul rischio finanziario e sulla posizione finanziaria. Inoltre, molte agenzie di rating includono i fattori ESG nelle valutazioni, e di conseguenza il merito creditizio di imprese vulnerabili dovrebbe avere un downgrade il quale però

¹¹⁴ Fondo Monetario Internazionale, *Managing Climate Risk in the U.S. Financial System* (cftc.gov), IMF 'Climate change and financial risk, 2019. Cfr. <https://www.cftc.gov/sites/default/files/2020-09/9-9-20%20Report%20of%20the%20Subcommittee%20on%20Climate-Related%20Market%20Risk%20-%20Managing%20Climate%20Risk%20in%20the%20U.S.%20Financial%20System%20for%20posting.pdf>

sarebbe maggiore di quello che si otterrebbe con un approccio più tradizionale con conseguente aumento dell'indice loss given default; infine, ci sarebbe una non linearità dei rischi ESG, in relazione alla natura e agli effetti al momento della loro manifestazione.

Tuttavia, l'EBA per cercare di risolvere queste criticità suggerisce tre fasi da implementare (come riportato in figura 7): **(1)** Identificazione, classificando gli asset in base alle caratteristiche per individuare i rischi ESG (per esempio, le esposizioni in base a settore, collocazione geografica, controparte, maturity, asset class ecc.); **(2)** Valutazione della classificazione per misurare e valutare, in modo dinamico e flessibile, l'impatto sulle esposizioni finanziarie; **(3)** Azione, incorporare i fattori ESG nei processi di risk management, adattando la strategia di business a un approccio alla gestione dei rischi che consenta un monitoraggio e controllo attento dei fattori ESG.



Fonte: Rielaborazione schema EBA, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms* EBA/REP/2021/18. 2019.

Figura 7 - Approccio alla valutazione dei rischi ESG

Il settore finanziario, in questo momento, non ha un'adeguata considerazione dei rischi ambientali e climatici, di conseguenza l'incremento di fenomeni naturali (esondazioni, allagamenti) per le imprese di assicurazione significa avere maggiori costi non adeguatamente preventivati. Le banche, analogamente, avranno un'esposizione a perdite dovute alla minore redditività delle imprese, soprattutto quelle esposte ai cambiamenti climatici o che dipendono da risorse in esaurimento¹¹⁵.

E' importante sottolineare come l'azione di allineamento dei mercati finanziari all'Accordo di Parigi sia una misura preventiva e cautelativa da parte dell'UE per una gestione coerente dei rischi legati ai cambiamenti climatici. Tale approccio, accolto positivamente dagli operatori italiani richiede, però, alcuni chiarimenti su aspetti tecnici e quantitativi, per esempio, la definizione della probabilità e delle implicazioni degli scenari di riferimento su ambiente e attività umane, rischi e opportunità associati al processo di transizione, indicatori rilevanti per le attività finanziarie, ecc. La maggior parte condivide la preoccupazione che il cambiamento climatico sia un rischio per la

¹¹⁵ Nel periodo 2000-2016, a livello mondiale, le catastrofi naturali di origine meteorologica hanno registrato un incremento del 46% e nel periodo 2007-2016 le perdite economiche dovute a condizioni meteorologiche estreme nel mondo intero sono aumentate dell'86% (117 miliardi di euro nel 2016), Relazione Lancet, *The Lancet Countdown on health and climate change: from 25 years of inaction to a global transformation for public health*, 2017. Cfr. <https://storage.googleapis.com/lancet-countdown-preprod/2019/10/LC-2017-English.pdf>

stabilità dei mercati, anche se rimane da chiarire in quale orizzonte temporale e in che termini si manifesti il rischio. Determinante è risultata la posizione della Banca d'Italia che ritiene l'integrazione dei criteri ESG nella strategia di gestione di una porzione degli asset un fattore abilitante alla constatazione della materialità del rischio climatico¹¹⁶.

E' proprio la trasparenza da parte delle imprese sui temi della sostenibilità, come descritto nel Capitolo 2, che consente al mercato finanziario di fare ex-ante una valutazione adeguata della capacità o meno dell'impresa di creare valore a lungo termine con una gestione attenta dei rischi di sostenibilità, al contrario, una comunicazione dei rischi a lungo termine poco chiara o dettagliata renderebbe il monitoraggio dell'impresa complesso aumentando di fatto l'esposizione al rischio da parte del mercato finanziario.

Nel febbraio 2020, la Commissione Europea nella riunione di presentazione della Strategia annuale per la crescita sostenibile, ha presentato l'analisi 2020, per singolo Paese membro, sul monitoraggio degli SDGs, sulle dinamiche economiche e sociali e lo stato di sostenibilità ambientale, allo scopo di appoggiare le iniziative dei singoli Stati membri e individuare sinergie con le politiche ambientali, sociali ed economiche degli stessi. In pratica, voleva avviare la fase di adozione della strategia sostenibile facendo monitorare l'attuazione degli obiettivi di sviluppo sostenibile nei programmi nazionali di riforma (PNR) cercando di cogliere per ogni singolo Paese le esigenze trasversali da colmare e/o adeguare per garantire lo sviluppo dell'economia.

L'UE, a dimostrazione dell'impegno sui temi sistema finanziario e impatti ambientali, aveva già indicato criteri prudenziali con la *Direttiva CRD IV* e il *Regolamento CRR* aprendo, per la prima volta, a misure finalizzate al trattamento regolatorio degli asset green allo scopo di incentivare la transizione energetica.

Per cercare di aumentare la resilienza del sistema finanziario e la sua capacità di resistenza agli shock, le linee guida che il Comitato di Basilea aveva dato nel 2014 sono state incorporate nel "*pacchetto bancario*" dell'UE entrato in vigore il 27 giugno 2019, con il regolamento sui requisiti patrimoniali II (CRR II) in vigore dal 28 giugno 2021.

L'importanza di questo atto sta nel fatto che viene introdotto il *Green Supporting Factor* come misura per incentivare le attività di finanziamento dei progetti green. In pratica, viene concesso di applicare uno "sconto" sul capitale che deve essere vincolato (patrimonio di vigilanza) da ogni banca a fronte di ogni finanziamento erogato in

¹¹⁶ "In Europa gli effetti attesi dei cambiamenti climatici interessano soprattutto i Paesi collocati nella fascia meridionale come l'Italia. Questi mutamenti pongono nuovi rischi per l'economia reale e per la stabilità del settore finanziario". "Gli effetti dei cambiamenti climatici sull'economia reale possono propagarsi al settore finanziario attraverso diversi canali." "Qualora la scala di questi effetti divenisse rilevante, potrebbe risentirne la stessa stabilità del sistema finanziario" da Sviluppo sostenibile e rischi climatici: il ruolo delle banche centrali, intervento di Ignazio Visco (Governatore della Banca d'Italia) al convegno di apertura del Festival dello Sviluppo Sostenibile 2019 Roma, 21 maggio 2019.

proporzione al rischio collegato. Dal momento che vincolare il capitale crea un costo per le banche, con la possibilità di liberarne una parte, si consente alle stesse di investire in modo più redditizio la propria raccolta.

L'applicazione di questa regola nel settore delle energie rinnovabili, con la modifica al *Regolamento CRR* (Capital Requirements Regulation), ha portato a definire il capitale come "meno rischioso" tanto da introdurre uno sconto (tecnicamente definito come green supporting factor) del 15% sul capitale da vincolare per finanziamenti oltre 1,5 milioni (24% per quelli sotto la soglia). L'Associazione Bancaria Italiana e il Credito Cooperativo (Federcasse) sono stati strenui sostenitori di queste innovazioni (assieme al sistema bancario e industriale francese per la parte Green).

Un'effettiva valutazione di impatto sugli effetti dei supporting factor ancora non c'è, ma si stima che possano determinare un beneficio sul sistema bancario nazionale equivalente (in termini di capitale liberato e dunque di maggiori finanziamenti erogabili) ad aumenti di capitale per svariate decine di miliardi di euro. Il testo del regolamento si concentra anche sull'introduzione di fattori di mitigazione che consentano un'applicazione "proporzionale e graduale" dei requisiti patrimoniali (e degli obblighi di disclosure) per le banche più piccole. Tutte misure atte a rilanciare l'economia europea, in riferimento agli obiettivi sul clima di *Cop21* e al fatto che *"nonostante l'attrattiva degli asset green (posseduti al 70% da istituzioni finanziarie) sono necessarie misure supplementari"*.

Da ultimo anche se una definizione degli asset green la si ritrova nel *Regolamento UE* ossia sono tutti quegli asset in accordo con la definizione prevista per le attività finanziabili con i green bond e, quindi, riguardano un'ampia gamma di prodotti dagli impianti rinnovabili e dall'efficienza energetica, fino alla mobilità elettrica, ai sistemi di storage, reti e contatori, la norma rinvia, però, all'EBA il compito di stabilire nel dettaglio la sua definizione attraverso appositi regolamenti, incluso l'obbligo a carico delle banche di introdurre nei loro bilanci una valutazione dei rischi climatici rispetto alle loro esposizioni. L'EBA ha avviato a aprile 2022 un'apposita consultazione¹¹⁷, non solo delle banche ma anche del sistema industriale e delle utility che si è conclusa a maggio 2022.

¹¹⁷ L'art. 501 bis del *CRR 2* introduce una riduzione del 25% del fabbisogno di fondi propri per specifiche esposizioni societarie, il cosiddetto fattore di supporto infrastrutturale. Le esposizioni ammissibili devono essere verso entità create specificamente per finanziare o gestire strutture fisiche o strutture, sistemi e reti che forniscono o sostengono servizi pubblici essenziali. Devono inoltre soddisfare condizioni aggiuntive, che implicano un certo livello minimo di qualità o la massima rischiosità delle esposizioni. L'intenzione originale del *CRR 2* era di avere il fattore di supporto già operativo dal 28 giugno 2021. Tuttavia, in risposta alla pandemia di Covid-19, l'applicazione è stata anticipata al 27 giugno 2020 nel cosiddetto pacchetto CRR "quick-fix". Cfr. <https://www.eba.europa.eu/eba-launches-survey-banks-application-infrastructure-supporting-factor>

3.4 Valutazione dei rischi ESG da parte degli intermediari finanziari

Solo con le Tassonomie e gli indicatori non è possibile effettuare una stima e una valutazione dei rischi in oggetto. Tutti gli approcci mirano a dare una visione dei rischi correlati alle esposizioni o agli investimenti in alcuni settori e/o a verificare l'allineamento dei portafogli delle istituzioni finanziarie con i target di sostenibilità nazionali e internazionali. Ciascun approccio è differente sia per oggetto di misurazione sia per il modo in cui i risultati possono essere utilizzati dagli istituti, oltre al fatto che al momento molte metodologie sono sviluppate nell'area del cambiamento climatico, senza riscontri per gli altri fattori ESG.

La decisione sul tipo di approccio metodologico da adottare dipenderà da alcuni elementi quali la dimensione, la complessità, il profilo di rischio e il modello di business delle rispettive istituzioni. Le principali metodologie utilizzabili, come evidenziato all'interno della Figura 7 sopra riportata, possono essere sintetizzate:

- 1) *Portfolio alignment method*: Comprensione, per istituti, investitori e autorità di supervisione, del grado di allineamento dei portafogli con gli obiettivi concordati a livello globale¹¹⁸. Tale metodo rappresenta una valutazione dei rischi ESG per le istituzioni finanziarie (results-oriented), in quanto attraverso l'analisi dei target da raggiungere, consente alle istituzioni di capire le priorità e le implicazioni dell'allocazione del proprio portafoglio.

Tuttavia, con questo approccio non si chiarisce la connessione tra i target di sostenibilità e i profili di rischio dei portafogli, (per esempio, volatilità degli investimenti). Inoltre, sul complessivo portafoglio, potrebbe esserci un mix eterogeneo di esposizioni, tali da non giustificare l'uso per obiettivi di risk management.

- 2) *Risk framework*: Diversamente dal metodo precedente, tale metodologia si concentra sulla sensibilità del portafoglio e sugli impatti dei cambiamenti climatici e dei rischi di esposizione (risk driven). Questo approccio dovrebbe condurre a un aggiustamento o modifica degli investimenti risk based, nel medio e nel lungo periodo. Il risk framework si compone di due ulteriori componenti, **(i)** la realizzazione di stress test e **(ii)** l'analisi di sensibilità rispetto ai rischi in questione.
- 3) *Exposure method*: Si focalizza sulle performance delle esposizioni in relazione ai fattori ESG a completamento della valutazione standard delle categorie di rischi finanziari. Questo metodo copre tutti gli aspetti ESG non solo quelli climatici. L'exposure method può essere considerato il più pratico e immediato da

¹¹⁸ Per quanto riguarda gli aspetti climatici, per esempio, l'approccio evidenzia i cambiamenti da applicare al portafoglio e alle attività per allinearsi con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi.

implementare in quanto fornisce i migliori strumenti per comprendere le performance ESG prima di una decisione di investimento. In questo ambito, sono stati sviluppati diversi strumenti di assessment dei fattori ESG e dei relativi rischi: **(i)** rating da agenzie specializzate; **(ii)** valutazioni da agenzie di rating creditizio “ordinarie”; **(iii)** modelli di valutazione sviluppati dalle banche per assessment interni; **(iv)** modelli di scoring elaborati da asset manager e data provider pubblici.

Un modo per rendere i rating e le valutazioni ESG comparabili, trasparenti ed efficaci, riguarda la standardizzazione dei metodi di valutazione per i diversi settori economici.

In questa direzione sta lavorando il *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), che ha contribuito nel definire una base comune e una maggiore coerenza nel processo di assessment degli ESG.

	PROs	CONs
Alignment method	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Introduces explicit targets: direct guidance, highly executable ▪ Results-oriented ▪ Aligned portfolios are conducive to reduced reputational risk 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Takes more of a portfolio view (not much focus on individual exposures - individual exposures may well be mis-aligned) ▪ Related to the above: focus is not on individual counterparty dialogue (hence a potential obstacle to counterparty transition) ▪ Can be complex (in the case of scenarios), data challenges
Risk framework method	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Risk-based: looks directly at risk, hence integrates well with banks' 'way of doing things' ▪ Dynamic nature of scenarios allows interactions of sectors and variables to be reflected, as well as climate dynamics 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Complex, data issues, uncertainty, etc. (see Section 4) ▪ Linking ESG risk to the actual financial risk indicators can be a 'black box'
Exposure method	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Transparent, simple, can be done in isolation ▪ Established methodology (ESG ratings) ▪ Links to Key Performance Indicators (KPI) systems ▪ Dialogue with firms 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Comparability issues with some ratings ▪ Data challenges ▪ The outcome is generally of qualitative nature ▪ Of a rather static nature - ratings/scores need to be reviewed regularly

Fonte: EBA, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, EBA/REP/2021/18. 2019.

Figura 8 - I tre approcci metodologici Pro e Contro

Le banche nei *framework ICAAP e ILAAP* (relativi all’adeguatezza del capitale e della liquidità) dovrebbero includere una descrizione dei livelli di tolleranza/propensione al rischio, l’orizzonte temporale di riferimento, le soglie di significatività, etc. In definitiva, l’approccio forward-looking di tali framework dovrebbe considerare la possibilità di definire i rischi ESG nel breve, medio e lungo termine. Inoltre, nell’ambito delle policy di risk management, la valutazione della solvibilità delle controparti rappresenta un elemento di comprensione e gestione degli ESG associati alle transazioni prospettiche. Quindi, l’allineamento dei criteri relativi alla loan origination e alla

propensione al rischio rappresenta l'elemento centrale del meccanismo di ESG risk management, per la decisione sulla concessione del prestito, in modo da mitigare rischi di solvibilità della controparte.

3.5 Il controllo della finanza sostenibile

Una delle aree di controllo è la *Governance*, che è sempre stata oggetto di analisi e verifica di competenza della vigilanza, proprio per garantire una gestione prudente e sana da parte degli intermediari e, di conseguenza, la stabilità del sistema finanziario.

La Banca d'Italia in questi anni ha svolto approfondimenti sui sistemi di governance delle banche soggette alla propria vigilanza, al fine di individuare prassi aziendali buone e ampliare gli strumenti di analisi per le valutazioni periodiche degli intermediari. L'interazione con diversi stakeholder implica un'esposizione a diversi fattori di rischio quali prodotti finanziari complessi e speculativi, presidi per la sicurezza dei dati e della tutela della privacy inadeguati, attività commerciali scorrette che hanno causato in alcuni casi danni e risarcimenti elevati con conseguente perdita di business. In una situazione di mercato particolarmente tesa come quella che viviamo, tutti questi fattori portano ad aumentare ulteriormente i rischi per il sistema finanziario.

Le banche, data la forte spinta verso prodotti sostenibili, cominciano a integrare i fattori ESG nei propri modelli di business e nei processi operativi, anche dietro sollecitazione delle autorità di vigilanza, cercando soprattutto di valutare l'incidenza dei rischi ambientali sull'attività finanziaria e su come questi si traducono in rischi tradizionali (per esempio, di mercato, di credito, di liquidità). I cambiamenti climatici impongono un'azione immediata e, come già visto, il ruolo della finanza e degli operatori finanziari è centrale nel processo di transizione climatica.

La Banca d'Italia ha più volte sottolineato che questo processo di transizione richiede più azioni che riguardano decisioni di politica economica, normativa e fiscale, per indirizzare le ingenti risorse finanziarie necessarie e, conseguentemente, per rafforzare l'azione dei controlli di vigilanza per assicurare che tutti gli operatori finanziari adottino una gestione dei fondi e dei rischi nel rispetto dei principi di prudente e sana gestione.

Affinché ciò avvenga, occorre seguire regole precise, **(i)** la prima riguarda la regolamentazione (primo pilastro degli standard internazionali). Il Comitato di Basilea, a livello globale e l'EBA a livello europeo, stanno valutando la rivisitazione dell'attuale framework prudenziale per verificare se ricorrano, nel rispetto dell'approccio risk-based, i presupposti per introdurre un trattamento specifico prudenziale per le attività esposte ai fattori ESG. **(ii)** La seconda consiste nell'assegnare un ruolo centrale al controllo prudenziale (il secondo pilastro). Il Comitato di Basilea, sta rivedendo, attraverso lo

strumento della consultazione pubblica, i “Principi per una efficace gestione e supervisione dei rischi finanziari legati al clima”, 18 principi rivolti a banche e supervisori per promuovere best practice nella gestione dei rischi climatici. È da evidenziare che l’approccio del Comitato è quello di dare ora linee-guida non obbligatorie proprio per essere il più flessibile possibile nella fase di avvio dove l’applicazione dei principi sarà proporzionale alla complessità, dimensione, e rischiosità della banca. **(iii)** La terza è la disclosure al mercato (il terzo pilastro), ossia comunicare informazioni in larga parte nuove, specie nel dettaglio che verrà richiesto.

Il 10 marzo 2021 sono entrati in vigore nuovi obblighi per gli operatori finanziari di informativa al pubblico previsti dal SFDR¹¹⁹, come visto nei paragrafi precedenti, con l’obiettivo di migliorare la qualità delle informazioni e di conseguenza la comparabilità dei prodotti collegati alla sostenibilità. A partire da giugno 2022 le grandi banche (i grandi enti che hanno emesso titoli ammessi alla negoziazione del mercato regolamentato di qualsiasi Stato membro) sono chiamate a pubblicare informazioni relative ai rischi ESG. L’EBA ha pubblicato il documento dei Technical Standards che forniscono ulteriori dettagli e chiarimenti da inserire nelle comunicazioni, come le esposizioni presenti nel portafoglio di investimento (il banking book). Il documento è un esempio di quanto sia importante disporre di dati affidabili sui fattori ESG anche se, per stessa dichiarazione di EBA, per i primi anni prevede di richiedere solo alcune informazioni rispetto a quelle dovute a regime.

I dati che le banche dovranno pubblicare relativi agli esercizi finanziari 2022 e 2023 riguarderanno l’ammontare delle esposizioni verso settori che maggiormente contribuiscono al cambiamento climatico e verso le prime 20 controparti carbon-intensive. Tali dati potranno essere reperiti essenzialmente sulla base di informazioni da acquisire nell’ambito dei processi del credito e/o tramite service provider.

A partire dal 2024, le banche dovranno raccogliere ulteriori informazioni, fornite direttamente dalle controparti nel loro Reporting di sostenibilità disciplinato dalla nuova *Direttiva Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*¹²⁰ approvata il 23 febbraio 2022. Le società non finanziarie obbligate alla predisposizione del DNF, nel 2023 dovranno pubblicare indicatori utilizzabili dalle banche per gli obblighi di terzo pilastro.

¹¹⁹ Cfr. Nota 71.

¹²⁰ Cfr. Nota 35.

Infine, si segnala la modifica contenuta nella proposta del 27 ottobre 2021 della Commissione Europea di un pacchetto di revisione delle norme bancarie CRD/CRR¹²¹ che comporterà l'estensione del perimetro di applicazione della disclosure dei rischi ESG a tutte le banche, indipendentemente dalle loro dimensioni.

I rischi climatici e ambientali, come visto, sono una priorità delle principali autorità di supervisione, internazionali e nazionali. A novembre del 2020 l'SSM (*Single Supervisory Mechanism*)¹²² definisce una *Guida per le Significant Institutions* (SI), nella quale stabilisce le modalità con cui integrare il rischio climatico nelle strategie, nei processi di governance, nei modelli di business, nel risk management nonché sulla tipologia di disclosure da fornire al mercato.

La Guida di SSM è solo l'inizio di un percorso che si è andato a sviluppare nel 2021. Infatti, a seguito dell'invio alle SI di questionari di autovalutazione sul livello di conformità rispetto alle aspettative dell'SSM e sui relativi piani di adeguamento, è emerso che nessun intermediario dell'SSM risultava pienamente allineato. Le banche italiane presentavano risultati nel complesso in linea con la media, con prassi più avanzate nelle aree della governance, del risk appetite, della struttura organizzativa e della gestione del rischio operativo; nessuna banca *significant* italiana è risultata "inadeguata".

Nel nostro Paese, la Banca d'Italia per le banche *less significant* (LSI) ha cominciato a considerare le tematiche ambientali seguendo lo stesso approccio progressivo e pragmatico. In particolare, lo scorso anno ha condotto approfondimenti su un campione di LSI per acquisire informazioni sulle principali iniziative assunte e sulla consapevolezza dei vertici aziendali in merito alla rilevanza dei rischi climatici. Le analisi

¹²¹ In data 27 ottobre 2021 la Commissione Europea ha adottato un pacchetto di revisione delle norme bancarie dell'UE di cui al *Regolamento UE 575/2013* (CRR), alla *Direttiva UE 2013/36* (CRD IV) e alla *Direttiva UE 2014/59* (BRRD), di seguito "Pacchetto di modifica". Il Pacchetto di modifica rappresenta l'attuazione puntuale dell'accordo internazionale Basilea III e, al tempo stesso, tiene conto delle specificità del settore bancario dell'UE. Il Pacchetto di modifica consiste nei seguenti elementi legislativi: (i) una proposta legislativa volta a modificare la CRD IV per quanto riguarda i poteri di supervisione, le sanzioni, le branch dei Paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance; (ii) una proposta legislativa volta a modificare il CRR per quanto riguarda i requisiti per il rischio di credito, il rischio di aggiustamento della valutazione del credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e l'output floor; (iii) una proposta legislativa distinta volta a modificare il CRR II e la BRRD per quanto riguarda il trattamento prudenziale dei gruppi di istituti di importanza sistemica globale con una strategia di risoluzione basata su punti di ingresso multipli e una metodologia per la sottoscrizione indiretta di strumenti ammissibili per soddisfare il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili. In attesa della discussione in Parlamento. Cfr. https://italy.representation.ec.europa.eu/notizie-ed-eventi/notizie/pacchetto-destinato-al-settore-bancario-2021-nuove-norme-dellue-volte_it

¹²² Cfr. *Il Single Supervisory Mechanism (SSM) Glossario Intesa San Paolo*. La BCE ha assunto nuovi compiti in materia di vigilanza bancaria in quanto parte dell'SSM dal 4 novembre 2014. In virtù del Regolamento sull'SSM, sono attribuiti alla BCE compiti specifici di vigilanza prudenziale degli enti creditizi. Le principali finalità dell'SSM consistono nel salvaguardare la sicurezza e la solidità del sistema bancario europeo nonché nell'accrescere l'integrazione e la stabilità finanziaria in Europa. Cfr. https://st.ilsole24ore.com/st/glossarioBCE/files/II_Single_Supervisory_Mechanism.pdf

hanno evidenziato una crescente consapevolezza delle tematiche ESG, pur in presenza di livelli di maturità ancora non omogenei. Per quanto riguarda le società di gestione del risparmio (SGR), sono state analizzate le strategie adottate, i prodotti offerti, i processi di gestione del rischio e gli assetti organizzativi.

Le scelte organizzative degli intermediari sono risultate nel complesso coerenti e proporzionate alle dimensioni aziendali, restano da valutare, invece, aspetti relativi alla funzionalità degli organi di governo, all'effettivo coinvolgimento delle risorse nell'ambito delle attività ESG, il livello di integrazione tra unità organizzative, l'efficacia delle verifiche svolte dalle funzioni di controllo. Gli intermediari devono verificare la loro preparazione sui temi ESG definendo, nel caso, piani di azione a copertura dei gap formativi. In definitiva gli intermediari, seguendo un approccio progressivo, devono individuare best practice e adeguare progressivamente il quadro di riferimento.

In coerenza con l'elevato grado di priorità attribuito alla tematica climatica, nel corso del 2022 la Banca d'Italia ha intensificato le attività di supervisione sui rischi climatici.

3.6 Opportunità e rischi per il sistema finanziario

È chiaro che, chi per primo inserirà i fattori ESG nei processi di investimento, nelle decisioni creditizie e nel dialogo con i clienti, potrà maturare un vantaggio verso la concorrenza cogliendo opportunità offerte dalla transizione sia dal lato degli impieghi, sia dalla lato della raccolta magari ampliando i servizi offerti alla clientela, con un'efficace gestione delle informazioni e dei rischi ESG. Al contrario, quelli che accumuleranno ritardi, oltre a essere penalizzati sul mercato, potrebbero incontrare problemi nel governare il proprio portafoglio trovandosi anche maggiormente esposti ai rischi ESG.

Sicuramente la capacità di individuare settori di attività, controparti e progetti maggiormente esposti ai rischi climatici diventerà elemento chiave per contribuire in modo consapevole al finanziamento della transizione. Ci sarà un cambiamento indotto dalla regolamentazione con l'introduzione di maggiori obblighi di trasparenza; lato offerta, porterà le banche a valutare operazioni di finanziamento anche in base alle caratteristiche di sostenibilità (i finanziamenti verso settori/progetti "green" consentiranno di migliorare i gli indicatori ESG pubblicati che, a loro volta, potranno influenzare la capacità di attirare risorse finanziarie), lato domanda, le imprese aumenteranno le richieste di finanziamenti per progetti sostenibili, volti anche a prevenire il rischio di future difficoltà di accesso al credito.

Nel comparto del risparmio gestito i principali global asset manager stanno progressivamente adeguando i processi di investimento, riqualificando i portafogli in

gestione, aumentando la quota dei prodotti green compliant. Nel 2021 la raccolta dei fondi comuni gestiti da intermediari italiani con investimenti ESG è stata pari a 34 miliardi di euro; il patrimonio di questi fondi ha raggiunto i 158 miliardi, quasi un quarto del patrimonio complessivo con un trend in crescita.

Sicuramente dovranno essere migliorate e adeguate alcune aree operative come i processi del credito, quelli di investimento, di raccolta e gestione dei dati anche per le difficoltà già oggi presenti di non avere dati o indicatori standard su cui monitorare o confrontare le varie iniziative.

Gli incentivi a finanziare la transizione green non devono portare a un abbassamento degli standard creditizi ma stimolarne un rafforzamento tramite l'integrazione dei fattori ESG nel set informativo utilizzato. Gli intermediari dovranno quindi valutare imprese forti con adeguato merito creditizio che necessitano investimenti per conformare il proprio modello di business e quelle, più deboli, che potrebbero affrontare la transizione con maggiori difficoltà. La sostenibilità e la credibilità dei progetti di transizione, dovrà appunto essere valutata raccogliendo informazioni adeguate sugli obiettivi aziendali, valutando la coerenza dei progetti di finanziamento e monitorando regolarmente la corretta destinazione dei proventi in modo da non sottovalutarne il rischio, perché al rischio di mercato si aggiunge anche quello reputazionale derivante dal fenomeno del Greenwashing.

Infine, la disponibilità di informazioni aggiornate, affidabili e comparabili rappresenta sicuramente un elemento essenziale nel processo per realizzare una coerente allocazione delle risorse finanziarie. Serviranno, in particolare, un'elevata quantità di dati e un adeguato livello di dettaglio sull'evoluzione prospettica dei fenomeni indagati anche per garantire la confrontabilità tra aziende. La sfida per colmare questo gap è complessa data la diffusione di imprese di piccole dimensioni, per le quali l'assenza di informazioni è rilevante.

CONCLUSIONI

Questo lavoro riporta l'analisi svolta sull'impatto e le implicazioni che gli investimenti sostenibili hanno sul sistema finanziario e dei motivi per i quali è stato necessario avviare un processo di transizione globale verso la sostenibilità evidenziando le attuali criticità del sistema ma anche le molte iniziative avviate che hanno portato già a una regolamentazione del settore. Si è cercato di dare continuità di comprensione e interpretazione degli aspetti collegati alla finanza sostenibile suddividendo il lavoro in tre parti.

Nella prima parte, si è analizzata l'evoluzione del pensiero economico e finanziario, ripercorrendo le varie fasi storiche e le teorie che si sono succedute fino a oggi, che ha portato l'intero sistema economico e finanziario a considerare l'ambiente, i diritti sociali e le influenze nel tessuto economico come gli elementi più importanti per uno sviluppo sostenibile.

L'analisi ha permesso di capire come i singoli aspetti che si riferiscono all'acronimo ESG (ossia Environment, Social, Governance) si siano uniti su un'idea che ha, nel tempo, ispirato dibattiti e approfondimenti tra scuole di pensiero diverse, portando a ridefinire il modello attuale di sviluppo economico.

Sono state analizzate, quindi, la Triple Bottom Line e la stakeholder value attraverso i vari pensieri e considerazioni dei loro sostenitori, in quanto costituiscono la base del cambiamento che si è concretizzato con l'adozione dei principi di *Our Common Future* delle Nazioni Unite nel 1987.

Il ripercorrere i cambiamenti nella società che portano oggi l'intero sistema economico finanziario a riorientare finanziamenti e investimenti su progetti e iniziative che considerano più importante preservare l'ambiente, le persone e le future generazioni al solo profitto, ci consente di cogliere tutta l'essenza del rispetto dei valori racchiusi nell'acronimo ESG.

Nella seconda parte, compresi i motivi del cambiamento in atto nel sistema economico-finanziario, sono stati analizzati in dettaglio i fattori ESG, i principi di Investimento Responsabile e la loro influenza nella sviluppo sostenibile evidenziando la metodologia di rappresentazione e i criteri di applicabilità.

Da questa analisi si è compreso che l'efficacia dei fattori ESG è nella loro contemporanea applicazione e la corretta comunicazione all'esterno della loro rendicontazione consente al mercato finanziario di confrontare le iniziative di investimento e di valutare il livello di rischio e fattibilità.

Il lavoro si è avvalso di analisi e studi di mercato che portano tutti, inclusi gli operatori di mercato, a concludere che una forte governance delle iniziative unita a una

trasparenza nelle azioni e dei risultati, è guida per il successo delle iniziative di transizione delle aziende e, al tempo stesso, elemento di attrattività di investitori istituzionali e non.

Pertanto, si è circoscritta l'attenzione a sulle norme UE che hanno definito regole di rendicontazione delle performance aziendali, includendo le attuali norme del sistema italiano in riferimento alla rendicontazione di sostenibilità.

Si è, peraltro, estesa l'analisi al bilancio sociale che a seguito della riforma del codice del terzo settore ha definito la qualifica di impresa sociale per tutti gli enti senza scopo di lucro.

Nella terza parte abbiamo ripercorso le iniziative Europee di regolamentazione della finanza sostenibile al fine di comprendere il quadro normativo e le principali criticità sul sistema finanziario.

Dall'analisi svolta si è dedotto che l'Europa è promotrice a livello mondiale dell'integrazione della sostenibilità sia nella finanza sia nell'economia reale, grazie soprattutto alla forte collaborazione della Commissione Europea con le ESA e gli Stati Membri.

L'impegno dell'UE è attivo su due fronti: da un lato, nell'accelerare le direttive di integrazione dei fattori ESG nel corpo normativo della Comunità Europea tenendo conto della loro applicabilità in tutti i settori del mercato, dall'altro in un maggior controllo sui possibili rischi legati ai cambiamenti climatici.

Questa forte necessità ha fatto sì che le authority europee non solo regolamentassero le procedure e gli obiettivi da raggiungere tramite norme e linee guida, ma istituissero gruppi di esperti in materia di finanza sostenibile affinché definissero una tassonomia dei prodotti ESG e contribuissero a determinare indicatori affidabili che considerano, tra l'altro, gli impatti ambientali delle attività finanziarie.

Inoltre, si è potuto appurare che, per quanto le iniziative rilevanti dell'UE in ottica di sostenibilità siano iniziate da tempo, la loro estensione è ancora in fase di completamento soprattutto nel campo delle PMI che in una prima fase non erano state ricomprese nei cambiamenti normativi specifici e nel cercare di dare chiare norme di comportamento al mercato in termini di trasparenza degli strumenti finanziari.

Si è appurato che, soprattutto a seguito dei forti cambiamenti climatici che negli ultimi anni stanno influenzando l'economia, la cautela del sistema finanziario è aumentata: ciò si riflette non solo sui nuovi requisiti dettati dall'ESMA, ma anche in termini di tipologia di analisi che gli enti finanziari devono svolgere sui clienti imprese in fase di screening, per l'attribuzione della classe di merito creditizio.

Tuttavia, affinché questi meccanismi possano diventare una procedura sistematica è necessario che vi sia una maggiore disponibilità di informazioni statistiche, a seguire una maggiore diffusione di rendicontazione non volontaria redatta secondo standard riconosciuti e, infine, la selezione di un set di indicatori specifici del rischio fisico climatico. Questo consentirebbe una maggiore strutturazione in un’ottica di migliore regolamentazione e di maggiore incentivazione delle concessioni di credito.

Dalle evidenze emerse nel presente studio è possibile affermare che la pratica sempre più diffusa della rendicontazione dei criteri ESG e la loro crescente integrazione nelle valutazioni di finanziamenti abbia indubbiamente, in via generale, effetti positivi per le imprese, che sono maggiormente coscienti dei rischi e delle opportunità cui il loro business è esposto, e per i finanziatori, che hanno la possibilità di effettuare valutazioni più esaustive della destinazione e del potenziale dei loro investimenti.

In conclusione, possiamo affermare che sono ancora molti gli sforzi che devono essere fatti affinché si possano trovare pratiche e modelli comuni a tutti gli operatori finanziari, che siano in grado di far determinare in modo oggettivo e affidabile la classe di merito creditizio del cliente/imprese. Alcuni rischi potrebbero derivare da scelte politiche dei governi o dalle aspettative della società. Altri, invece, dal processo di sviluppo delle aziende stesse. In questo caso non c’è un fattore di prevedibilità certo ma solo un’assunzione di rischio e, se a farla è anche il sistema finanziario, *“gli impatti dei cambiamenti climatici potrebbero far sorgere rischi legali per coloro che sono ritenuti responsabili dei cambiamenti climatici e potenzialmente per i loro finanziatori”*, come sottolineato dall’EBA nel rapporto del 2019¹²³.

¹²³ EBA *Action Plan on Sustainable Finance*, 6 dicembre 2019, p. 4 par. 6.

BIBLIOGRAFIA

- ABI, *L'Unione Europea e la finanza sostenibile; Impatti e prospettive per il mercato italiano*, 2019.
- R.W. Ackerman, *The Social Challenge*, Harvard University Press, 1975.
- Banca Etica, *La finanza etica e sostenibile in Europa, Quarto Rapporto*. luglio 2021.
- E.B. Barbier, *The Concept of Sustainable Economic Development*, «*Environmental Conservation*», Published online by Cambridge University Press, 1987; 14 (2), pp. 104-e segg.
- N.L. Barile, *Credito, usura, prestito a interesse*, Reti Medievali Rivista, 2010.
- BEI, *Restoring EU competitiveness*, 2016.
- S. Bianchi, *Report integrato e bilancio di sostenibilità. Linee guida per l'audit*, Amministrazione&Finanza 5, 2013.
- Assurance del Report integrato. Linee guida per l'audit secondo gli standard internazionali e italiani*, I libri di Ca' Foscari Edizione 4, 2017.
- H.R. Bowen, *Social Responsibilities of the Businessman*, Harper, 1953.
- J. Claydon, *A new direction for CSR: the shortcomings of previous CSR models and the rationale for a new model*, in: *Social Responsibility Journal*, vol. 7, no. 3, pp. 405-420, 2011.
- Deloitte, Università di Pavia, *Osservatorio Nazionale sulla Rendicontazione non Finanziaria, Terza Edizione*, marzo 2021.
- Osservatorio Nazionale sulle Dichiarazioni di carattere non finanziario, Quarta Edizione*, febbraio 2022.
- W.B. Donham, *The Social Significance of Business*, Harvard Business Review, 1927.
- EBA, *EBA Action Plan on Sustainable Finance*, 6 dicembre 2019.
- EBA Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms EBA/REP/2021/18 2019*.
- J. Elkington, "win-win-win" *Business Strategies*, in: *California Management Review* 1994.
- SustainAbility's, 1996 Report Engaging Stakeholders*, Londra, 1996.
- Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Capstone Pub., Oxford, 1997.
- The Chrysalis Economy*, John Wiley and Sons Ltd, 2001.
- The Triple Bottom Line: Does it All Add Up?*, Routledge, 2004.
- Green Swans*, Fast Company Press, 2020.
- J. Elkington, J. Hailes, J. Makower, *The Green Consumer Guide*, Victor Gollancz Publishing, 1988.
- Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Finanza sostenibile e fattori "ESG": stato dell'arte, sviluppi futuri e opportunità*, febbraio 2022.
- R.E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, serie Pitman in Business and Public Policy, 1984.

- M. Friedman, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits* in: The New York Times Magazine, 13 settembre 1970.
- R.K. Greenleaf, *The Servant as Leader*, Cambridge, Center for Applied Studies, 1970.
- Servant Leadership – A Journey into the Nature of Legitimate Power and Greatness*, Paulist Press, 1977.
- Gruppo di Studio per il Bilancio Sociale (GBS), *ASSIREVI Documento di Ricerca n. 17 Rendicontazione Sociale nel Non-Profit e Riforma del Terzo Settore*, FrancoAngeli, 2020.
- M.F. Guillén, *2030: How Today's Biggest Trends Will Collide and Reshape the Future of Everything*, Il Saggiatore, 2020.
- Harvard Business Review, *Steps Toward Building More Sustainable Organizations*, 2022.
- M.C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, J. Johnson, Londra, 1 luglio 1976.
- G. Kell Contributor, *The Remarkable Rise Of ESG*, Forbes, 2018.
- I. Knoepfel, *Conference Report Investing for Long-Term Value*, on Values Investment Strategies and Research Ltd., 2005 for Final report: United Nations, *Who Cares Wins*, 2005.
- T.R. Malthus, *An Essay on the Principle of Population*, 1798.
- C. Masini, *Il sistema dei valori d'azienda*, Giuffrè, 1978.
- Ministero dell'Interno, *Osservatorio per la finanza e la contabilità degli Enti Locali, Linee guida per la rendicontazione sociale negli Enti Locali*, 7 giugno 2007 di cui all'art. 2 del D.Lgs. 267/00 (Testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali).
- G. Pallavicini, *Strutture integrate nel sistema distributivo italiano*, Giuffrè, Milano, 1968.
- T. Peters, R. H. Waterman, *In Search of Excellence*, 1982.
- Protiviti, *As ESG Goes Mainstream, We Explore What's Behind Those Three Letters*, 2022.
- C. Rogate e T. Tarquini (2008), *Fiducia e responsabilità nel governo dell'Ente pubblico. Il Bilancio sociale per le Pubbliche Amministrazioni Territoriali*, Santarcangelo di Romagna, Maggioli.
- R. Scazzieri, *Enciclopedia delle Scienze Sociali – Reddito* in: Treccani, 1997.
- D. Thorsen, *The Wesleyan Quadrilateral: Scripture, Tradition, Reason, & Experience as a Model of Evangelical Theology*, 1990.
- I. Visco (Governatore della Banca d'Italia), *Intervento al convegno di apertura del Festival dello Sviluppo Sostenibile 2019*, Roma, 21 maggio 2019.
- United Nations, *Our Common Future Brundtland Report*, 1987.
- A. Winston, P. Polman, *Net Positive: How Courageous Companies Thrive by Giving More Than They Take*, Harvard Business Review Press, 2021.

Riferimenti Documentali

ASSIREVI nr. 232 *Relazione della società di revisione indipendente sul bilancio di sostenibilità - GRI Standards. Assirevi, Documento di Ricerca n. 232 (ipsoa.it)*.
<http://www.assirevi.com/documenti-assirevi/documenti-di-ricerca/documenti-in-vigore/>

Bloomberg, *Traders Are Big Fans of the 'G' in ESG*, Tim Quinson, 3 agosto 2022.
https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-03/traders-are-really-big-fans-of-the-g-in-esg-green-insight?utm_medium=social&cmpid=socialflow-twitter-business&utm_content=business&utm_source=twitter&utm_campaign=socialflow-organic

Commissione Europea, *Action Plan Financing Sustainable Growth*.
<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/dd331f0e-82d2-4d3d-8cd0-6c8eee07bb99/language-it/format-PDF>.

Libro verde - Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/dd331f0e-82d2-4d3d-8cd0-6c8eee07bb99/language-it/format-PDF>.

Direttiva Europea 2014/95/UE sulla Rendicontazione Non Finanziaria (NFRD).
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=IT>.

Direttiva Europea 2013/34/UE sui Bilanci d'Esercizio, Consolidati e relative Relazioni. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0034&from=it>

Unione dei mercati dei capitali – Accelerare le riforme, COM (2016) 601, 14 settembre 2016. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0601&from=DA>

Piano di Azione per finanziare la crescita sostenibile, COM (2018) 97, 8 marzo 2018. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097>

Documento di lavoro dei servizi della Commissione che accompagna la strategia per i dettagli attuativi del piano di azione del 2018 per finanziare la crescita sostenibile, SWD (180) final del 6.7.2021. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097>

Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del Regolamento (UE) 2019/2088 (Testo rilevante ai fini del SEE) - Publications Office of the EU (europa.eu). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852>

Regolamento Tassonomia dell'UE, 24 maggio 2018.
<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/eb7faffd-5f31-11e8-ab9c-01aa75ed71a1/language-it/format-PDF/source-266023378>

Atto delegato sulle attività sostenibili, dicembre 2021. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32021R2178>

- Confindustria *consultazione CONSOB su Direttiva SHRD II*.
https://www.confindustria.it/wcm/connect/a0520d68-bf5c-4f69-bda9-c67032a9ff52/Position+Paper_Consultazione+Consob+SHRD+II_Confindustria_dic+2019.pdf?MOD=AJPERES
- CONSOB *Decima edizione del Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane*.(28/3/2022). https://www.consob.it/web/consob/novita/-/asset_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/decima-edizione-del-rapporto-consob-sulla-corporate-governance-delle-societa-quotate-italiane/10194
- Rapporto Consob giugno 2021 La finanza per lo sviluppo sostenibile Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione Europea. La finanza per lo sviluppo sostenibile*.
<https://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2021.pdf/47b754d2-16e3-4c3e-8ea1-5add239444e0>
- Regolamento sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario*.
https://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2018_20267.pdf/558bf4da-10c8-4b13-bf51-06d9d7861c99
- Documento di consultazione per le modifiche alla Direttiva SHRD II*.
https://www.consob.it/web/consob/novita/-/asset_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/documento-di-consultazione-del-31-ottobre-2019-recepimento-direttiva-shareholder-rights/10194
- Gestione del risparmio e sostenibilità: l'approccio dei gestori in Italia, giugno 2022*.
<https://www.consob.it/documents/46180/46181/fs2.pdf/ec7ad182-f09f-4ffc-b9e4-f6c7f248f9e2>
- Piano delle Attività di Regolazione, febbraio 2020*.
https://www.consob.it/documents/46180/46181/piano_att_regol_2022.pdf/e7f9c502-0066-4f1e-be4f-44c5107dd7d5
- Il Piano di Azione per la finanza sostenibile*. <https://www.consob.it/web/area-pubblica/il-piano-di-azione-per-la-finanza-sostenibile>
- EBA, *EBA Action plan on sustainable finance*, 2019.
https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/EBA%20Action%20plan%20on%20sustainable%20finance.pdf
- Eurosif, *EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose Eurosif Policy Recommendations for Article 8 & 9 product labels*, June 2022.
<https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2022/06/Eurosif-Report-June-22-SFDR-Policy-Recommendations.pdf>
- FinanzaEtica, *La finanza etica e sostenibile in Europa, 1°, 2°, 3°, 4° 5° Rapporto*.
<https://finanzaetica.info/wp-content/uploads/2020/02/2020-RAPPORTO-IT.pdf>
- High-Level Expert Group on Sustainable Finance 2018, *Financing a sustainable European economy, Final Report 2018*.
https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf
- Ministero dell'Interno, *Osservatorio per la finanza e la contabilità degli Enti Locali, Linee guida per la rendicontazione sociale negli Enti Locali*.
https://servizi.comune.fe.it/3477/attach/superuser/docs/linee_guida_osservatorio_07-06-2007.pdf

Morningstar Direct. *Data as of 31 March 2022. Based on SFDR data collected from prospectuses on 96% of funds available for sale in the EU, excluding money market funds, funds of funds, and feeder funds.* www.eurosif.org/wp-content/uploads/2022/06/Eurosif-Report-June-22-SFDR-Policy-Recommendations.pdf

Relazione Lancet, *The Lancet Countdown on health and climate change: from 25 years of inaction to a global transformation for public health*, 2017.
<https://storage.googleapis.com/lancet-countdown-preprod/2019/10/LC-2017-English.pdf>

UNEPFI, Freshfields Bruckhaus Deringer. *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment : October 2005* (unepfi.org).
https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf

United Nations, *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, 15 settembre 2015.
<https://sdgs.un.org/sites/default/files/publications/21252030%20Agenda%20for%20Sustainable%20Development%20web.pdf>

UNPRI, *Fiduciary duty in the 21th Century*. <https://www.unpri.org/download?ac=1378>

Allegati

Allegato 1: Tabella di riepilogo tempi di entrata in vigore della Direttiva CSRD

Allegato 2: Cronologia dei principali eventi normativi sulla sostenibilità

Allegato 1: Tabella di riepilogo tempi di entrata in vigore della Direttiva CSRD

Timeline for the Corporate Sustainability Reporting Directive

SCOPE	Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)				
Listed companies with more than 500 employees ~ 11,000 companies in the EU In force since 2014	<p>All listed companies + large companies that exceed 2/3 of the following:</p> <ul style="list-style-type: none"> Balance sheet total: > EUR 20M Net revenue: > EUR 40M > 250 average number of employees during the FY ~ 50,000 companies in the EU 				
	<p>FY2026 (listed) SMEs are included through simplified reporting standards (reports published in 2027)</p>				
EU NFRD	<p>FY2024 (reports published in 2025) for listed companies with over 500 employees</p> <ul style="list-style-type: none"> Mandatory EU sustainability reporting standards that will be developed by the European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), addressing the following with regards to ESG matters: <ul style="list-style-type: none"> Alignment of the business model & strategy with the objective to achieve climate neutrality by 2050 (including taking into account the entire value chain) (science based) Targets & progress Role of the administrative, management & governance bodies Policies Most significant negative impacts, degree of exposure to coal/oil/gas-related activities Principal risks, including dependencies and how risks are managed The way information reported on has been identified Qualitative, quantitative, forward-looking, retrospective information covering short, medium & long-term time horizons. Application of a double materiality lens in reporting on both how sustainability matters affect their business and the external impacts of the company's activities on people and the environment Information about the company's value chain, including the company's own operations, products & services, business relationships & supply chain EU Taxonomy related disclosures (as set out in FY2022) The first set of reporting standards are published on 30/04/2023 (sector-agnostic reporting standards) The second set of reporting standards will be published by 1/1/2024 (sector specific reporting standards with high-risk sector standards to be published first) 				
	<p>FY2025 (reports published in 2026) large non-listed (see thresholds above)</p>				
REPORTING REQUIREMENTS	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
	<ul style="list-style-type: none"> EU Non-Financial Disclosure Directive (EU NFRD) 	<ul style="list-style-type: none"> EU NFRD EU Taxonomy: Disclosures on extent to which activities contribute to climate change mitigation & adaptation Eligibility only 	<ul style="list-style-type: none"> EU NFRD EU Taxonomy: alignment disclosures over the first two objectives 	<ul style="list-style-type: none"> EU NFRD EU Taxonomy: alignment disclosures over the first two objectives plus eligibility and alignment disclosures over the remaining four environmental objectives**: 1. Protection of water & life in water 2. Transition to a circular economy 3. Pollution prevention 4. Protection of biodiversity 	<ul style="list-style-type: none"> EU NFRD EU Taxonomy: alignment disclosures over the first two objectives plus eligibility and alignment disclosures over the remaining four environmental objectives**: 1. Protection of water & life in water 2. Transition to a circular economy 3. Pollution prevention 4. Protection of biodiversity
	Annual Report (NL)	Annual Report (NL)	Annual Report (NL)	Annual Report (NL)	Annual Report (NL)
	<ul style="list-style-type: none"> If required by law 	<ul style="list-style-type: none"> If required by law 	<ul style="list-style-type: none"> If required by law 	<ul style="list-style-type: none"> If required by law 	<ul style="list-style-type: none"> If required by law
	<ul style="list-style-type: none"> If required by law 	<ul style="list-style-type: none"> If required by law 	<ul style="list-style-type: none"> If required by law 	<ul style="list-style-type: none"> If required by law 	<ul style="list-style-type: none"> If required by law
Format	<ul style="list-style-type: none"> Annual Report (NL) 	<ul style="list-style-type: none"> Annual Report (NL) 	<ul style="list-style-type: none"> Annual Report (NL) 	<ul style="list-style-type: none"> Annual Report (NL) 	<ul style="list-style-type: none"> Annual Report (NL)
Assurance	<ul style="list-style-type: none"> If required by law 	<ul style="list-style-type: none"> If required by law 	<ul style="list-style-type: none"> If required by law 	<ul style="list-style-type: none"> If required by law 	<ul style="list-style-type: none"> Mandatory digital reporting (no apparent penalties for non-EU companies for failure to report, other than notification) Mandatory (limited) assurance of reported information. The limited assurance requirement will shift to reasonable assurance after 6 years from adoption of CSRD

* All listed companies on EU regulated markets, except listed micro-enterprises

**The timeline for implementation and first year of reporting on contribution to the four remaining objectives is still to be officially confirmed

Allegato 2: Cronologia dei principali eventi normativi sulla sostenibilità

Cronologia Normativa

