



L'Unione Europea e la finanza sostenibile

Impatti e prospettive per il mercato italiano

I SOCI DEL FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE

ABI
ACRI
ADICONSUM
AIAF
ALLIANZ GLOBAL INVESTORS
AMUNDI
ANASF
ANIA
ARCO
ARPINGE
ART-ER
ASSIMOCO
ASSOFONDIPENSIONE
ASSOGESTIONI
AVANZI
AXA INVESTMENT MANAGERS ITALIA
AZIMUT CAPITAL MANAGEMENT
BANCA CONSULIA
BANCA GENERALI
BANCA MEDIOLANUM
BANOR SIM
BLACKROCK
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT
BPER BANCA
CANDRIAM INVESTORS GROUP
CASSA CENTRALE BANCA
CASSA DI PREVIDENZA MPS
CDP
CFA SOCIETY ITALY
CGIL
CISL
COIMA
COMETA
COMGEST
CRÉDIT AGRICOLE CIB
DPAM
DWS
ECPI
EFPA ITALIA
ENPACL
ETICA SGR
ETIFOR
FAIRTRADE ITALIA
FEDERCASSE
FIDEURAM ASSET MANAGEMENT
FINANCE & SUSTAINABILITY
FONDAZIONE ANT
FONDAZIONE CARIPARO
FONDAZIONE CARIPL0
FONDAZIONE CON IL SUD
FONDAZIONE DI SARDEGNA
FONDAZIONE EMANUELA ZANCAN
FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI
FONDAZIONE SODALITAS
FONDO ITALIANO D'INVESTIMENTO SGR
FONDO PEGASO
FONDO PENSIONE MPS
FONDO PERSEO SIRIO
FONDO SCUOLA ESPERO
FONDOPOSTE
FORUM NAZIONALE DEL TERZO SETTORE
FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS
GENERALI INVESTMENTS
GLOBAL THINKING FOUNDATION
HDI ASSICURAZIONI
HERMES INVESTMENT MANAGEMENT
ICCREA BANCA
INTESA SANPAOLO
LA FINANCIÈRE DE L'ECHIQUEUR
LA FRANÇAISE
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP
M&G INVESTMENTS
MEFOP
MONDOINSTITUTIONAL
MORNINGSTAR ITALY
MSCI
NATIXIS INVESTMENT MANAGERS
NN INVESTMENT PARTNERS
NUMMUS.INFO
OPES - LCEF
PAYDEN & RYGEL
PROMETEIA
RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT
REALE MUTUA ASSICURAZIONI
REFINITIV
RITMI
S&P GLOBAL RATINGS
SCS CONSULTING
SEFEA IMPACT
SELLA SGR
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE SECURITIES SERVICES
STATE STREET GLOBAL ADVISORS
UBI BANCA
UBS ASSET MANAGEMENT SGR
UIL
UNICEF
UNIPOL GRUPPO
VIGEO EIRIS
VONTOBEL
WWF ITALIA
ZURICH INSURANCE GROUP



Forum per la
Finanza Sostenibile

ABI Associazione
Bancaria
Italiana



ASSOGESTIONI
associazione del risparmio gestito

L'Unione Europea e la finanza sostenibile

Impatti e prospettive per il mercato italiano

ANASF, Associazione nazionale consulenti finanziari, è l'associazione rappresentativa dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede iscritti all'Albo unico nazionale previsto dall'articolo 31 del Testo Unico della Finanza (decreto legislativo n. 58/1998). L'Associazione, fondata nel 1977, conta oggi oltre 12.000 iscritti e svolge un'azione di rappresentanza della categoria dialogando con le istituzioni e le autorità di riferimento, sia in ambito europeo che nazionale, su tutti gli aspetti riguardanti la regolazione dell'attività di consulenza finanziaria e dei servizi di investimento. Da sempre ANASF dedica una particolare attenzione alla tutela dei risparmiatori e alla necessità di favorire tra i cittadini una maggiore consapevolezza nelle scelte di pianificazione finanziaria e di gestione dei propri risparmi, ivi compresa la conoscenza e la promozione dei temi legati alla finanza sostenibile. L'Associazione contribuisce attivamente alle iniziative delle istituzioni, sia nazionali che europee, volte allo sviluppo degli investimenti ESG, con particolare riguardo al ruolo dei consulenti finanziari e al loro rapporto con gli investitori. Dal 2011 ANASF è socia del Forum per la Finanza Sostenibile (FFS).

Etica Sgr è l'unica società di gestione del risparmio italiana che istituisce e propone esclusivamente fondi comuni di investimento sostenibili e responsabili rivolti a risparmiatori privati e investitori istituzionali, ponendosi l'obiettivo di rappresentare i valori della finanza etica nei mercati finanziari.

I fondi proposti si caratterizzano per una rigorosa selezione di titoli di imprese e stati che dimostrano un particolare impegno nelle tematiche di tutela ambientale, rispetto dei diritti umani e buona governance aziendale.

Etica Sgr dialoga costantemente con il management ed esercita inoltre i diritti di voto nelle assemblee delle società in cui investono i fondi, al fine di sollecitare le società ad una condotta più responsabile e accompagnarle nel percorso di raggiungimento di questo obiettivo.

L'utilizzo di criteri ESG, codificati in una metodologia trasparente e rigorosa, permette di gestire i rischi in modo più efficace, cogliendo interessanti opportunità di investimento.

Nell'idea di investimento responsabile di Etica Sgr, l'obiettivo di ottenere potenziali performance finanziarie positive va associato a quello di generare effetti positivi per l'ambiente e la società. Come ultima fase del processo di investimento sostenibile e responsabile, Etica Sgr misura l'impatto ESG degli investimenti azionari dei fondi in termini di indicatori sociali, ambientali e di governance legati agli SDGs delle Nazioni Unite.

Etica Sgr è parte integrante di un network di eccellenza nella finanza etica: oltre ad essere socia del Forum per la Finanza Sostenibile e di Eurosif, è affiliata a ICCR (Interfaith Center on Corporate Responsibility), ed è firmataria del PRI (Principles for Responsible Investment) delle Nazioni Unite e del CDP (già Carbon Disclosure Project).

Etica Sgr è la prima Sgr italiana ad avere aderito dal 2015 al Montréal Carbon Pledge, l'iniziativa che prevede l'impegno a misurare e rendicontare l'impronta di carbonio ("carbon footprint") dei propri investimenti.

Il Gruppo Intesa Sanpaolo è il leader italiano nelle attività finanziarie per famiglie e imprese, con 11,8 milioni di clienti e oltre 4.000 filiali in Italia. Si colloca inoltre tra i principali gruppi bancari in diversi Paesi del Centro-Est Europa e nel Medio Oriente e Nord Africa dove serve circa 8 milioni di clienti.

L'attività del Gruppo comprende Banca dei Territori che risponde ai bisogni finanziari dei clienti privati, piccole imprese e professionisti, delle PMI e degli enti non profit; il Corporate e Investment Banking che supporta lo sviluppo equilibrato e sostenibile delle imprese e delle istituzioni finanziarie anche attraverso società specializzate come Banca IMI; Banca Fideuram, prima rete di promotori finanziari in Italia ed Eurizon Capital, società leader in Italia nel settore dell'asset management, con circa €315 miliardi di risparmio gestito.

Il sistema di fondi etici azionari e obbligazionari offerti ai clienti da Eurizon Capital è stato creato allo scopo di aumentare nel tempo il valore del capitale raccolto investendo secondo principi etici. Il processo di gestione dei fondi etici prevede che gli investimenti vengano selezionati con criteri di tipo positivo (principio inclusivo) che servono a individuare la presenza di caratteristiche etiche nelle società o enti analizzati, e negativo (principio esclusivo) che individuano le aree di attività ritenute in contrasto con i principi etici dichiarati dai fondi. Viene anche utilizzato il principio "best in class", che permette di individuare società che, all'interno di determinati mercati a rischio, si distinguono per buone pratiche socio-ambientali.



Morningstar Italy è la branch italiana di Morningstar Inc., leader nella ricerca indipendente sugli investimenti in Nord America, Europa, Australia e Asia. La società offre una vasta gamma di soluzioni e servizi per i singoli individui, i promotori e le istituzioni finanziarie. È fornitore di dati e ricerca su un ampio numero di strumenti di investimento, tra cui azioni, fondi comuni e altri prodotti di investimento gestiti, insieme a dati in tempo reale su oltre 17 milioni di azioni, indici, future, opzioni, commodity e metalli preziosi, cui si aggiungono i cambi valutarî e i mercati obbligazionari. Offre anche servizi di gestione degli investimenti attraverso le società di consulenza controllate e ha più di \$220 miliardi in asset gestiti, alla data del 30 giugno 2019. La società opera in 27 paesi. La sua filosofia si fonda su sei pilastri fondamentali (Investor First, Great Products, Great People, Uncompromising Ethics, Entrepreneurial Spirit e Financial Success), base delle sue strategie di investimento e guida di tutte le decisioni interne della società, la cui mission è fornire prodotti e servizi di investimento utili all'investitore finale per il raggiungimento dei propri obiettivi finanziari. Nel 2016 ha lanciato il Sustainability Rating che, insieme alle Stelle e all'Analyst Rating, amplia l'analisi e la valutazione dei fondi. Successivamente ha introdotto il Morningstar Portfolio Carbon Risk Score che permette di identificare facilmente i fondi low-carbon, ovvero i portafogli che investono in società orientate verso un'economia a bassa emissione di anidride carbonica. L'universo Morningstar comprende i Morningstar Indexes che offrono agli investitori una visione chiara dei mercati finanziari mondiali e fanno leva sulle strategie di investimento proprietarie, la ricerca azionaria ed ESG. Gli indici, disponibili anche in real time, coprono tutte le principali asset class, anche in versione sostenibile, e sono basati su metodologie trasparenti.

SOMMARIO

| | |
|--|-----------|
| Indice dei box di approfondimento | 8 |
| Prefazione | 9 |
| Introduzione | |
| Dall'Accordo di Parigi all'Action Plan Financing Sustainable Growth | 11 |
| 1. Definizioni e criteri condivisi per la finanza sostenibile | 25 |
| 1.1. L'investimento sostenibile e responsabile (SRI): origine, concetti chiave e caratteristiche del mercato | 26 |
| 1.2. Favorire la crescita del mercato: la necessità di definizioni e criteri condivisi | 30 |
| 1.3. La tassonomia dell'Unione Europea sulle attività eco-compatibili | 31 |
| 2. Comunicazione delle informazioni sui temi di sostenibilità (disclosure ESG) | 43 |
| 2.1. La disclosure degli investitori nell'attuale quadro normativo europeo e italiano | 44 |
| 2.2. Il nuovo regolamento europeo sulla disclosure ESG | 48 |
| 2.3. La disclosure ESG delle aziende: le nuove linee guida per la dichiarazione non finanziaria | 56 |
| 3. I benchmark climatici europei | 61 |
| 3.1. I benchmark di sostenibilità: principali strumenti | 62 |
| 3.2. Il nuovo regolamento europeo sui benchmark climatici: EU Climate Transition Benchmark & EU Paris-aligned Benchmark | 66 |
| 4. Certificazione europea per i green bond | 73 |
| 4.1. Green bond: definizione e caratteristiche del mercato | 74 |
| 4.2. Lo sviluppo del mercato: vincoli e opportunità | 81 |
| 4.3. Lo standard europeo per i green bond: EU Green Bond Standard | 82 |
| 4.4. Altre certificazioni europee sui prodotti SRI | 84 |
| 5. L'integrazione dei temi ESG nella consulenza | 91 |
| 5.1. Investitori retail e consulenti finanziari | 92 |
| 5.2. I criteri ESG nell'attività di consulenza | 93 |
| 6. Prospettive per il mercato italiano | 99 |
| 6.1. Considerazioni generali | 100 |
| 6.2. Considerazioni specifiche | 103 |
| Appendice | 108 |
| I. L'Unione Europea e la finanza sostenibile – Glossario | 109 |
| II. La procedura legislativa ordinaria dell'Unione Europea | 116 |
| Bibliografia, atti normativi e sitografia | 119 |

INDICE DEI BOX DI APPROFONDIMENTO

| | |
|---|----|
| InvestEU: il programma dell'Unione Europea per le infrastrutture sociali (2021-2027) | 15 |
| Fondazioni di origine bancaria e finanza sostenibile | 17 |
| Il risparmio gestito come acceleratore dei cambiamenti globali verso un'economia più sostenibile | 18 |
| Ridurre gli impatti ambientali diretti e indiretti del settore bancario: l'impegno di BPER Banca | 20 |
| Gli obiettivi dell'Italia su Clima ed Energia: il Piano Nazionale Integrato Energia e Clima 2021-2030 | 22 |
| L'evoluzione del concetto di SRI | 27 |
| Tassonomia europea delle attività economiche sostenibili: sfide e opportunità per l'industria bancaria | 38 |
| Finanza verde per la stabilità dei mercati: il ruolo della Banca Centrale Europea | 39 |
| Tassonomia delle attività eco-compatibili: le questioni aperte | 41 |
| IORP II e Shareholder Rights II: impatto e prospettive per gli investitori previdenziali | 45 |
| Analizzare il Rischio ESG | 53 |
| Le nuove Non-binding Guidelines a integrazione della Non-financial Reporting Directive | 56 |
| L'attività dell'EFRAG per la reportistica sul clima: la Project Task Force on Climate-related Reporting dell'European Lab | 58 |
| Gli indici Low Carbon Risk | 64 |
| Le caratteristiche principali del green bond di Intesa Sanpaolo | 77 |
| L'impegno di Borsa Italiana per un mercato sostenibile | 79 |
| European SRI Transparency Code | 86 |
| EU Ecolabel per prodotti finanziari | 87 |
| L'integrazione dei criteri ESG nei PEPP | 89 |
| Criteri ESG nell'attività di consulenza: il punto di vista dei consulenti finanziari | 94 |
| L'integrazione di considerazioni ESG nella valutazione di adeguatezza (IDD) | 97 |

L'Unione Europea ricopre un ruolo centrale per la stabilità e per il buon funzionamento dei mercati finanziari dei paesi membri: la progressiva concretizzazione dell'**Unione dei Mercati dei Capitali** – annunciata nel novembre del 2014 – **rapresenta le fondamenta e il minimo comune denominatore per le politiche europee e nazionali** che interessano l'attività degli operatori finanziari e la tutela degli investitori. A seguito della sottoscrizione dell'Accordo di Parigi sul clima e dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, l'**Unione Europea ha intrapreso con decisione un percorso volto a innervare di sostenibilità gli interventi di policy**, soprattutto con l'obiettivo di realizzare la transizione verso modelli di crescita attenti alle tematiche ambientali.

Il processo di sviluppo della finanza sostenibile e il sentiero politico-economico dell'Unione Europea sono quindi indissolubilmente legati: per i prossimi anni il perimetro di questa interconnessione sarà rappresentato dal **Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile**, lanciato nel marzo del 2018 dalla Commissione Europea con l'obiettivo di **incrementare gli investimenti in progetti sostenibili e di promuovere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nella gestione dei rischi e nell'orizzonte temporale degli operatori finanziari**. Da allora le istituzioni europee hanno agito con significativa determinazione per sviluppare e approvare le misure previste nel Piano d'Azione, assegnando priorità alle riforme volte ad **armonizzare le definizioni sugli investimenti sostenibili** e a rendere più trasparenti le attività finanziarie e i prodotti che integrano criteri ESG. Il lancio del Piano d'Azione rappresenta dunque un punto di svolta e un catalizzatore cruciale nel processo di sviluppo della finanza sostenibile nei mercati europei.

Nel corso del 2019 il **Forum per la Finanza Sostenibile** ha deciso di promuovere un **progetto di ricerca** volto sia ad analizzare le varie misure proposte e/o approvate, sia a coinvolgere le diverse tipologie di attori finanziari in una riflessione su impatti e prospettive future per il mercato italiano.

Nell'ambito del progetto, il Forum ha promosso un gruppo di lavoro che si è articolato in quattro seminari, ciascuno dedicato a un tema specifico del processo di riforma, con **approfondimenti sulle singole categorie di operatori finanziari** che di volta in volta risultavano maggiormente interessate: questa pubblicazione è frutto della ricerca e dell'analisi condotte dal Forum e delle riflessioni emerse nel corso delle riunioni. In linea con il programma del gruppo di lavoro, il manuale si apre con un capitolo dedicato alla tassonomia delle attività economiche eco-compatibili; segue un'analisi sulla rendicontazione ("disclosure") delle informazioni ESG, con un approfondimento sugli investitori istituzionali e, in particolare, sugli emendamenti alla Direttiva IORP II rivolta agli operatori previdenziali; il terzo capitolo è dedicato ai benchmark climatici; il quarto ai progetti di sviluppo di certificazioni per i prodotti finanziari sostenibili, con approfondimento sui green

bond; il quinto tratta l'argomento dell'integrazione dei criteri di sostenibilità nella consulenza. Infine, l'ultimo capitolo è dedicato alle prospettive del processo di riforma e ai futuri impatti sul mercato italiano.

La pubblicazione è rivolta sia ai **professionisti del settore**, sia a un **pubblico non specializzato**; si propone di fornire una **conoscenza di base** sui principali aspetti interessati dall'intervento della Commissione Europea e uno **spunto di riflessione** sui futuri sviluppi del processo di riforma.

Inoltre, l'auspicio è che il lavoro possa essere utile anche alle istituzioni nazionali ed europee per la definizione delle loro politiche e per una maggior comprensione del ruolo che può ricoprire la finanza sostenibile nell'ambito dei mercati dei capitali.

Con la sottoscrizione degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite¹ e dell'Accordo di Parigi sul clima² nel 2015, l'**Unione Europea ha posto la sostenibilità ambientale e sociale al centro delle proprie politiche**. In particolare, la Commissione Europea sostiene la transizione verso un modello di **sviluppo economico circolare, a bassa concentrazione di carbonio** e improntato all'**efficienza energetica**.

Nell'ambito dell'Accordo di Parigi, l'Unione Europea si è impegnata a raggiungere **tre obiettivi entro il 2030**:

- ridurre di almeno il 40% le emissioni di gas a effetto serra rispetto ai livelli del 1990;
- portare la quota di consumo energetico soddisfatto da fonti rinnovabili almeno al 32%;
- migliorare l'efficienza energetica di almeno il 32,5%.

Per ottenere questi risultati la Commissione Europea ha stimato che occorreranno **€180 miliardi di investimenti annui** in aggiunta a quelli già stanziati³: pertanto, il coinvolgimento del **settore privato sarà essenziale**.

Allo scopo di orientare il mercato dei capitali verso il finanziamento di attività economiche che contribuiscano al raggiungimento degli obiettivi citati e, più in generale, alla realizzazione dell'Agenda 2030, le istituzioni europee hanno avviato un programma di riforma dei mercati finanziari⁴: a dicembre 2016 la Commissione Europea ha costituito un gruppo di esperti (**High-Level Expert Group on Sustainable Finance – HLEG**) con il compito di elaborare raccomandazioni funzionali allo sviluppo della finanza sostenibile.

Sulla base delle raccomandazioni dell'HLEG⁵, a marzo 2018 la Commissione Europea ha pubblicato il **Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile** (Action Plan Financing Sustainable Growth – cfr. Figura 1).

1. I Sustainable Development Goals (SDGs) sono gli obiettivi per il 2030 concordati dagli Stati membri delle Nazioni Unite nell'ambito dell'Agenda Globale per lo Sviluppo Sostenibile, approvata a settembre 2015. Gli obiettivi sono 17 e sono articolati in 169 target. Lo scopo è affrontare le sfide poste dal cambiamento climatico e ridurre qualunque forma di povertà o disuguaglianza, garantendo la sostenibilità economica, ambientale e sociale delle comunità umane nel lungo periodo. Per maggiori informazioni: <https://bit.ly/2jHjQmD>

2. L'Accordo di Parigi è un trattato internazionale sottoscritto da 195 Stati nell'ambito della COP21, la ventesima sessione annuale della Conferenza delle Parti della Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici (UNFCCC), svoltasi a Parigi il 12 dicembre 2015. L'impegno principale degli Stati firmatari consiste nel contenere l'incremento delle temperature globali ben al di sotto dei 2 gradi Celsius (°C) rispetto ai livelli pre-industriali, e di fare il possibile per limitarne l'aumento a 1,5°C. Per maggiori informazioni: <https://bit.ly/2EVSoXT>

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

4. Commissione Europea 2016, *Unione dei mercati dei capitali – Accelerare le riforme*, COM(2016) 601, 14 settembre 2016, pp. 5-6: <https://bit.ly/2Ye9w93>

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

Si tratta di una tabella di marcia con misure specifiche e relative scadenze al fine di:

- orientare **flussi di capitale verso investimenti sostenibili**;
- gestire in modo più efficace i **rischi finanziari che derivano dal cambiamento climatico**, dal consumo di risorse, dal degrado ambientale e dalle disuguaglianze sociali;
- migliorare la **trasparenza** e incoraggiare un **approccio di lungo periodo** nelle attività finanziarie.

FIGURA 1. I dieci punti del Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile

1. Introdurre una **"tassonomia" europea per la finanza sostenibile**, ovvero un sistema condiviso di definizione e classificazione delle attività economiche sostenibili
2. Creare **standard e certificazioni di qualità per i green bond**, con l'obiettivo di garantire la credibilità del mercato e rafforzare la fiducia degli investitori
3. Incrementare gli **investimenti verso infrastrutture sostenibili** (per esempio, le reti di trasporto) sia negli Stati membri, sia nei paesi partner
4. Modificare le Direttive MiFID II e IDD e le linee guida ESMA sulla valutazione di adeguatezza dei prodotti, includendo le **preferenze dei clienti in materia di sostenibilità tra gli elementi da considerare nell'ambito dei servizi di consulenza**
5. Rendere più trasparenti le metodologie adottate dagli index provider nella costruzione dei **benchmark di sostenibilità**, armonizzando in particolare gli indici low-carbon
6. Incoraggiare 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
8. Valutare la possibilità di introdurre una riduzione nei requisiti patrimoniali minimi delle banche in relazione agli investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale (il cosiddetto **"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, allineando le attuali linee guida sui rischi climatici alle raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures del Financial Stability Board
10. Incoraggiare l'**integrazione dei criteri ESG** e l'adozione di un **approccio di lungo periodo** nei processi decisionali dei **Consigli di Amministrazione**

Fonte: Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile da: Commissione Europea 2018, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*: <https://bit.ly/2xL90rF>

La Commissione Europea ha scelto di concentrarsi anzitutto sugli obiettivi di sostenibilità ambientale; in particolare, la priorità è il contrasto al cambiamento climatico, in termini di mitigazione e adattamento.

A maggio 2018 la Commissione Europea ha avviato l'attuazione delle prime misure contenute nell'Action Plan introducendo tre proposte di regolamento⁶ su:

6. Commissione Europea 2018, *Finanza sostenibile: rendere i mercati finanziari un incisivo strumento di contrasto dei cambiamenti climatici*, Comunicato stampa, 24 maggio 2018: <https://bit.ly/2kjMyHY>

- **sistema di classificazione delle attività eco-compatibili (“tassonomia”);**
- **benchmark low-carbon e positive carbon impact**⁷;
- **rendicontazione sui temi di sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG)** da parte degli investitori istituzionali.

Inoltre, la Commissione Europea ha aperto una consultazione pubblica in merito all'**integrazione dei criteri ESG nell'attività di consulenza**, con l'obiettivo di riformare le Direttive MiFID II e IDD, che disciplinano i mercati rispettivamente dei prodotti finanziari e dei prodotti assicurativi⁸.

A giugno 2018 la Commissione Europea ha nominato un **Technical Expert Group (TEG) on Sustainable Finance**⁹, un gruppo multi-stakeholder¹⁰ di esperti incaricati di fornire consulenza su:

1. **tassonomia**, con priorità sui temi ambientali e, in particolare, su mitigazione e adattamento al cambiamento climatico;
2. miglioramento delle **linee guida sulla rendicontazione delle informazioni legate al clima da parte di imprese di grandi dimensioni e di interesse pubblico** (società quotate, banche, asset manager, compagnie assicuratrici);
3. **criteri comuni per la costruzione di benchmark low-carbon e positive-carbon impact**¹¹;
4. **Green Bond Standard**, una certificazione di qualità europea per le obbligazioni verdi.

Nella seconda metà del 2018 e nel 2019 il TEG, suddiviso in gruppi di lavoro, ha realizzato quattro report su ciascuna delle aree tematiche indicate dalla Commissione Europea; parallelamente le proposte di regolamento della Commissione¹² sono state oggetto di consultazione tra le diverse istituzioni europee (il cosiddetto “trilogo” tra Commissione, Parlamento e Consiglio dell'Unione Europea – cfr. Appendice “Procedura legislativa ordinaria”, p. 116)

7. Successivamente riformulati come EU Climate Transition e EU Paris-aligned Benchmark (cfr. §3.2.).

8. Il 4 gennaio 2019 la Commissione ha pubblicato una prima bozza di norme sulle modalità con cui gli asset manager e i consulenti finanziari e assicurativi sono tenuti a prendere in considerazione i temi ESG. L'adozione di tali norme è conseguente all'approvazione del nuovo regolamento sulla disclosure ESG.

9. Commissione Europea 2018, *Commission announces members of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*, Daily News, 13 giugno 2018: <https://bit.ly/34eUgZs>

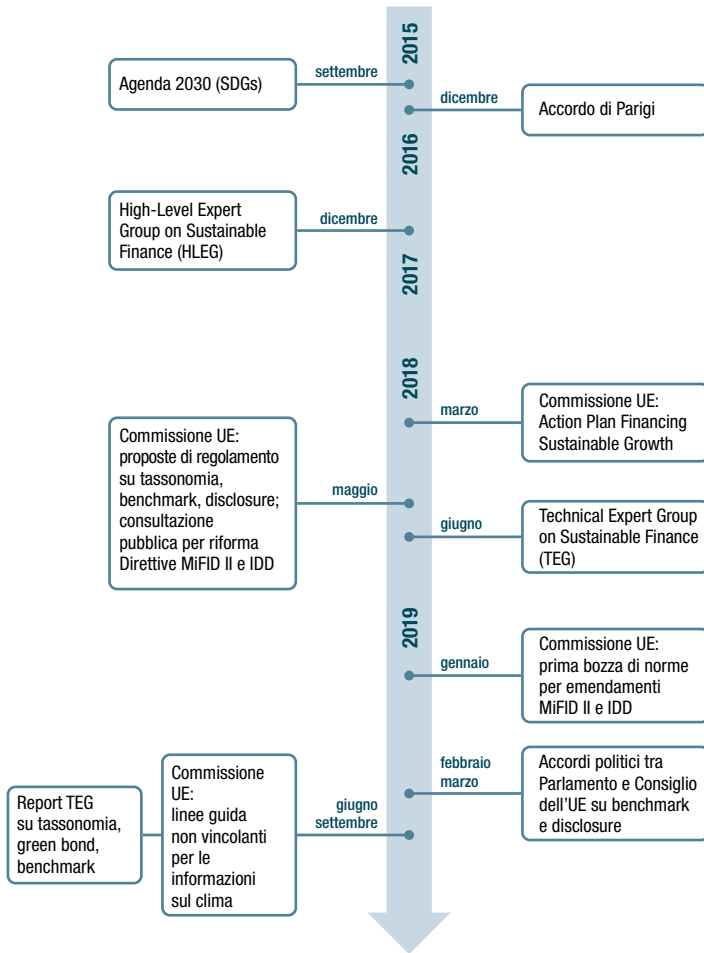
10. La Commissione Europea ha ricevuto anche il supporto di un gruppo di rappresentanti degli Stati membri. Per maggiori informazioni: <https://bit.ly/2YhBFNi>

11. Si vedano le precisazioni in nota 7.

12. Al momento della stesura finale del manuale la consultazione sulla tassonomia è ancora in corso (ultimo aggiornamento: 26 settembre 2019).

FIGURA 2. Dall'Accordo di Parigi agli sviluppi dell'Action Plan

Nel grafico che segue si riassumono le tappe principali del processo di riforma avviato dalla Commissione Europea a partire dalle premesse rappresentate dall'Accordo di Parigi e da Agenda 2030, fino all'esito dei lavori del TEG nel 2019.



Fonte: Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile

Come già sottolineato, i lavori della Commissione Europea si sono finora concentrati sugli obiettivi ambientali e climatici; la **riflessione sui temi sociali** è stata sviluppata dall'**High-Level Task Force (HLTF) on Investing in Social Infrastructure in Europe**, costituita a febbraio 2017 dall'European Long-Term Investors Association (ELTI) in collaborazione con la Commissione Europea e

presieduta da Romano Prodi e Christian Sautter. Nel promuovere una maggior consapevolezza della classe politica sul ruolo cruciale delle infrastrutture sociali per la crescita economica e per il benessere dei cittadini, obiettivo dell'HLTF era incrementare gli investimenti pubblici e privati nel settore. A gennaio 2018 l'HLTF ha elaborato una serie di raccomandazioni su politiche pubbliche e modalità di finanziamento per colmare il divario di investimenti, attualmente stimato tra i €00 e i €50 miliardi all'anno¹³. Le aree di intervento ritenute prioritarie sono: istruzione, formazione permanente, settore abitativo, salute e assistenza di lungo-periodo ("long-term care").

A partire da gennaio 2019, il tema delle infrastrutture sociali ha ricevuto nuova attenzione attraverso il Piano InvestEU (cfr. Box seguente).

INVESTEU: IL PROGRAMMA DELL'UNIONE EUROPEA PER LE INFRASTRUTTURE SOCIALI (2021-2027)



A gennaio 2019 il Parlamento Europeo ha deliberato l'avvio di InvestEU, il nuovo programma comunitario che riunirà in un unico fondo i finanziamenti dell'Unione Europea, con l'obiettivo di creare sinergie ed evitare sovrapposizioni. Operativo dal 2021 al 2027, il fondo InvestEU sostituirà l'European Fund for Strategic Investments (EFSI) del cosiddetto "piano Juncker", istituito in risposta alla crisi finanziaria che ha colpito l'Europa nel 2011.

In continuità con l'EFSI, InvestEU si concentrerà su quattro aree tematiche:

- Piccole e Medie Imprese (PMI);
- ricerca e innovazione;
- infrastrutture sostenibili;
- investimenti a impatto sociale.

Il piano punta a rispondere alla **necessità di investimenti legati alle infrastrutture sociali** supportando progetti nel campo dell'educazione, della salute, del social housing.

Dal punto di vista operativo, InvestEU non fornisce finanziamenti diretti, come nel caso del piano Juncker, bensì una **garanzia pubblica** di €38 miliardi, che saranno utilizzati per aumentare la capacità di rischio di investitori pubblici e privati. InvestEU coprirà il 40% di tale cifra, corrispondente a €15,2 miliardi sul bilancio dell'Unione Europea, che saranno accantonati per i casi in cui sarà necessario ricorrere al fondo. In particolare, il programma

13. Fransen, Lieve, Del Bufalo, Gino e Reviglio, Edoardo 2018, *Boosting Investment in Social Infrastructure in Europe*, Report of the High-Level Task Force on Investing in Social Infrastructure in Europe, Discussion Paper 074, gennaio 2018: <https://bit.ly/2DQ5wBc>

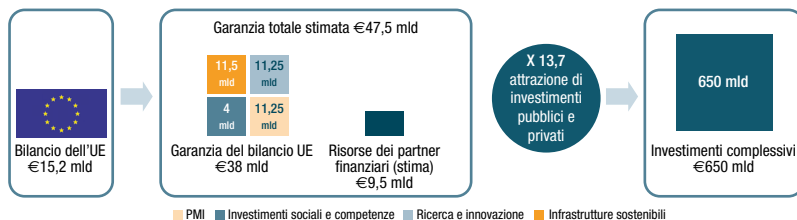
prevede €11,5 miliardi per le infrastrutture sostenibili, €11,25 miliardi per le PMI, €11,25 miliardi per ricerca e innovazione, €4 miliardi per investimenti sociali.

I partner finanziari dei diversi progetti, a partire dal Gruppo BEI¹⁴ (cfr. Glossario, p. 109), saranno tenuti a contribuire per almeno €9,5 miliardi per accrescere la capacità di rischio degli investimenti, portando la garanzia complessiva del fondo a €47,5 miliardi.

Il moltiplicatore – cioè la capacità del programma di attrarre ulteriori risorse private per i settori di intervento – è stimato a 13,7x (contro il 15x del piano Juncker): l'investimento complessivo tenuto conto dell'effetto moltiplicatore è stimato dalla Commissione Europea in €650 miliardi¹⁵. InvestEU focalizza gli investimenti su **qualità e addizionalità dei progetti**, che hanno la caratteristica di affiancare, e non sostituire, investimenti strutturali preesistenti nei diversi Stati membri.

Il piano InvestEU comprenderà, oltre al già citato fondo di garanzia, un polo di consulenza per fornire supporto tecnico ai progetti di investimento in cerca di finanziamenti, e un portale che riunirà progetti e investitori fornendo loro una banca dati facilmente accessibile. Elemento caratterizzante il programma è l'attenzione alla sfera sociale. InvestEU, infatti, intende: sviluppare e consolidare le nuove strutture di mercato legate alle imprese sociali, sostenendo schemi innovativi; favorire l'accesso a strumenti di microfinanza per soggetti vulnerabili (disoccupati, giovani, migranti ecc.) e imprese sociali; costruire un mercato dei capitali più forte a sostegno delle infrastrutture sociali; supportare gli investimenti in capitale umano.

Come funziona InvestEU



14. Il Gruppo BEI è costituito dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI – cfr. Glossario, p. 109) e dal Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), specializzato nei finanziamenti a favore di società a media capitalizzazione e piccole imprese.

15. Il Parlamento Europeo ha approvato un emendamento che prevede l'aumento della garanzia del bilancio dell'Unione Europea a €40,8 miliardi (ai prezzi correnti) per mobilitare oltre €698 miliardi di investimenti aggiuntivi in tutta l'Unione. La definizione del budget sarà decisa nell'ambito delle negoziazioni sul prossimo Multiannual Financial Framework (MFF).



Il “movimento” della finanza sostenibile, dopo un lungo, complesso e accidentato percorso, è forse vicino a un punto di svolta. Nel corso degli anni si sono susseguiti, con esiti alterni, numerosi tentativi di sensibilizzazione dell’opinione pubblica, delle istituzioni e degli investitori sui temi della sostenibilità. In questo processo, ha di sovente prevalso il lato dell’offerta rispetto a quello della domanda. Advisor e gestori hanno colto in anticipo le legittime opportunità insite in questo ambito tematico ed hanno elaborato, in maniera autonoma e differenziata, le proprie value proposition introducendo significative innovazioni di prodotto e di processo, che tuttavia sono andate a posizionarsi in un terreno ancora poco fertile e certamente da dissodare. Il risultato è stato quello del proliferare di una molteplicità di approcci e di prodotti, che si sono collocati in specifiche nicchie di mercato. La domanda, in questo contesto, ha faticato a comprendere e, quindi, a crescere. E ha faticato anche a fornire il proprio contributo in termini di esplicitazione dei bisogni e di orientamento dell’offerta.

Oggi, dopo lunghi anni di sperimentazione e, soprattutto, a seguito della conclamata emergenza socio-ambientale, quello che sembrava quasi un “vezzo culturale”, una tematica di interesse di pochi pionieri, è divenuto interesse generale. Lo stato di sofferenza del nostro pianeta, attuale e prospettico, sia sul piano ambientale che su quello sociale, non è più oggetto di dibattito e di confronto: è un dato di fatto accettato oramai da tutti (con qualche, strumentale e opportunistica eccezione). **Oggi la “sostenibilità” è un concetto acquisito**, non più ignorabile. Lo hanno fatto proprio le istituzioni internazionali e nazionali e, in tale direzione, si stanno dirigendo gli sforzi a livello planetario per invertire una tendenza che, se lasciata a sé stessa, rischia di compromettere il futuro dell’umanità. In questa presa di coscienza collettiva si inserisce l’Action Plan Financing Sustainable Growth della Commissione Europea, che si pone l’obiettivo di delineare il framework all’interno del quale la finanza del futuro dovrà muoversi. È un significativo passo in avanti sul piano della sensibilizzazione e della sistematizzazione della tematica, che può senz’altro rappresentare quel punto di svolta cui si accennava all’inizio. Senza trascurare le incognite e i possibili effetti collaterali (basti pensare alla complessità gestionale che esso introdurrà, sia sul piano della domanda che dell’offerta; o del rischio, come spesso è accaduto, che le buone intenzioni finiscano per ridursi a meri adempimenti formali), l’Action Plan sortirà l’effetto di rendere la questione non più eludibile.

Con riferimento alle Fondazioni di origine bancaria va precisato, innanzitutto, che la sostenibilità rappresenta un ambito di intervento particolarmente “frequentato” sul piano dell’attività erogativa. Non solo perché le tematiche ambientali e sociali sono tra quelle previste dalla legge (d.lgs 153/99), ma anche perché la **vocazione territoriale delle Fondazioni, attente allo sviluppo sostenibile delle comunità locali**, rappresenta il fulcro attorno al quale ruota tutta la loro azione.

Sul piano della gestione del patrimonio, la posizione delle Fondazioni è stata sino ad ora meno attiva, sebbene non sia mai mancato l’interesse alla problematica: sia Acri, che le

rappresenta collettivamente, che alcune singole Fondazioni, sono da anni, ad esempio, socie del Forum per la Finanza Sostenibile. Questo minor attivismo, tuttavia, è probabilmente attribuibile a due prevalenti motivazioni. La prima è relativa a quanto precedentemente illustrato circa lo stratificarsi nel tempo di una molteplicità di approcci/prodotti che ha reso più complessa, da parte dell'investitore, la formazione di un proprio chiaro disegno strategico. La seconda, forse ancora più rilevante, è relativa alla particolare natura delle Fondazioni che sono, al tempo stesso, sia investitori istituzionali che protagoniste del sostegno allo sviluppo sociale, culturale ed economico delle comunità di riferimento. Questo fa sì che il patrimonio, oltre a generare il reddito attraverso il quale vengono poi effettuati gli interventi erogativi, possa anche divenire strumento di sostegno diretto a specifiche iniziative di investimento correlate alla missione (Mission Related Investment), sempre nel rispetto dei principi di tutela del patrimonio e di generazione di una adeguata redditività. Ne è un tipico esempio l'investimento realizzato da molte Fondazioni nei **fondi di housing sociale** che, oltre a generare un reddito, ha consentito di realizzare il piano nazionale di edilizia sociale gestito da CDP Investimenti sgr, peraltro estremamente attento ai temi del risparmio energetico e del consumo del suolo. Questo orientamento ha sin qui particolarmente attratto l'attenzione delle Fondazioni nella definizione delle proprie strategie di investimento. È tuttavia da ritenere che la creazione di un quadro di riferimento a livello europeo sulla finanza sostenibile consenta di far convergere queste sensibilità ed avviare una stagione promettente di una finanza attenta agli esseri umani e al pianeta.

IL RISPARMIO GESTITO COME ACCELERATORE DEI CAMBIAMENTI GLOBALI VERSO UN'ECONOMIA PIÙ SOSTENIBILE

A CURA DI ASSOGESTIONI



L'industria del risparmio gestito è chiamata a uno sforzo cruciale: essere acceleratore dei cambiamenti globali verso un'economia più sostenibile, inclusiva e responsabile. Nel mondo della gestione l'attenzione ai fattori ambientali e sociali è pratica già largamente diffusa e in crescita: secondo le stime di Morningstar, in Europa gli asset sostenibili crescono al triplo della velocità di quelli tradizionali. A fine giugno 2019 il patrimonio investito in fondi ESG è cresciuto del 7% a €1,06 trilioni, in aumento rispetto ai €992 miliardi di un anno prima. Nello stesso periodo, il patrimonio degli altri fondi europei è cresciuto del 2%¹⁶. Allo stesso modo, occorre riconoscere che lo sforzo di integrazione richiesto all'industria dal nuovo pacchetto di norme europee è tanto condivisibile quanto sfidante.

16. Baselli, Valerio 2019, "Gli asset sostenibili crescono al triplo della velocità di quelli tradizionali", *Morningstar.it*, 31 luglio 2019: <https://bit.ly/2kun8uG>

Gradualità e proporzionalità, criteri cardine dell'evoluzione ESG

Assogestioni ritiene che sia **cruciale orientare l'azione normativa a criteri di flessibilità, gradualità e proporzionalità** per evitare distorsioni del mercato, un ossequio solo formale delle regole e la limitazione dell'innovazione.

Flessibile, in quanto ispirata a principi e criteri condivisi, piuttosto che a prescrizioni troppo rigide e non in grado di lasciare spazio all'innovazione di prodotto e di processo sia per l'industria della gestione che per le società emittenti.

Graduale, in quanto si sta passando da un mondo autoregolamentato – in cui i gestori definivano la propria idea di sostenibilità senza ricorrere necessariamente a un linguaggio comune e standardizzato – a uno scenario caratterizzato da una disclosure molto più dettagliata, nel nome della massima trasparenza.

Proporzionata, in quanto deve riflettere le peculiarità delle diverse società, quali l'ampiezza degli asset in gestione, la complessità dei prodotti e l'estensione dell'orizzonte temporale. Si tratta di un cambiamento radicale che richiederà tempo per essere assorbito e implementato. Le informazioni messe a disposizione dalle società sono sempre maggiori, ma per essere sistematicamente incorporate in modelli di gestione e strategie che ottemperino alla nuova tassonomia dovranno rispettare precisi criteri di usabilità, standardizzazione, comparabilità e affidabilità.

Domanda e offerta

Affinché il crescente impegno da parte delle società di gestione sia lievito per una vera crescita della finanza sostenibile, occorre che ci sia una **sensibilità crescente da parte della domanda**. Giova ricordare che la SGR gestisce il patrimonio del cliente e, nel rispetto della propria due diligence, deve rispettarne il mandato.

In assenza di una specifica indicazione da parte degli asset owner – siano essi clienti retail o istituzionali – lo spazio di azione per le SGR per orientare le strategie di investimento verso il perseguimento di obiettivi di sostenibilità oltre l'integrazione delle variabili ESG nella valutazione del rischio è limitato. Ed è per questo che perché si dispieghino pienamente i benefici dell'azione della Commissione, è fondamentale lavorare anche sul lato della domanda, sia attraverso un supporto all'investimento di lungo periodo da parte dell'investitore retail, sia attraverso il rafforzamento del ruolo degli investitori istituzionali pazienti (tipicamente, i fondi pensione).

La **maggiore trasparenza informativa e l'obbligo di verifica delle preferenze** in tema di sostenibilità previsti dalle modifiche della MiFID nel confronto tra collocatore e cliente accrescono il ruolo e la responsabilità dell'investitore finale nell'orientare verso la sostenibilità gli investimenti e rendono centrale la necessità di una maggiore consapevolezza e di una migliore comprensione dei temi finanziari. Diventa dunque sempre più urgente lavorare sull'educazione finanziaria. La carenza di informazioni limita il ricorso degli investitori agli investimenti sostenibili, mentre chi ritiene di avere competenze più ampie investe una percentuale maggiore del portafoglio in fondi ESG e si attende rendimenti superiori¹⁷.

17. Schroders 2018, *Global Investor Study 2018*: <https://bit.ly/2IXuhEp>

L'impegno di Assogestioni in Italia

Assogestioni ha da tempo posto al centro della sua azione il tema della sostenibilità come driver evolutivo dell'industria del risparmio, promuovendo l'adozione di un approccio sostenibile agli investimenti e supportando le SGR nell'assunzione del ruolo di investitori responsabili nelle società presenti nei portafogli.

L'**edizione 2019 del Salone del Risparmio, dedicata proprio al tema della sostenibilità** degli investimenti finanziari, ha registrato un forte interesse per il tema non solo tra le società di gestione ma anche tra i consulenti finanziari, in prima fila nel sensibilizzare i propri clienti, quei risparmiatori che manifestano una crescente attenzione alla sostenibilità del proprio stile di vita e che accogliendo tale approccio anche nelle proprie scelte di investimento potranno essere il volano di un'autentica svolta verso un nuovo modello di crescita.

RIDURRE GLI IMPATTI AMBIENTALI DIRETTI E INDIRETTI DEL SETTORE BANCARIO:

L'IMPEGNO DI BPER BANCA

GIOVANNA ZACCHI, REFERENTE ATTIVITÀ DI RESPONSABILITÀ SOCIALE D'IMPRESA, BPER BANCA



È ormai chiaro come l'Europa intenda assumere un ruolo guida nella lotta contro il cambiamento climatico e diventare così meta prescelta per gli investimenti sostenibili. Le banche sono attori importanti di questo processo e la Federazione Bancaria Europea ha creato un gruppo di lavoro ad hoc, la Task Force on Green Finance, conscia che considerare il **rischio ambientale** in capo al settore bancario non è un mero esercizio di compliance o un problema reputazionale ma significa considerare un rischio che **ha un impatto connesso alla redditività delle banche**.

Il **ruolo dell'industria bancaria** risulta infatti cruciale secondo due diversi punti di vista:

- riduzione degli impatti diretti delle società attraverso **interventi di efficientamento energetico**;
- riduzione degli impatti indiretti delle società attraverso una **diversa allocazione dei capitali**.

Sono inoltre impattate dal punto di vista finanziario poiché devono **valutare i rischi ESG dei loro investimenti** e a loro volta hanno azionisti attenti a queste tematiche.

In merito alla riduzione degli impatti diretti, per esempio, BPER Banca ha inserito nel proprio Piano Industriale un percorso strutturato di riduzione dei consumi e di produzione di energia rinnovabile; sugli impatti indiretti, invece, da alcuni anni si è avviato un percorso utile a cogliere le opportunità di mercato, soprattutto relativamente ai settori dell'efficientamento energetico e della produzione di energia rinnovabile.

Dal 2016, BPER Banca è banca pilota in Italia per uno **strumento di project finance** – il Private Finance For Energy Efficiency (PF4EE) instrument, sostenuto dall'UE nell'ambito del Programma LIFE – definito nell'ambito di un accordo comune tra Banca Europea degli

Investimenti e Commissione Europea. L'accordo prevede la costituzione di un portafoglio di finanziamenti, garantiti dalla BEI, fino a €50 milioni dedicato a piccole, medie e grandi imprese.

La Commissione Europea, attraverso lo strumento PF4EE, intende incentivare gli investimenti in progetti di efficientamento energetico, agevolando l'accesso a fonti di finanziamento dedicate, grazie ad attività di sensibilizzazione rivolte alle istituzioni finanziarie europee e all'aumento delle risorse a disposizione del sistema per favorire gli investimenti.

All'interno di tale progetto, denominato BPER LIFE4ENERGY, BPER Banca prevede, per le imprese coinvolte, l'erogazione di servizi di consulenza specialistica relativa alle principali agevolazioni pubbliche disponibili territorialmente e il supporto nella realizzazione di diagnosi energetiche e nell'identificazione delle possibili soluzioni grazie al coinvolgimento di partner selezionati.

Gli ambiti finanziabili sono molteplici:

- interventi relativi agli edifici (isolamento, finestre, riscaldamento/raffreddamento, illuminazione, ecc.);
- interventi relativi alle strutture produttive;
- impianti di teleriscaldamento/teleraffreddamento;
- infrastrutture di illuminazione pubblica;
- impianti di cogenerazione ad alta efficienza di calore ed energia elettrica.

Un'altra iniziativa di matrice europea dedicata al settore bancario è il **progetto europeo sui mutui green**. Finanziato con i Fondi Europei di Horizon 2020, è promosso da un Consorzio a matrice internazionale composto dall'European Mortgage Federation - European Covered Bond Council (EMF-ECBC), dal Royal Institute of Chartered Surveyors (RICS), E.ON, l'Università Ca' Foscari di Venezia e l'Università Goethe di Francoforte. Un programma che coinvolge decine di stakeholder e banche (oltre 40 in tutta Europa, di cui nove in Italia, tra cui BPER Banca), compresi soggetti italiani od operanti in Italia (ABI, Enea, CRIF, Green Building Council, RICS, MPS, BPM, BPER Banca, Crédit Agricole, Société Générale, Volksbank, Friulovest Banca, Unicredit), oltre a diverse istituzioni pubbliche e società specializzate nel settore energia e immobiliare.

L'obiettivo è quello di creare un "mutuo green" standardizzato che incentivi i privati a effettuare interventi di efficientamento energetico sugli immobili di proprietà o ad acquistare immobili già ad alta efficienza.

Il progetto è basato sull'assunto che l'efficientamento energetico può avere un effetto di mitigazione del rischio per la banca legato all'incremento del valore dell'immobile.

BPER Banca partecipa anche ad altri progetti di settore quali Enforcer e SAV€ the HOMES incentrati sull'efficientamento energetico con l'obiettivo di azzerare le emissioni dei nuovi edifici.



Il **Regolamento UE 2018/1999** del Parlamento Europeo e del Consiglio sulla **governance dell'Unione dell'energia e dell'azione per il clima** introduce istituti e procedure per il conseguimento di specifici target energetici e climatici per il 2030, ovvero:

- **riduzione delle emissioni di gas ad effetto serra** di almeno il 40% rispetto al 1990 – tale obiettivo vincolante viene declinato per ciascuno Stato membro: per l'Italia il target al 2030 è -33% rispetto al livello nazionale 2005;
- **incremento** della quota di energia da **fonti rinnovabili** nel consumo finale lordo di energia del 32%;
- **aumento di almeno il 32,5% dell'efficienza energetica**, con specifici obblighi di risparmio energetico per ciascun Stato membro.

Al fine di conseguire tali obiettivi, il Regolamento UE delinea **cinque macro-aree di manovra**:

- a. sicurezza energetica;
- b. mercato interno dell'energia;
- c. efficienza energetica;
- d. decarbonizzazione;
- e. ricerca, innovazione e competitività.

I **PNIEC decennali** (2021-2030) – Piani Nazionali Integrati per l'Energia e il Clima, che tutti gli Stati membri sono tenuti a stilare, rappresentano lo strumento chiave richiesto dall'UE per il raggiungimento degli obiettivi 2030. Tali Piani devono rispettare alcuni requisiti delineati dal Regolamento UE, ovvero:

- contenere una **panoramica del sistema energetico** e dell'assetto programmatico corrente;
- stabilire gli **obiettivi nazionali** e le corrispondenti **politiche e misure analitiche** volte a conseguire tali obiettivi;
- **garantire** che i **piani** siano **coerenti con gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite** e che contribuiscano alla loro realizzazione.

Gli Stati membri possono basarsi sulle strategie o sui piani nazionali esistenti. Per l'Italia il riferimento è costituito dalla **Strategia Energetica Nazionale – SEN 2017**, il piano decennale del Governo italiano per anticipare e gestire il cambiamento del sistema energetico.

In tale contesto si inserisce la proposta italiana di **Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima** (2021-2030). Una proposta fatta di obiettivi più che di strumenti. Il piano **persegue obiettivi di decarbonizzazione al 2030**, tramite sviluppo di rinnovabili, efficienza e sicurezza energetica, indirizzati a traguardare la transizione energetica. Si

tratta di obiettivi **decisamente più ambiziosi di quelli delineati nella SEN 2017**, ovvero:

- **riduzione dei gas serra** per i settori non Emission Trading System¹⁸ del **33%** (superiore del 3% rispetto all'UE);
- quota delle **rinnovabili** nel consumo finale lordo di energia pari al **30%** (a fronte del 32% previsto dall'UE)¹⁹;
- **riduzione dei consumi di energia primaria del 43%** (a fronte di un obiettivo UE del 32,5%).

Le **sfide introdotte dal PNIEC** appaiono estremamente **ambiziose** e richiedono un generale riassetto dell'intero sistema energetico nazionale e dei settori delle rinnovabili, dell'efficienza energetica e della mobilità, **con un fabbisogno significativo di investimenti infrastrutturali**.

Solo nel settore delle rinnovabili, i target PNIEC si potrebbero tradurre in **installazioni di nuova potenza di 45 GW tra il 2021 ed il 2030 (investimento stimato tra €30 e €50 miliardi)** – obiettivo assai ambizioso se si compara la media di 4,5 GW all'anno al trend storico degli ultimi dieci anni di 3,5 GW.

Tale target si configura ancor più sfidante se inquadrato nell'attuale contesto normativo, in grado di supportare soltanto parzialmente gli obiettivi prefissati. Ad esempio, **il Decreto FER1**, in vigore dal 10 agosto 2019, **prevede una potenza massima incentivabile di 8 GW, sui 45 GW del PNIEC**, seppure a copertura di un periodo più breve dei dieci anni del PNIEC.

Al fine di consentire il conseguimento effettivo degli ambiziosi obiettivi del PNIEC è necessario **interrogarsi su quali strumenti possano essere concretamente utilizzati per l'attuazione del Piano e sulle modifiche strutturali da apportare al sistema**, trasformazioni senza le quali la volontà di attuare il PNIEC risulta poco credibile.

Per tale motivo, l'ampio dibattito generatosi nel paese tra gli operatori del settore rinnovabile ha determinato la definizione di un pacchetto integrato di policy, tra le quali:

- **favorire la diffusione di contratti di compravendita** di energia di **medio-lungo termine** in logica market parity (PPA);
- **realizzare impianti di storage** in grado di supplire alla scarsa programmabilità delle fonti rinnovabili, ridurre il fenomeno dell'over generation e del conseguente rischio di cannibalizzazione dei prezzi;
- **adeguare il funzionamento del mercato** per consentire una maggiore penetrazione e competitività del rinnovabile tramite, ad esempio, l'introduzione della **programmazione continua** dei piani di immissione dell'energia (avvicinamento

18. Il sistema di scambio di quote di emissione dell'UE (EU Emission Trading System) è il mercato europeo della CO₂. Il sistema ETS UE opera secondo il principio della limitazione e dello scambio delle emissioni: viene fissato un limite massimo alla quantità totale di alcuni gas serra che possono essere emessi dagli impianti che rientrano nel sistema. Il limite si riduce nel tempo, con l'obiettivo di ridurre progressivamente le emissioni totali. Entro tale limite, le imprese ricevono o acquistano quote di emissione che, se necessario, possono scambiare. La limitazione del numero totale consente di attribuire un valore alle quote disponibili. Per maggiori informazioni: https://ec.europa.eu/clima/policies/ets_it

19. La quota di rinnovabili è declinata come segue: 55,4% nel settore elettrico, 33% nel settore termico e 21,6% nei trasporti.

della gate closure dei mercati alla delivery), in un processo di armonizzazione ed integrazione dei Mercati Infragiornalieri attualmente in corso nell'Unione Europea;

- **semplificare gli iter autorizzativi e/o ridurre le tempistiche**, per **favorire**, ad esempio, **attività di Revamping e Repowering** volte ad incrementare la potenza installata a parità di consumo di suolo²⁰.

20. Per maggiori informazioni sulle proposte da attuare, si veda anche: Arpinge 2019, *Transizione energetica: analisi e proposte per conseguire gli obiettivi del PNIEC*, Quaderno n. 1, luglio 2019: <https://bit.ly/2UjEBUh>

1.

Definizioni e criteri condivisi per la finanza sostenibile



Negli ultimi anni il mercato della finanza sostenibile sta registrando una crescita significativa a livello mondiale, europeo e italiano: crescono le masse gestite secondo strategie di investimento sostenibile e responsabile e cresce il numero di operatori che integrano i criteri ESG (ambientali, sociali e di governance) nelle strategie e nelle scelte d'investimento.

Tuttavia, restano margini di miglioramento in termini di trasparenza e di condivisione di criteri comuni in merito alle applicazioni del concetto di sostenibilità in relazione agli investimenti. Tali aspetti sono cruciali nell'ottica di incrementare la fiducia degli investitori e di orientare i flussi di capitale verso attività in linea con gli obiettivi ambientali e sociali definiti in sede internazionale²¹, in coerenza con l'Action Plan.

A partire da un'introduzione sugli investimenti sostenibili e responsabili, il presente capitolo fornirà una panoramica delle dimensioni e delle caratteristiche del mercato SRI a livello globale, europeo e italiano (cfr. §1.1.); seguirà un approfondimento sull'importanza di introdurre definizioni e criteri condivisi in materia di investimento sostenibile (cfr. §1.2.) e, infine, sarà presentata la proposta dalla Commissione Europea al riguardo: una tassonomia delle attività eco-compatibili (cfr. §1.3.).

1.1. L'INVESTIMENTO SOSTENIBILE E RESPONSABILE (SRI): ORIGINE, CONCETTI CHIAVE E CARATTERISTICHE DEL MERCATO

Gli investimenti sostenibili e responsabili (o **SRI dall'inglese Sustainable and Responsible Investment**) si stanno progressivamente affermando a livello mondiale, grazie alle molteplici opportunità offerte a investitori istituzionali e retail. Tuttavia, a fronte di un mercato complesso e in costante evoluzione, non vi è ancora accordo sulle caratteristiche essenziali che un "investimento sostenibile" deve avere. Nel 2013, un gruppo di lavoro del Forum per la Finanza Sostenibile ha individuato la propria definizione, in cui si evidenzia che:

L'investimento sostenibile mira a **creare valore** per l'investitore e per la società nel suo complesso attraverso una strategia di investimento orientata al **medio-lungo periodo** che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'**analisi** finanziaria con quella **ambientale, sociale e di buon governo**.



Secondo questa definizione, l'investimento sostenibile e responsabile si fonda su tre punti-chiave:

1. obiettivo di **generare rendimento** per l'investitore;
2. orientamento al **medio-lungo periodo**;
3. **integrazione dei criteri ESG** nella selezione dei titoli.

21. Agenda 2030 dell'ONU e Accordi di Parigi in particolare



Le origini dell'SRI sono di matrice religiosa. I primi investimenti basati su criteri non strettamente finanziari, infatti, sono riconducibili al movimento dei Quaccheri del XVII secolo, che vietavano di finanziare il commercio degli schiavi.

Bisogna però aspettare il XX secolo per il lancio, nel 1928, del primo fondo di investimento sostenibile (il Pioneer Fund), basato sulla strategia delle esclusioni (la selezione dei titoli si ispirava a principi etico-morali evitando i settori degli alcolici e del tabacco).

Negli anni '60 il movimento per i diritti civili negli USA, la guerra in Vietnam, l'apartheid in Sud Africa e altri eventi contribuirono ad accrescere la consapevolezza sociale e politica globale, portando la pratica degli investimenti sostenibili all'attenzione di molti investitori, sia religiosi, sia laici.

Negli anni '80 e '90, a fronte di un'attenzione crescente per le questioni ambientali, la sostenibilità ha assunto sempre maggior rilevanza nella società e nelle scelte di investimento²².

Gli anni 2000 hanno visto il passaggio da un approccio caratterizzato principalmente da esclusioni su base etico-religiosa all'integrazione degli aspetti ESG non soltanto nella definizione dell'universo investibile, ma anche nella selezione dei titoli e nel dialogo con le imprese. Più in generale, le motivazioni che spingono gli investitori a orientarsi verso l'SRI si diversificano: gli investimenti sostenibili, infatti, attraggono anche gli investitori interessati a una più efficace gestione dei rischi.

Negli ultimi anni, e in particolare a seguito dell'Accordo di Parigi del 2015, l'SRI si è esteso alle istituzioni che regolano i mercati finanziari e ai soggetti pubblici. Da un lato, è cresciuta la consapevolezza della rilevanza dei fattori ESG per la stabilità economica e finanziaria globale; dall'altro, i vantaggi dell'SRI attraggono sempre più attori pubblici, come mostra l'emissione di green bond a livello statale, regionale e municipale.

Gli investimenti sostenibili possono essere declinati secondo varie strategie – ognuna contraddistinta da specifici obiettivi e metodologie – che non sono auto-escludenti e possono quindi essere applicate allo stesso portafoglio e alle diverse classi di attivo (azioni, obbligazioni, private equity e private debt, ecc.). Di seguito le strategie SRI più diffuse²³ (cfr. Figura 3).

22. Il primo indice SRI, il KLD 400 Social Index (ora MSCI KLD 400 Social Index), è stato lanciato nel 1990.

23. Al momento non si dispone di una classificazione unica e condivisa sulle strategie SRI: in questo manuale si farà riferimento alla classificazione proposta dal Forum per la Finanza Sostenibile.

FIGURA 3. Le strategie SRI più diffuse

**Esclusioni:**

esclusione di alcuni emittenti, settori o paesi in base a determinati principi e valori (tra i criteri più utilizzati: armi, pornografia, tabacco ecc.).

**Convenzioni internazionali:**

selezione degli investimenti in base al rispetto di norme e trattati internazionali (i più utilizzati sono quelli definiti in sede OCSE, ONU e Agenzie ONU).

**Best in class:**

selezione o peso degli investimenti in portafoglio secondo criteri ESG, privilegiando i migliori all'interno di un settore, una categoria o una classe di attivo.

**Engagement:**

dialogo costruttivo con gli emittenti su questioni di sostenibilità ed esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario.

**Investimenti tematici:**

selezione dei titoli sulla base di uno o più temi ESG (ad esempio: cambiamenti climatici, efficienza energetica, salute, ecc.).

**Impact investing:**

investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intenzione di generare un impatto socio-ambientale positivo e misurabile, assieme a un ritorno finanziario.

Fonte: *Investiresponsabilmente.it*: <http://investiresponsabilmente.it/cose/>

Le dimensioni del mercato: mondo, Europa, Italia

Secondo i dati della Global Sustainable Investment Alliance²⁴, all'inizio del 2018 i **capitali investiti a livello globale secondo le strategie SRI ammontano a \$30,7 mila miliardi**. La crescita degli investimenti sostenibili e responsabili è stata del 34% in due anni (contro il 25,2% nel biennio precedente).

La maggioranza degli investimenti si concentra in Europa, che rappresenta il 46% del mercato SRI globale. Seguono gli USA con il 39%.

Per quanto riguarda il **mercato europeo**, l'ultima edizione dell'**European SRI Study**²⁵, pubblicato da Eurosif (cfr. Glossario, p. 113) a novembre 2018, conferma un'**attenzione sempre maggiore verso gli investimenti sostenibili**. A fronte di un mercato storicamente guidato dagli investitori istituzionali, la quota retail è in

24. La missione della Global Sustainable Investment Alliance è promuovere la conoscenza e la pratica degli investimenti sostenibili nel sistema finanziario e l'integrazione dei criteri di sostenibilità nei processi di investimento, in collaborazione con i Sustainable Investment Forum (SIF) attivi a livello locale (il mercato europeo è rappresentato da Eurosif). Per maggiori informazioni: <http://www.gsi-alliance.org/>

25. Eurosif 2018, *European SRI Study 2018*: <https://bit.ly/2Yb3za2>

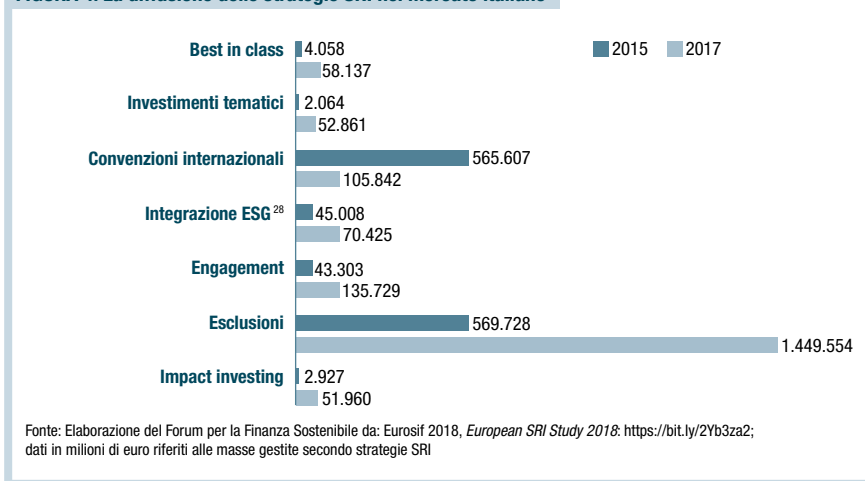
costante crescita, passando dal 3,4% nel 2013 al 30,8% del 2017. Inoltre, è in aumento la tendenza a integrare considerazioni in merito agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite²⁶ nelle strategie e nelle scelte d'investimento.

Nel biennio considerato (2015-2017) nel **mercato italiano** quasi tutte le strategie hanno registrato una crescita significativa²⁷, in coerenza con il trend europeo. In particolare:

- **esclusioni ed engagement** sono le strategie più diffuse;
- la selezione basata su **convenzioni internazionali** rimane la terza più diffusa in Italia;
- gli **investimenti tematici** hanno registrato la progressione più rapida;
- l'**impact investing** si conferma in forte crescita.

Con riferimento allo Studio Eurosif, occorre precisare che il dato complessivo delle masse gestite con criteri ESG non è disponibile. Come già ricordato, le strategie SRI monitorate sono trasversali rispetto alle asset class e non sono mutualmente esclusive: a uno stesso portafoglio di investimento si possono infatti applicare più strategie.

FIGURA 4. La diffusione delle strategie SRI nel mercato italiano



26. In Italia gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile sono promossi dall'Alleanza Italiana per lo Sviluppo Sostenibile (ASViS), una rete di istituzioni e organizzazioni della società civile che ha l'obiettivo di far crescere all'interno della società, nei soggetti economici e nelle istituzioni la consapevolezza dell'importanza dell'Agenda 2030. Per maggiori informazioni: www.asvis.it e Giovannini, Enrico 2018, *L'utopia sostenibile*, Roma-Bari: Laterza.

27. L'unica eccezione è rappresentata dalle convenzioni internazionali: il dato è legato alla riduzione delle masse gestite secondo il criterio delle esclusioni, strategia spesso utilizzata – insieme all'engagement – in combinazione con le convenzioni internazionali; inoltre, tale diminuzione potrebbe essere dovuta a una conoscenza ancora poco diffusa degli SDGs da parte degli operatori finanziari al momento della rilevazione (fino al 2017).

28. L'integrazione ESG è un approccio che prevede l'inclusione esplicita di fattori ambientali, sociali e di governance nell'analisi finanziaria. Sebbene non vi sia ancora una definizione condivisa a livello europeo, Eurosif ha identificato alcuni criteri per rilevare le masse gestite sulla base di questa strategia, quali l'introduzione di procedure formalizzate per l'integrazione dei temi di sostenibilità e la presenza di analisti ESG.

1.2. FAVORIRE LA CRESCITA DEL MERCATO: LA NECESSITÀ DI DEFINIZIONI E CRITERI CONDIVISI

Da più parti si sottolinea la necessità di introdurre **definizioni e criteri condivisi** per sviluppare il mercato SRI all'interno di una cornice comune, a beneficio sia degli investitori (istituzionali e retail), sia dei consulenti finanziari. Guidare e tutelare gli investimenti è infatti possibile solo se l'industria è in grado di definire parametri e standard comuni.

Dalla ricerca di mercato sugli investitori retail italiani condotta dal Forum per la Finanza Sostenibile e da Doxa nel 2017 emerge che il 45% dei rispondenti sarebbe disponibile a investire in prodotti SRI, ma al contempo chiede maggiori garanzie sui prodotti sottoscritti.

Chiarezza e trasparenza rappresentano due leve fondamentali per accrescere ulteriormente la fiducia dei risparmiatori nei confronti degli operatori e degli strumenti finanziari che si definiscono “sostenibili”. La conoscenza dei prodotti d'investimento acquistati è ancora limitata: solo il 4% dei risparmiatori ritiene di conoscere adeguatamente l'ambito di attività delle imprese in cui investe la propria banca/assicurazione o, comunque, legate ai propri prodotti d'investimento²⁹.

Ancora, secondo un recente studio condotto da UBS³⁰, il 72% degli investitori con elevati patrimoni³¹ percepisce confusione nell'utilizzo di termini come “SRI” o “ESG”. Meno del 50% mostra piena familiarità con concetti e definizioni legate agli investimenti sostenibili.

Infine, la terza edizione dello studio *Prodotti SRI: il coinvolgimento consulente-cliente*³², promosso da ETicaNews e da ANASF evidenzia come la maggior parte dei consulenti non sia soddisfatta delle informazioni che riceve sulla finanza sostenibile: il 63% le ritiene migliorabili e il 19% insufficienti.

Le istituzioni europee hanno intercettato questa necessità di maggior chiarezza e trasparenza: sia il report finale dell'HLEG³³, sia l'Action Plan della Commissione Europea citano la **mancanza di una definizione comune di investimento sostenibile** tra i **principali ostacoli allo sviluppo del mercato SRI**: l'introduzione di un linguaggio condiviso sulla finanza sostenibile sarà cruciale per colmare il divario tra gli investimenti effettivi e quelli necessari per la transizione verso un modello di crescita sostenibile.

29. Forum per la Finanza Sostenibile, Doxa 2017, *Il risparmiatore responsabile – Seconda edizione*, p. 9: <https://bit.ly/2zre714>

30. UBS 2018, *UBS Investor Watch. Rendimenti di valore. Approfondimenti globali e italiani: Cosa pensano gli investitori/2018*, Volume 2. Il report è scaricabile al seguente link: <https://bit.ly/2YBS2PV>

31. Dal 2012, UBS Investor Watch misura e analizza la fiducia degli investitori High Net Worth.

32. ETicaNews, ANASF 2018, *Prodotti SRI: il coinvolgimento consulente-cliente*, Atlante SRI 2018, 3^a edizione, pp. 4-5: <https://bit.ly/32X8SMC>

33. HLEG 2018, *Financing a sustainable European economy*, cit., pp. 15-19.

1.3. LA TASSONOMIA DELL'UNIONE EUROPEA SULLE ATTIVITÀ ECO-COMPATIBILI

La tassonomia è una classificazione delle attività economiche eco-compatibili concepita come strumento per guidare le scelte di investitori e imprese in vista della transizione verso una crescita economica priva di impatti negativi sull'ambiente e, in particolare, sul clima.



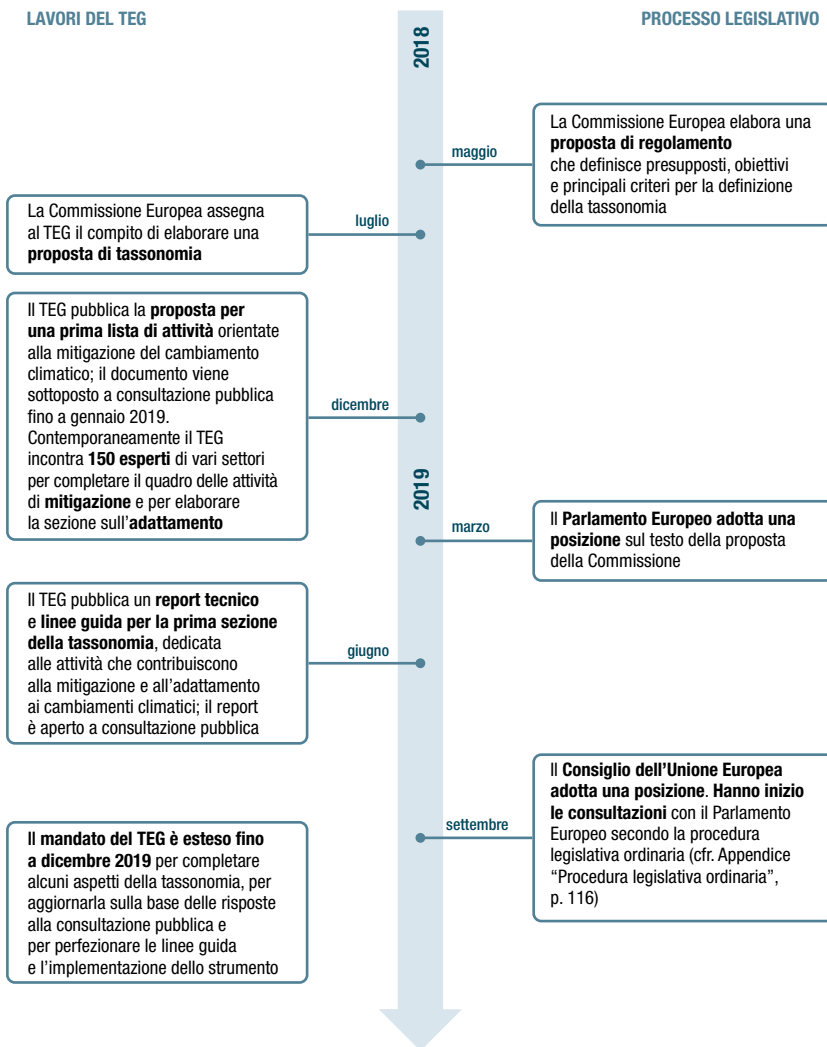
In risposta all'esigenza di criteri comuni per definire gli investimenti sostenibili, il report dell'HLEG e, successivamente, il Piano d'Azione della Commissione Europea³⁴ propongono l'introduzione di una tassonomia, ovvero un **sistema unificato** che fornisca chiarezza in merito alle **attività che possono essere considerate sostenibili** dal punto di vista ambientale e sociale; tale strumento potrebbe essere integrato gradualmente nel diritto dell'Unione Europea secondo modalità ancora in corso di definizione. L'obiettivo è incrementare la trasparenza del mercato e la fiducia degli investitori, orientando un maggior volume di investimenti in progetti sostenibili.

La proposta della Commissione Europea si concentra, per il momento, sui temi ambientali e climatici.

34. Commissione Europea 2018, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., pp. 4-5.

FIGURA 5. L'elaborazione della tassonomia

Nel grafico che segue si riassumono i principali passaggi dello sviluppo della tassonomia, evidenziando il processo legislativo, da un lato, e i lavori del TEG, dall'altro.

LAVORI DEL TEG**PROCESSO LEGISLATIVO**

Al termine del processo legislativo il materiale elaborato dal TEG costituisce la base per un atto delegato (cfr. Glossario, p. 109) della Commissione che implementa le disposizioni del regolamento

La tassonomia comprende una **lista di attività economiche** accompagnate da **criteri tecnici che ne misurano l'impatto ambientale**.

Le attività sono selezionate in base alla possibilità di contribuire a **sei obiettivi ambientali** identificati dalla Commissione Europea³⁵:

1. **mitigazione** del cambiamento climatico;
2. **adattamento** al cambiamento climatico;
3. uso sostenibile e protezione delle **risorse idriche e marine**;
4. transizione verso l'**economia circolare**, con riferimento anche a riduzione e riciclo dei rifiuti;
5. prevenzione e controllo dell'**inquinamento**;
6. protezione della biodiversità e della salute degli **eco-sistemi**.

Per essere eco-compatibile, un'attività deve soddisfare **quattro criteri**³⁶:

1. **contribuire positivamente** ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali;
2. **non produrre impatti negativi** su nessun altro obiettivo;
3. essere svolta nel rispetto di **garanzie sociali minime** (per esempio, quelle previste dalle convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro – OIL);
4. rispettare i **criteri tecnici** identificati dal TEG.

Nel corso del proprio mandato, il TEG si è concentrato sul cambiamento climatico, elaborando **raccomandazioni sulla mitigazione e sull'adattamento** (ovvero, i primi due obiettivi).

Il criterio di riferimento della classificazione è il **codice NACE**, la nomenclatura europea delle attività economiche; la procedura adottata per costruire lo schema prevede la **selezione di settori, attività e criteri tecnici**. Questi ultimi definiscono i **requisiti** di tipo quantitativo e/o qualitativo in base ai quali ciascuna attività:

- **contribuisce al raggiungimento di almeno uno dei sei obiettivi ambientali** (“Substantial contribution”);
- **non ostacola il raggiungimento degli altri obiettivi** (“Doing No Significant Harm” – DNSH).

Il TEG ha scelto di articolare la classificazione in base alle attività economiche e non alla tipologia delle aziende investibili per consentire a tutte le organizzazioni di comunicare al mercato la porzione delle proprie attività che contribuiscono agli obiettivi ambientali.

I criteri sono stati fissati ricorrendo a **competenze tecnico-scientifiche** di

35. Commissione Europea 2018, *Proposta di regolamento relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili*, 24 maggio 2018, art. 5: <https://bit.ly/2YCK9xG>

36. Ivi, art. 3.

esperti dei singoli settori e a **strumenti di classificazione già in uso** sui mercati finanziari. La tassonomia tiene in considerazione il **ciclo di vita** dei prodotti ed è – per quanto possibile – “**tecnologicamente neutrale**”, ovvero non soggetta a significative alterazioni con l’evoluzione tecnologica dei settori di riferimento. Inoltre, per garantire **dinamicità** e **flessibilità** allo schema, il TEG ha evidenziato i requisiti che potrebbero diventare più stringenti in fasi successive; per **esempio**, i livelli consentiti di emissioni di CO₂, che potrebbero ridursi fino a raggiungere l’obiettivo zero-emissioni).

La proposta di regolamento della Commissione Europea prevede l’istituzione di una **piattaforma multilaterale sulla finanza sostenibile**³⁷ formata da rappresentanti del settore pubblico ed esperti del settore privato; tale organo sarà incaricato di fornire assistenza all’uso della tassonomia e, all’occorrenza, aggiornare i criteri.

Le attività che contribuiscono alla mitigazione dei cambiamenti climatici

Con il termine “**mitigazione**” si fa riferimento all’insieme delle iniziative volte a limitare l’impatto delle attività umane sul clima attraverso la riduzione e/o la rimozione delle emissioni di gas a effetto serra. In vista del conseguimento di tale obiettivo, secondo la proposta del TEG la tassonomia include:

- **attività già compatibili con uno scenario a zero emissioni nel 2050** (per esempio, i mezzi di trasporto a zero emissioni³⁸);
- **attività che contribuiscono alla transizione verso un’economia a zero emissioni nel 2050**, pur non ancora coerenti con tale scenario (per esempio, gli impianti di generazione di energia elettrica a basse emissioni);
- **attività che rendono possibili quelle incluse nelle due precedenti categorie** (per esempio, la realizzazione di turbine eoliche o l’installazione di caldaie a elevata efficienza energetica).

Per raggiungere gli obiettivi citati, il TEG ha selezionato i settori che:

- presentano i livelli più elevati di emissioni di CO₂;
- possono contribuire a ridurre le emissioni di gas a effetto serra in altri settori.

37. Ivi, art. 15.

38. Secondo la proposta del TEG la tassonomia esclude le attività economiche che ostacolano il raggiungimento degli obiettivi di mitigazione (per esempio, la produzione di energia elettrica da fonti fossili), anche nei casi in cui presentano obiettivi di riduzione degli impatti ambientali: tali attività, infatti, non sono considerate compatibili con il raggiungimento dell’obiettivo “zero emissioni” nel 2050.

I settori identificati sono sette:

FIGURA 6. I settori che contribuiscono alla mitigazione dei cambiamenti climatici



Fonte: Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile da: TEG 2019, *Using the taxonomy*: <https://bit.ly/2GawIQD>

All'interno di questi settori sono state selezionate **67 attività**: per ciascuna di esse, il TEG ha individuato i **criteri tecnici** per determinare le **soglie quantitative** entro le quali vi è un contributo agli obiettivi di mitigazione e non si generano impatti negativi sugli altri obiettivi ambientali. Per esempio, per quanto riguarda il settore dei trasporti, le attività ferroviarie interurbane concorrono all'obiettivo di mitigazione se presentano zero emissioni oppure emissioni inferiori ai 50g di CO₂ per chilometro percorso da ogni passeggero³⁹.

39. EU Technical Expert Group on Sustainable Finance 2019, *Taxonomy Technical Report*, giugno 2019, p. 329: <https://bit.ly/2MScqvr>

Le attività che contribuiscono all'adattamento ai cambiamenti climatici

Il secondo ambito di classificazione della tassonomia riguarda l'obiettivo dell'adattamento al cambiamento climatico. Per “**adattamento**” si intende il miglioramento della capacità di prevedere e affrontare gli effetti negativi del cambiamento climatico, a fronte di danni presenti e/o futuri alle attività economiche, agli ambienti naturali e ai contesti sociali⁴⁰.

Le attività che rientrano in quest'ambito sono strettamente **legate alla dimensione locale** e si diversificano in base alla tipologia degli effetti climatici e ai contesti geografici, naturali, economici e sociali interessati.

Il TEG ha articolato questa sezione della tassonomia identificando **principi guida** per la selezione delle attività economiche e **criteri qualitativi** per la definizione dei requisiti.

I principi guida per identificare le attività economiche che contribuiscono all'adattamento sono:

1. **riduzione dell'esposizione ai rischi fisici** dell'attività stessa e/o del contesto ambientale e socioeconomico di riferimento;
2. **assenza di impatti negativi** sulla resilienza di altre attività o di altri contesti;
3. **effetti di adattamento** definibili e misurabili.

Il contributo all'adattamento può avvenire in due modi:

1. aumentando la **resilienza dell'attività economica** attraverso l'adozione di misure che riducono i rischi fisici (per esempio, in ambito agricolo, migliorando la capacità del suolo di trattenere l'acqua per limitare le conseguenze negative dei periodi di siccità);
2. incrementando la **capacità dell'attività economica di rendere più resiliente il contesto** ambientale, sociale ed economico di riferimento (per esempio, sviluppando sistemi satellitari per il monitoraggio dei fenomeni climatici e meteorologici).

Tutti i settori e le attività economiche devono migliorare la resilienza al cambiamento climatico e possono contribuire al miglioramento delle capacità di adattamento dei contesti di riferimento⁴¹.

40. Commissione Europea 2018, *Proposta di regolamento relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili*, cit., art. 7.

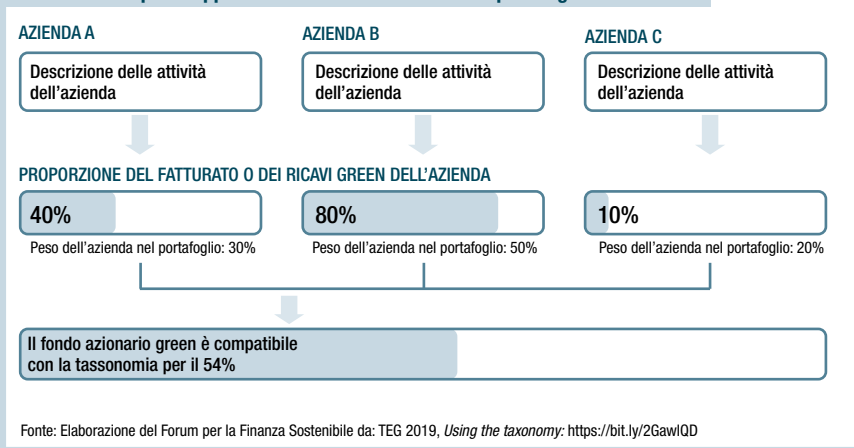
41. Per essere coerente con i presupposti della tassonomia, ciascuna attività economica rilevante ai fini dell'adattamento non deve ostacolare il raggiungimento degli altri obiettivi ambientali in altri settori. Pertanto, il TEG ha individuato una prima lista di macro-settori NACE che rispettano tali requisiti: 1) agricoltura, silvicoltura, pesca; 2) energia (elettricità, gas, vapore e climatizzazione); 3) tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT); 4) servizi finanziari e assicurativi; 5) attività scientifiche e tecniche; 6) fornitura delle risorse idriche, delle reti fognarie, dei rifiuti e delle attività di bonifica. Cfr: TEG 2019, *Taxonomy Technical Report*, cit., p. 37.

FIGURA 7. La tassonomia: linee guida

| A CHI È RIVOLTA? | A COSA SERVE? | COME SI USA? |
|--|---|--|
| <p>Agli operatori finanziari⁴² che qualificano come “sostenibili” dal punto di vista ambientale i prodotti finanziari che collocano sul mercato o acquistano, quali:</p> <ul style="list-style-type: none"> • fondi aperti; • fondi d’investimento alternativi; • prodotti assicurativi; • prodotti e schemi pensionistici; • gestioni di portafoglio. | <p>Per rendicontare sugli obiettivi ambientali perseguiti dai prodotti finanziari qualificati come “sostenibili”. La tassonomia non è vincolante; gli investitori possono fare ricorso anche ad altre metodologie di classificazione. La tassonomia può essere utilizzata anche per:</p> <ul style="list-style-type: none"> • sviluppare nuovi prodotti “verdi”; • esprimere preferenze d’investimento; • selezionare i titoli in cui investire; • impostare un dialogo con le imprese investite sui temi di sostenibilità (engagement); • misurare l’impatto ambientale di uno strumento finanziario. <p>La tassonomia può essere utilizzata anche dalle banche commerciali per mutui e prestiti “verdi”; da investitori internazionali come punto di riferimento per misurare la sostenibilità delle attività economiche nei mercati; dalle aziende per formulare decisioni di investimento e per adeguarsi alla classificazione con l’obiettivo di attrarre nuovi investimenti.</p> | <p>Ogni prodotto finanziario che intende qualificarsi come “sostenibile” deve includere informazioni sulla percentuale di investimenti nelle attività economiche secondo quanto definito dalla tassonomia. L’uso della tassonomia si concretizza in cinque fasi:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. individuare le attività in cui il prodotto investe che sono incluse nella tassonomia; 2. verificare il contributo ad almeno uno degli obiettivi ambientali; 3. verificare l’assenza di impatti negativi sugli altri obiettivi; 4. verificare il rispetto delle garanzie sociali minime; 5. calcolare il peso relativo degli investimenti nelle attività compatibili con la tassonomia rispetto alla totalità delle masse del portafoglio d’investimento. |

Fonte: Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile da: TEG 2019, *Using the taxonomy*: <https://bit.ly/2GawIQD>

FIGURA 8. Esempio di applicazione della tassonomia a un portafoglio azionario



42. Banche di investimento, imprese assicuratrici, asset manager, operatori previdenziali. Al momento, per le banche è previsto il ricorso solo volontario alla tassonomia per quanto riguarda i prodotti di credito, come per esempio mutui e finanziamenti.



L'industria bancaria sul Piano europeo

Sul Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile, pubblicato dalla Commissione Europea nel mese di marzo 2018, l'Associazione ha rappresentato alle istituzioni europee, direttamente e attraverso le posizioni della Federazione Bancaria Europea, il proprio sostegno per la transizione verso un modello economico sostenibile, anche in grado di supportare adeguatamente le organizzazioni che non si trovano ben posizionate allo stato attuale, affinché possano procedere alla transizione dal punto di vista ambientale, climatico, sociale e di buon governo.

Lo sviluppo della finanza sostenibile sarà incisivo con due precondizioni:

- lo **sviluppo di un ambiente regolamentare** (complessivo e non solo di settore) **favorevole allo sviluppo sostenibile** e che abbia standard chiari per orientare le attività economiche delle imprese e i flussi finanziari;
- **investimenti in attività sostenibili in grado di generare rendimento/remunerazione.**

Usabilità della tassonomia

ABI ritiene che il successo e l'usabilità della tassonomia dipenderanno dai seguenti aspetti, tra cui è cruciale la disponibilità dei dati:

Un linguaggio comune

ABI considera la tassonomia come un **linguaggio comune** che potrebbe essere applicato da tutti i partecipanti al mercato (finanziario e non finanziario). È tuttavia importante **distinguere tra l'uso volontario e obbligatorio**: si ritiene opportuno che, in termini generali, la possibile applicazione della tassonomia avvenga su base volontaria, e che invece ci sia l'obbligo di riferirsi ad essa solo per i prodotti finanziari commercializzati esplicitamente come sostenibili.

Semplicità

Quanto più la tassonomia includerà **informazioni semplici, chiare e inequivocabili** relativamente all'ecosostenibilità delle attività economiche oggetto di valutazione da parte degli operatori finanziari, tanto più **si eviteranno i rischi di "greenwashing"** e si consentirà la mobilitazione di tutti gli attori (banche e imprese) con i volumi di operatività e i tempi richiesti.

Operatività

L'usabilità della tassonomia dipenderà anche dal modo in cui sarà implementata considerando **l'automatizzazione dei processi e l'integrazione nei sistemi IT**. Se la finanza sostenibile rimanesse un processo molto "manuale", il numero di transazioni sostenibili non aumenterebbe.

Mitigazione e adattamento

Si apprezza che le attività incluse nella tassonomia siano considerate in virtù sia del loro contributo alla mitigazione (ad esempio, evitando o riducendo emissioni di gas serra), sia del loro contributo all'adattamento al cambiamento climatico già verificatosi e prevedibile nel futuro (ad esempio, incrementando la capacità di adattamento per siccità, alluvioni, innalzamento livello mari, costi energetici crescenti, ecc.). Infatti, è verosimile che **per le banche il rischio finanziario connesso al mancato adattamento del business dell'impresa al cambiamento climatico sia più rilevante** di quello legato a misure insufficienti attivate dall'impresa per la mitigazione del cambiamento climatico.

Disponibilità dei dati

È **fondamentale una “catena di informazioni coerenti”** che permetta agli operatori finanziari di avvalersi della tassonomia nella misura in cui i dati richiesti siano resi disponibili dalle imprese. Se le imprese clienti degli operatori finanziari non sono in grado di fornire i dati richiesti dalla tassonomia, vi è il rischio di sottorappresentazione dei settori ambientalmente sostenibili.

Ad oggi le Dichiarazioni Non Finanziarie non sono sufficienti per attingere i dati su cui l'Europa chiede alle banche di fare disclosure – si veda anche la nuova Comunicazione della Commissione Europea *Orientamenti sulle informazioni non finanziarie per quanto riguarda le informazioni connesse al clima*.

Un ruolo critico sarà giocato dagli incentivi di mercato o dal coinvolgimento diretto dei partecipanti ai mercati finanziari con le imprese ma, in ogni caso, occorre considerare che la qualità dei dati varia e ottenere dati di alta qualità, pertinenti e affidabili è costoso. La **disponibilità di dati ESG**, se non gestiti in modo appropriato, sarà una chiara **fonte di distorsione della concorrenza tra le più grandi società e le piccole e medie imprese**.

Il ruolo delle Associazioni di categoria è fondamentale per supportare la diffusione della consapevolezza e stimolare una rendicontazione che serva alle imprese per descrivere il proprio profilo di sostenibilità, in maniera strutturata e coerente con gli standard europei. Supportare le imprese in questo cammino significa prima di tutto aiutarle a valorizzare i diversi percorsi di eccellenza già in atto e portarli a fattor comune. Significa altresì sviluppare una domanda di servizi e prodotti bancari e finanziari di finanza sostenibile.

FINANZA VERDE PER LA STABILITÀ DEI MERCATI: IL RUOLO DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA



La **Banca Centrale Europea (BCE)** è da tempo impegnata nel contrasto al cambiamento climatico nell'ambito delle attività che rientrano nel proprio mandato: gestire la politica monetaria dell'Area Euro e mantenere la stabilità dei prezzi con l'obiettivo di favorire crescita e integrazione.

L'azione della BCE si concentra in tre ambiti:

1. **vigilanza bancaria**, al fine di incrementare la capacità delle banche di gestire i rischi climatici;
2. **stabilità finanziaria**, attraverso la misurazione e la valutazione dell'impatto dei rischi climatici sul sistema finanziario;
3. **politica monetaria**, con una maggior attenzione verso il mercato dei green bond nell'ambito dei programmi di acquisto.

In particolare, l'Istituto di Vigilanza Bancaria della BCE ha incluso il cambiamento climatico tra le principali fonti di rischio per il sistema bancario europeo, evidenziando gli **impatti materiali negativi** che possono derivare dai fenomeni atmosferici estremi – sempre più frequenti e distruttivi – e dai **rischi di transizione** a cui sono soggetti alcuni settori produttivi, come per esempio i combustibili fossili, i settori ad alta intensità energetica, le utility, i trasporti e l'edilizia. Pertanto, alle banche è richiesto di adottare misure adeguate a gestire l'esposizione verso tali settori⁴³.

Al momento, la **mancaza di definizioni condivise** e la **careza di dati ed evidenze empiriche** costituiscono un **ostacolo alla misurazione dell'impatto dei rischi climatici** sia sui singoli istituti bancari, sia sul sistema nel suo complesso. Per questi motivi, la BCE non ha ancora adottato requisiti o linee guida di vigilanza in riferimento ai rischi climatici; tuttavia, è in corso una collaborazione con le autorità nazionali competenti al fine di mettere in comune conoscenza ed esperienze.

Da maggio 2018 la BCE è membro del **Network for Greening the Financial System**, una rete internazionale di banche centrali e autorità di vigilanza volta a incoraggiare il monitoraggio e la gestione dei rischi climatici e a studiare soluzioni per supportare la transizione verso un'economia a bassa concentrazione di carbonio⁴⁴.

Inoltre, rappresentanti della BCE fanno parte del **TEG**, partecipando, in particolare, all'elaborazione della tassonomia.

E all'importanza della tassonomia fa riferimento anche la **Financial Stability Review** di maggio 2019: il documento include un approfondimento sui rischi climatici, con un'analisi sull'esposizione delle istituzioni finanziarie e sui possibili impatti per la stabilità dei mercati. *“Sviluppare una classificazione armonizzata delle attività eco-sostenibili – afferma lo studio – è una priorità per la Commissione Europea⁴⁵”*.

43. Banca Centrale Europea, Vigilanza Bancaria 2019, *ECB Banking Supervision: Risk Assessment for 2019*, p. 5: <https://bit.ly/2ODI1TI>

44. Per maggior informazioni: <https://bit.ly/2QaSOmU>

45. Levels, Anouk e Melo, Ana Sofia 2019, *Box A – A taxonomy for sustainable financial activities*, in Giuzio, Margherita, Krusec, Dejan, Levels, Anouk, Melo, Ana Sofia, Mikkonen, Katri e Radulova, Petya 2019, *Climate change and financial stability*, Banca Centrale Europea, Financial Stability Review, maggio 2019: <https://bit.ly/2yEIDh6>



La tassonomia verde dell'Unione Europea è il manifesto del Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile della Commissione e **la più controversa tra le iniziative in corso**. L'approvazione politica – ovvero l'accordo tra Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea – non è atteso prima dell'inizio del 2020 e da più di un anno è oggetto di un tiro alla fune tra le parti.

I punti di disaccordo in merito alla tassonomia sono numerosi. Fondamentalmente si tratta di una lista dettagliata di attività economiche definite come “verdi”, che aiuterà gli investitori a individuare dove allocare i capitali, e le aziende a comprendere quali sono le aspettative nei loro confronti dal punto di vista ambientale.

Il peso normativo sarà limitato: secondo il progetto iniziale, la tassonomia avrebbe dovuto essere efficace in quanto – in un contesto caotico di standard climatici e interessi commerciali – avrebbe rappresentato una guida affidabile e accreditata dall'Unione Europea, un vademecum per gli operatori che entrano nel mercato della finanza sostenibile e per i principali attori, piuttosto che una base per atti normativi di grande portata.

La proposta legislativa presentata dalla Commissione riguarda solo i soggetti finanziari che commercializzano fondi verdi in Europa; tutto ciò che essi dovranno fare è dichiarare come gli investimenti si collocano rispetto alla tassonomia. Sul piano della non obbligatorietà, la tassonomia dovrebbe stimolare il coinvolgimento e la rendicontazione volontaria da parte delle aziende; inoltre in futuro potrebbe costituire la base di nuove certificazioni e guidare modifiche ai requisiti di capitale minimo, che potrebbero essere introdotte nel quadro dell'implementazione dell'agenda europea.

Tuttavia: **alcuni ritengono la tassonomia troppo stringente; altri la vorrebbero più rigorosa**. Alcuni settori industriali europei hanno condotto una forte attività di lobby, per timore che una potenziale regolamentazione basata sulla tassonomia potesse limitare il loro accesso ai finanziamenti. Altre parti, inclusi i rappresentanti della Germania nel Consiglio dell'Unione Europea, vorrebbero stemperare la proposta per eliminare ogni elemento vincolante. Altri ancora vorrebbero estendere la portata della tassonomia per includere tutti i fornitori di prodotti finanziari, sostenendo che attualmente chi colloca prodotti ESG risulta svantaggiato a causa dei maggiori requisiti di rendicontazione, mentre gli altri operatori possono discostarsi dalla tassonomia senza alcuna penalizzazione.

Tra i principali nodi del dibattito sul **perimetro di applicazione** della regolamentazione, vi sono pareri discordanti sul perimetro della stessa tassonomia. Il fatto che siano in corso negoziati politici – e quindi che non vi sia un mandato ufficiale a introdurre la tassonomia – non ha impedito alla Commissione Europea di assumere un atteggiamento proattivo, conscia dell'urgenza di affrontare il cambiamento climatico e della grande quantità di lavoro che avrebbe comportato lo sviluppo di questo tipo di classificazione. La Commissione ha nominato un gruppo di operatori di mercato e di altri specialisti per assisterla nello sviluppo dei dettagli, prima di ricevere il via libera da parte del Parlamento e del Consiglio, e senza troppe modifiche rispetto alla proposta iniziale. Questo gruppo di esperti (noto come TEG)

a dicembre 2018 ha pubblicato una **traccia dei principi guida della tassonomia** – un approccio binario secondo cui le attività comprese erano o non erano “eco-compatibili”.

La **marcata evoluzione** di questi principi **nei sei mesi successivi** riflette la resistenza che essi hanno ricevuto dal mercato. Quando il TEG ha pubblicato la prima bozza a giugno 2019, la tassonomia era significativamente diversa. Oltre a essere più dettagliata – attualmente comprende le attività ammissibili, le soglie e i KPI⁴⁶ per 67 settori – non è più focalizzata sulle attività completamente eco-compatibili. Al contrario, include anche **attività di transizione**, che supporteranno le imprese nel passaggio a un sistema compatibile con lo scenario a 2°, ma che potrebbero essere ancora ad alta intensità di carbonio. Il cemento e l'acciaio, per esempio, risultano inclusi, nel tentativo di rappresentare realisticamente un'economia in una fase di transizione, evitando di creare un universo investibile “di nicchia” costituito da attività completamente verdi.

Questa modifica è stata ampiamente accolta dal mercato, tuttavia diverse ONG hanno rilevato la **mancanza di considerazioni di carattere sociale** nell'attuale tassonomia. Sono state introdotte “garanzie minime” in modo che le attività non ledano i diritti umani fondamentali, ma questo è tutto. In Parlamento si è dibattuto in merito alla possibilità di introdurre anche una tassonomia sociale, in luogo di semplici garanzie minime per le attività eco-compatibili. Un voto controverso all'inizio del 2019 ha respinto la proposta di inserire tali impegni.

Le proposte di revisione comprendevano anche progetti per lo sviluppo di una **tassonomia “brown”⁴⁷**, un altro dei principali punti di dibattito. Alcuni investitori e autorità di vigilanza ritengono che potrebbe essere più utile identificare le attività che pregiudicano l'Accordo di Parigi, dal momento che verosimilmente questi asset sono correlati con maggior evidenza al rischio d'investimento (rendendo tale informazione cruciale soprattutto per gli investitori del mercato obbligazionario). Tuttavia, nel corso dei lavori la Commissione Europea ha chiarito che l'intenzione non è “punire” imprese e investitori, pertanto non ha tenuto in considerazione le richieste per una versione brown della tassonomia. Anche il Parlamento Europeo ha respinto l'emendamento.

Dal momento che la proposta legislativa continua a essere al centro della contesa politica e che i contenuti della tassonomia saranno soggetti a molte altre revisioni nei prossimi mesi, molti punti restano aperti in merito a questo “dizionario” della sostenibilità.

46. Key Performance Indicator, Indicatori Chiave di Performance, *NdR*.

47. Con il termine brown activities (letteralmente “attività marroni”) si fa riferimento alle attività non eco-compatibili, per esempio quelle ad alta intensità di carbonio, *NdR*.

2.

**Comunicazione delle informazioni
sui temi di sostenibilità (disclosure ESG)**

Informazioni chiare e uniformi su come gli investitori istituzionali integrano i fattori di sostenibilità nelle politiche e nei processi d'investimento sono cruciali per incrementare la trasparenza e per accrescere il livello d'informazione sui temi ESG nei mercati finanziari.

Il primo paragrafo illustra i principali provvedimenti normativi europei e le norme di recepimento nell'ordinamento italiano sulla rendicontazione sui temi ESG ("disclosure"). Segue una breve analisi sul quadro frammentario che attualmente caratterizza la regolamentazione europea e nazionale (cfr. §2.1.); infine, si propone una descrizione dei principali contenuti del nuovo regolamento introdotto dalla Commissione Europea (cfr. §2.2.).

2.1. LA DISCLOSURE DEGLI INVESTITORI NELL'ATTUALE QUADRO NORMATIVO EUROPEO E ITALIANO

In ambito europeo, la rendicontazione sull'integrazione dei fattori di sostenibilità da parte degli investitori istituzionali ("disclosure ESG") è disciplinata da due direttive:

- Direttiva UE 2016/2341 sulle attività e sulla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (**IORP II**)⁴⁸;
- Direttiva UE 2017/828 sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (**Shareholder Rights – SRD II**)⁴⁹.

La **Direttiva IORP II** – recepita in Italia dal **Decreto Legislativo 147/2018**⁵⁰ in vigore dal **1° febbraio 2019**⁵¹ – si rivolge agli operatori previdenziali⁵². Il testo della norma evidenzia che i **temi di sostenibilità sono importanti per la politica d'investimento e per la gestione dei rischi** dei fondi pensione. Pertanto, tali soggetti sono **tenuti a dichiarare**:

- **se prendono in considerazione i criteri ESG** nelle scelte d'investimento;
- **come li integrano nella gestione dei rischi.**

48. Direttiva UE 2016/2341 relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP), 14 dicembre 2016: <https://bit.ly/30N3qdP>

49. Direttiva UE 2017/828 per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, 17 maggio 2017: <https://bit.ly/2PI40lq>

50. Decreto legislativo 147/2018, Attuazione della Direttiva (UE) 2016/2341 relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP), 13 dicembre 2018: <https://bit.ly/2OI1MIU>

51. La disciplina italiana sulla previdenza complementare risultava già più avanzata rispetto ai requisiti posti dalla Direttiva IORP II in materia di sostenibilità: infatti, il decreto legislativo che recepiva la precedente versione della direttiva richiedeva ai fondi pensione di comunicare se nelle scelte di gestione delle risorse tenessero in considerazione o meno i fattori ESG. Cfr: Decreto Legislativo 252/2005, Disciplina delle forme pensionistiche complementari, art. 6, 14: "*le forme pensionistiche complementari sono tenute ad esporre nel rendiconto annuale e, sinteticamente, nelle comunicazioni periodiche agli iscritti, se ed in quale misura nella gestione delle risorse e nelle linee seguite nell'esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori in portafoglio si siano presi in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali*". Citato in: Camilleri, Michaela 2018, "Le novità in materia ESG per i fondi pensione con il recepimento della IORP II", *Ilpunto pensionielavoro.it*, 5 novembre 2018: <https://bit.ly/2Kedmpo>

52. Più precisamente, la direttiva è rivolta agli enti pensionistici aziendali e professionali (EPAP). Cfr: Direttiva UE 2016/2341, art. 6.

In particolare, la norma fa riferimento alla rendicontazione dei temi ESG nei seguenti ambiti:

- sistema di governance;
- politiche d'investimento;
- valutazione e gestione dei rischi;
- informativa agli iscritti e ai potenziali aderenti.

Nel caso in cui non adottino criteri ESG, gli operatori previdenziali devono **motivare tale scelta** secondo il principio del “**comply or explain**”⁵³.

La **Direttiva Shareholder Rights** ha l'obiettivo di incoraggiare un **approccio di lungo periodo** e un **maggior attivismo** degli investitori istituzionali nell'esercizio del diritto di voto connesso alla partecipazione al capitale azionario delle imprese investite. L'effetto atteso è quello di favorire il **dialogo tra investitori ed emittenti** sulle politiche aziendali che s'inquadrano in obiettivi di medio-lungo periodo. La direttiva è stata recepita in Italia dal **Decreto Legislativo 49/2019**⁵⁴ in vigore dal 10 giugno 2019 (le disposizioni si applicano dal 10 giugno 2020).

IORP II E SHAREHOLDER RIGHTS II: IMPATTO E PROSPETTIVE PER GLI INVESTITORI PREVIDENZIALI

STEFANIA LUZI, AREA ECONOMIA E FINANZA, MEFOP



L'indirizzo intrapreso dal legislatore europeo per rafforzare il contributo degli investitori previdenziali a favore della finanza sostenibile è tracciato. I temi della sostenibilità e dei rischi associati agli aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG) dovranno permeare il sistema di governo dei piani previdenziali. Lo dettano le Direttive IORP II e Shareholder Rights (SRD II), in vigore rispettivamente dal 1° febbraio 2019 e dal prossimo 10 giugno 2020.

I riferimenti agli aspetti ESG sono presenti in più passaggi del decreto di recepimento della **Direttiva IORP II**: dal sistema di governo alla politica di investimento, dalla gestione dei rischi alle informazioni a favore degli iscritti effettivi e dei potenziali aderenti. I fondi pensione dovranno dotarsi di un sistema di governance in grado di assicurare anche la gestione dei rischi ESG che, al pari degli altri rischi gravanti sul portafoglio, possono incidere

53. Tale principio trova corrispondenza nella Loi de Transition Énergétique pour la Croissance Verte (art. 173), introdotta in Francia nel 2015: la norma vincola gli investitori istituzionali a misurare e dichiarare la propria esposizione ai rischi connessi al cambiamento climatico, secondo l'approccio del comply or explain. Per maggiori informazioni: Ecologique-solidaire.gouv.fr, *Loi de transition énergétique pour la croissance verte*, 13 dicembre 2016: <https://bit.ly/2zHS1PA> (ultimo accesso: 5 settembre 2019)

54. Decreto Legislativo 49/2019, Attuazione della Direttiva 2017/828 per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, 10 maggio 2019: <https://bit.ly/2y1v4wa>

sul valore degli investimenti. Le modalità con le quali la politica di investimento tiene conto dei fattori ESG dovranno essere riportate nel documento sulla politica di investimento, nel bilancio e nel prospetto delle prestazioni pensionistiche, oltre a essere rappresentate ai potenziali aderenti prima dell'adesione. L'integrazione dei criteri ESG è, tuttavia, una scelta ancora discrezionale.

Per quanto riguarda **SRD II**, la direttiva modifica la previgente 2007/36/CE, al fine di superare le criticità associate all'esercizio del diritto di voto (insufficiente impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi, scarsa trasparenza dei consulenti in materia di voto, difficoltà e onerosità del processo di voto, ecc.) e agevolare un maggiore attivismo degli investitori. La direttiva oggetto di modifica fa riferimento all'“*esercizio di alcuni diritti degli azionisti*”; la nuova direttiva reca, invece, l'espressione “*incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti*”, delineando un netto passaggio del concetto di attivismo da diritto esercitabile a funzione di responsabilità degli investitori previdenziali.

Le principali disposizioni contenute nel decreto sono:

- la **predisposizione, secondo il principio del comply or explain, di una politica di impegno**, delle modalità di attuazione e dei relativi risultati. Il mancato adempimento dovrà essere adeguatamente motivato. Come leggere la previsione del comply or explain? Per quanto l'adeguamento ai contenuti della direttiva sia volontario, l'opzione “explain” potrebbe esporre l'investitore previdenziale a un rischio reputazionale, soprattutto nel medio-lungo periodo, derivante dalla crescente permeabilità degli stakeholder alle tematiche ESG, una tendenza sempre più documentata da indagini di mercato e dalle scelte dei consumatori;
- l'obbligo di **rendere pubblico l'allineamento della strategia di investimento** con il profilo e la durata dei titoli azionari e il suo contributo al rendimento a medio-lungo termine;
- la **disclosure**, in caso di gestione convenzionata, **dei principali elementi dell'accordo con il gestore**, tra cui: la presenza di incentivi per favorire l'allineamento della politica di investimento al profilo dei titoli azionari e di scelte di allocazione basate sui risultati a medio-lungo termine della società; l'orizzonte temporale di valutazione dei risultati; l'obiettivo di rotazione del portafoglio; la durata della convenzione. È previsto anche un coinvolgimento dei gestori, che saranno tenuti a comunicare agli investitori in che modo la loro strategia si conforma ai contenuti del mandato conferito.

Il diritto di voto era già esercitabile secondo la disciplina di riferimento, ma difficilmente praticabile per effetto delle peculiarità del sistema italiano, quali l'obbligo della gestione convenzionata per i fondi negoziali, una sensibilità per le questioni ESG non ancora sufficientemente diffusa, nonché l'inadeguatezza delle strutture di governo ad affrontare le complessità del processo di voto. IORP II, mirando a un elevamento della governance dei fondi pensione e includendo gli aspetti ESG tra i fattori di rischio da valutare e gestire, sembra preparare la strada per gli adempimenti dettati da SRD II.

Iniziative di sistema potrebbero indubbiamente agevolare il superamento delle suddette criticità, una condivisione dei costi e una maggior capacità di influenza, favorita da masse in gestione più significative.

Le direttive sinteticamente descritte si applicano ai fondi pensione (negoziali, aperti e pre-esistenti). Per quanto le Casse Professionali non siano espressamente menzionate tra i destinatari, la veste di investitori istituzionali e la loro funzione sociale le spingono a un ruolo proattivo sulle questioni ESG, sia nella gestione di portafoglio, sia nei confronti delle società partecipate.

FIGURA 9. I criteri ESG nella Direttiva IORP II

| ARTICOLO | ARGOMENTO | COSA PRESCRIVE LA NORMA |
|-----------|---|---|
| 19, b) | Norme relative agli investimenti | I fondi pensione possono tenere conto del potenziale impatto a lungo termine delle decisioni d'investimento sui fattori ESG , in coerenza con il principio della persona prudente ⁵⁵ . |
| 21 | Requisiti generali in materia di governance | I fondi pensione devono dotarsi di un sistema efficace di governance che tenga in considerazione i fattori ESG connessi alle attività di investimento. |
| 25, 2, g) | Gestione del rischio | Il sistema di gestione dei rischi copre i rischi ESG connessi al portafoglio d'investimento e alla relativa gestione; i fondi pensione sono tenuti a segnalare periodicamente all'organo amministrativo, gestionale o di vigilanza i rischi a livello individuale e aggregato. |
| 28 | Valutazione interna del rischio | Nei casi in cui tengano conto dei fattori ESG nelle scelte d'investimento, ogni tre anni oppure in occasione di ogni variazione significativa del profilo di rischio, i fondi pensione devono effettuare una valutazione dei rischi nuovi o emergenti , compresi quelli relativi ai cambiamenti climatici, all'uso delle risorse e all'ambiente, ai temi sociali e al deprezzamento dei titoli in conseguenza di modifiche normative ⁵⁶ ; tali valutazioni devono essere adeguatamente documentate . |
| 30 | Documento che illustra la politica d'investimento | I fondi pensione devono comunicare il modo in cui la politica d'investimento tiene conto dei fattori ESG ; il documento dev'essere pubblicamente accessibile. |
| 41 | Informazioni da fornire ai potenziali aderenti | I fondi pensione devono comunicare ai potenziali aderenti , prima della loro adesione, se e come la strategia d'investimento prende in considerazione i fattori ESG . Se gli aderenti sono iscritti automaticamente, i fondi pensione devono comunicare tali informazioni tempestivamente, subito dopo l'adesione. |

Fonte: Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile

55. Il principio di persona prudente si riferisce all'obbligo dell'investitore di adottare misure adeguate per identificare, misurare, monitorare, controllare e gestire efficacemente i rischi di un'attività di investimento, agendo nel migliore interesse del cliente.

56. Per esempio, il deprezzamento dei titoli associati ai combustibili fossili, dovuto a una riduzione degli investimenti in tale settore per effetto dell'evoluzione normativa internazionale, europea e nazionale volta a ridurre le emissioni di CO₂ (il caso dei cosiddetti "stranded asset").

Le Direttive IORP II e SRD II non introducono alcun obbligo sull'integrazione dei fattori ESG, ma si limitano a prescrivere agli operatori previdenziali di comunicare se e come adottino tale pratica. I **criteri ESG non sono ancora adottati in maniera sistematica** da parte degli investitori istituzionali⁵⁷ e **gli investitori finali non ricevono informazioni chiare, complete e comparabili**.

Inoltre, il quadro risulta frammentato a causa dell'eterogeneità delle norme di recepimento negli Stati membri e della diffusione di pratiche di mercato che si basano su logiche e standard di natura commerciale, spesso di carattere nazionale e/o settoriale⁵⁸.

Tra le raccomandazioni formulate dall'HLEG si evidenzia la necessità di:

- **chiarire i doveri degli investitori istituzionali** in merito all'inclusione dei rischi legati agli aspetti ESG nella valutazione e gestione dei rischi finanziari;
- **migliorare l'informativa** agli investitori finali⁵⁹.

La Commissione Europea si è impegnata a presentare una proposta normativa volta a **"chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività"**⁶⁰.

2.2. IL NUOVO REGOLAMENTO EUROPEO SULLA DISCLOSURE ESG

Il 24 maggio 2018 la Commissione Europea ha pubblicato una **proposta di regolamento** rivolta agli investitori istituzionali e ai consulenti finanziari con l'obiettivo di introdurre **regole chiare e comuni sugli obblighi di trasparenza in merito all'integrazione dei rischi di sostenibilità** nei processi di investimento e nell'attività di consulenza.

57. Per esempio, nel report finale dell'HLEG viene citato l'European Asset Allocation Report di Mercer del 2017, che ha rilevato che solo il 5% dei fondi pensione dell'Unione Europea tiene in considerazione i rischi di sostenibilità nella gestione dei portafogli d'investimento. Per quanto riguarda il mercato italiano, uno studio realizzato dal Forum per la Finanza Sostenibile e da Mefop in collaborazione con MondoInstitutional ha rilevato che nel 2018 più di metà dei piani monitorati (27 su 42) non applicavano alcuna strategia d'investimento sostenibile. Cfr: Forum per la Finanza Sostenibile 2018, *Le politiche d'investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali – Quarta edizione*: <https://bit.ly/2YyYB9Q>

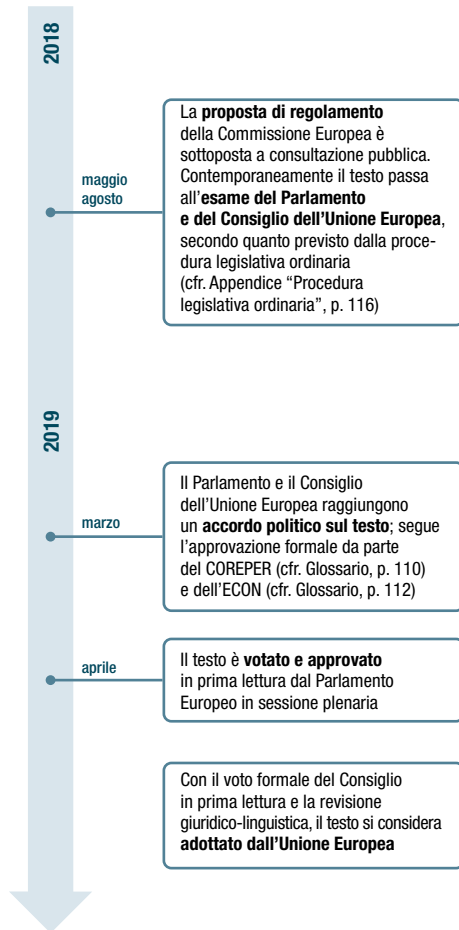
58. Per esempio, in un documento di lavoro della Commissione Europea per l'Italia viene menzionata la Carta dell'Investimento Sostenibile e Responsabile, sottoscritta da ABI, ANIA, Assogestioni e FeBAF nel 2012. Cfr: Commissione Europea 2018, *Commission Staff Working Document, Impact Assessment*, SWD(2018) 264 final, 24 maggio 2018, p. 153: <https://bit.ly/2ytOnsG>

59. HLEG 2018, *Financing a sustainable European economy*, cit., pp. 20-23.

60. Commissione Europea 2018, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., pp. 9-10.

FIGURA 10. Nuovo regolamento europeo sulla disclosure ESG: il processo legislativo

Nel grafico che segue si riassumono i passaggi principali del processo legislativo di approvazione del nuovo regolamento sulla disclosure ESG.



Fonte: Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile⁶¹

61. Cfr: Europarl.europa.eu, *Disclosures relating to sustainable investments and sustainability risks/after 2018-05*, Legislative train schedule: <https://bit.ly/32WquZ0> (ultimo accesso: 2 settembre 2019). Per consultare le risposte alla consultazione pubblica sulla proposta di regolamento della Commissione Europea si veda la pagina dedicata sul sito della Commissione Europea: <https://bit.ly/2YBrMcl>

Le nuove prescrizioni⁶² si basano su tre principi⁶³:

1. incremento dell'**informazione sui temi di sostenibilità nei mercati**, con l'obiettivo di contrastare il greenwashing⁶⁴;
2. **neutralità normativa**, che prevede l'applicabilità delle disposizioni da parte di tutti gli operatori di mercato coinvolti⁶⁵;
3. **parità di condizioni tra settori**, che garantisce l'uniformità di applicazione ai diversi prodotti finanziari interessati⁶⁶.

Il testo del regolamento approvato dal Parlamento Europeo e dal Consiglio dell'Unione Europea si rivolge ai "**partecipanti ai mercati finanziari**" (tra cui: imprese assicuratrici, asset manager e operatori previdenziali⁶⁷) e ai **consulenti finanziari**. Le disposizioni che si applicano agli operatori previdenziali costituiscono un emendamento alla Direttiva IORP II.

Il testo indica **le modalità** secondo cui i partecipanti ai mercati finanziari devono **comunicare agli investitori finali** come integrano i fattori di sostenibilità nelle proprie attività; inoltre, prescrive di fornire informazioni sugli **eventuali impatti negativi degli investimenti sugli obiettivi di sostenibilità** (per esempio, in termini di attività che inquinano le acque o che distruggono la biodiversità).

Secondo il regolamento, gli investitori e i consulenti sono tenuti a **pubblicare e aggiornare sui siti web** informazioni su:

- politiche di **integrazione dei rischi ESG** nei processi di investimento;
- politiche di **valutazione dei potenziali impatti negativi in termini di sostenibilità** derivanti dai processi di investimento (nei casi in cui gli investitori decidano di non prendere in considerazione questi impatti sono tenuti a motivare tale scelta secondo il principio del comply or explain);
- coerenza delle **politiche remunerative** con i rischi di sostenibilità.

Nell'**informativa precontrattuale** devono essere fornite informazioni su:

- **integrazione dei rischi ESG** nei processi di investimento;

62. Nell'analisi che segue sui contenuti della normativa si fa riferimento al testo approvato in prima lettura dal Parlamento Europeo il 18 aprile 2019: Parlamento Europeo 2019, *Risoluzione legislativa sulla proposta di regolamento sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della Direttiva (UE) 2016/2341*: <https://bit.ly/2ZfsNUD>

63. Commissione Europea 2019, *Unione dei mercati dei capitali: la Commissione plaude all'accordo sulle norme in materia di informativa sugli investimenti sostenibili*, Comunicato stampa, 7 marzo 2019: <https://bit.ly/2Y8smiC>

64. Con il termine "greenwashing" si fa riferimento a strategie di marketing volte a promuovere dichiarazioni infondate o fuorvianti sulle caratteristiche di sostenibilità di prodotti e servizi o di determinate pratiche aziendali.

65. Il regolamento stabilisce che le tre autorità europee di vigilanza (EBA, EIOPA ed ESMA – cfr. Glossario, pp. 112-113), e in particolare il loro comitato congiunto, provvederanno a potenziare la convergenza e l'armonizzazione dell'informativa in tutti i settori interessati.

66. In particolare, il regolamento disciplina i seguenti settori dei servizi finanziari: fondi di investimento; prodotti assicurativi con elementi di investimento; pensioni private e professionali; gestione di portafogli individuali; consulenza in materia assicurativa e di investimento. Cfr: Commissione Europea 2019, *Unione dei mercati dei capitali: la Commissione plaude all'accordo sulle norme in materia di informativa sugli investimenti sostenibili*, cit.

67. Parlamento Europeo 2019, *Risoluzione legislativa sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità*, cit., art. 2, a).

- potenziali **impatti negativi dei processi di investimento in termini di sostenibilità**;
- potenziali **impatti dei rischi ESG sul rendimento** dei prodotti.

Inoltre, per i **prodotti che dichiarano di perseguire obiettivi ambientali e/o sociali** occorre esplicitare nell'**informativa precontrattuale** e nelle **comunicazioni periodiche**:

- come tali obiettivi sono perseguiti;
- in che misura eventuali indici di riferimento siano in linea con tali obiettivi e come si distinguano da altri indici non ESG;
- quali sono gli impatti complessivi del prodotto sui temi di sostenibilità.

La definizione di “investimento sostenibile”

Un passaggio significativo del regolamento consiste nella definizione di investimento sostenibile⁶⁸. Con tale termine ci si riferisce a: **investimenti in attività economiche che contribuiscono a un obiettivo ambientale⁶⁹ e/o sociale⁷⁰** nel rispetto di due condizioni:

- **non devono arrecare danni significativi a nessuno degli obiettivi ambientali e sociali**;
- **le imprese che beneficiano di tali investimenti devono attenersi a prassi di buona governance**, in particolare per quanto riguarda la solidità delle strutture di gestione, le relazioni con il personale, le politiche di remunerazione e il rispetto degli obblighi fiscali.

L'integrazione dei criteri ESG nel dovere fiduciario: una questione aperta

Il testo del regolamento sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità costituisce una **versione di compromesso tra la proposta iniziale della Commissione Europea e le posizioni del Parlamento Europeo e del Consiglio** dell'Unione Europea (cfr. Glossario, p. 110). L'analisi dell'evoluzione del testo normativo consente di cogliere la differenza di posizioni tra le istituzioni europee su alcuni temi, che rimangono oggetto di discussione anche tra gli operatori finanziari.

Per esempio, la formulazione originale riconosceva alla **Commissione Europea** il potere di emanare **atti delegati** (cfr. Glossario, p. 109) **per introdurre l'integrazione dei rischi ESG nel concetto di dovere fiduciario⁷¹ nell'ambito della Direttiva IORP II**. L'articolo 10 della proposta recitava:

68. Ivi, art. 2, o).

69. L'obiettivo ambientale è misurato mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse su: impiego di energia, impiego di energie rinnovabili, utilizzo di materie prime e di risorse idriche e uso del suolo, produzione di rifiuti, emissioni di gas a effetto serra, impatto sulla biodiversità e sull'economia circolare.

70. In particolare gli investimenti che contribuiscono alla lotta contro la disuguaglianza, che promuovono la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali e gli investimenti in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate.

71. Il dovere fiduciario rappresenta il vincolo per l'investitore ad agire nel migliore interesse del cliente.

Alla Commissione è conferito il potere di adottare, mediante atti delegati in conformità dell'articolo 60 bis, misure volte ad assicurare che: a) si tenga conto del principio della "persona prudente" in relazione alla considerazione dei rischi ambientali, sociali e di governance; b) le decisioni di investimento interne e i processi di gestione del rischio includano i fattori ambientali, sociali e di governance.

La proposta ha incontrato la ferma opposizione delle associazioni di categoria degli operatori previdenziali e, in particolare, di PensionsEurope (l'associazione di categoria europea) e dell'ABA (l'associazione di categoria tedesca), che rivendicavano il diritto a una maggior discrezionalità dei fondi pensione nel valutare l'interesse degli aderenti, anche in relazione alle specificità dei mercati nazionali. Per effetto di questa opposizione, l'articolo 10 della proposta di regolamento è stato eliminato dalla versione di compromesso⁷².

L'integrazione dei criteri ESG nel dovere fiduciario rappresenta una questione aperta su cui sarà necessario promuovere ulteriori confronti tra le parti.

L'integrazione dei criteri ESG negli stress test degli investitori previdenziali

Un punto di svolta per l'integrazione delle considerazioni di sostenibilità nelle attività degli investitori previdenziali europei è rappresentato dall'introduzione dei criteri ESG negli stress test biennali di EIOPA (cfr. Glossario, p. 112).

Il 2 aprile 2019 sono state esplicitate **le informazioni che l'autorità di vigilanza prenderà in considerazione per valutare la solidità patrimoniale degli operatori previdenziali** e, più in generale, la capacità di far fronte a possibili scenari di rischio. Le informazioni richieste sono di due tipi: qualitative e quantitative⁷³. Per quanto riguarda la prima categoria, gli operatori previdenziali dovranno chiarire se e in quale misura riducono la propria esposizione ai rischi ESG e contribuiscono alla mitigazione dei rischi di sostenibilità nel contesto sociale in cui operano. I dati quantitativi da fornire consistono invece in una classificazione degli investimenti in base alle attività economiche finanziate, che consentirà di misurare il livello di emissioni di CO₂ dei portafogli di investimento.

72. Rust, Susanna 2018, "EU Council scraps IORP II delegated acts from green finance proposal", *IPE.com*, 20 dicembre 2018: <https://bit.ly/32WV5pi>

73. EIOPA 2019, 2019 IORP *Stress Test Specifications*, 29 marzo 2019, p. 7: <https://bit.ly/2XmEWpE>



Etica Sgr è una società di gestione del risparmio 100% sostenibile e responsabile, nata nel 2000 con la convinzione che integrare i criteri ESG (ambientali, sociali e di governance) nelle scelte d'investimento significa creare valore nel lungo periodo. Il track record di Etica Sgr ha dimostrato negli anni che è possibile ottenere valore in termini finanziari, ovvero di rendimento aggiustato per il rischio e, contemporaneamente, impatti positivi per società e ambiente.

Numerosi studi hanno dimostrato che l'investimento sostenibile e responsabile è in grado di generare **performance competitive** rispetto al mercato. Inoltre, in periodi di forte volatilità, consente di **mitigare il rischio finanziario**. Questo perché l'analisi ESG condotta sui titoli permette al gestore di ottenere un controllo più completo dei rischi e aiuta a selezionare le realtà più sostenibili nel lungo periodo.

Investire in modo sostenibile sarà sempre più indispensabile per il Pianeta che ci ospita, lo dice anche la Commissione Europea che, con la pubblicazione dell'Action Plan, identifica le azioni da intraprendere affinché il sistema finanziario vada in una direzione sempre più sostenibile e assolva al suo ruolo di supporto dell'economia.

Il Rischio ESG di Etica Sgr

Il **Rischio ESG** è una metodologia proprietaria messa a punto da Etica Sgr. Il Rischio ESG presenta un connotato statistico e predittivo, che si pone l'obiettivo di calcolare il rischio derivante da fattori riconducibili a problematiche ESG, che abbiano impatto sulle performance dei titoli di un fondo comune.

Ad ogni titolo presente nel portafoglio dei fondi di Etica Sgr viene assegnato un punteggio ESG: più alto ai titoli di aziende e paesi virtuosi, più basso a quelli meno attenti a queste tematiche. Tutto ciò permette di organizzare i titoli in classi di Rischio ESG. Data questa distribuzione, risulta che il Rischio ESG è tanto più basso quanto più i titoli virtuosi in termini ESG si concentrano nelle classi con punteggio più elevato.

La metrica ha dimostrato una robusta corrispondenza statistica tra Rischio ESG e il tradizionale rischio finanziario rappresentato dal VaR (Value-at-Risk) non diversificato, che consiste nella perdita potenziale su una posizione investita in un certo orizzonte temporale. Questa **correlazione statistica** si registra sia a livello settoriale sia per paese. Un fondo con un VaR più elevato presenta anche un Rischio ESG più rilevante e un fondo con un Rischio ESG contenuto è caratterizzato da un VaR modesto.

La doppia lente: rischio finanziario e rischio ESG

Considerando solo i fattori di rischio ESG attraverso un'analisi sotto stress e via VaR si riesce a stimare il peso della sola componente ESG, generalmente compreso tra il 5 e il 10% del rischio complessivo. Un risultato che Etica Sgr ritiene molto rilevante.

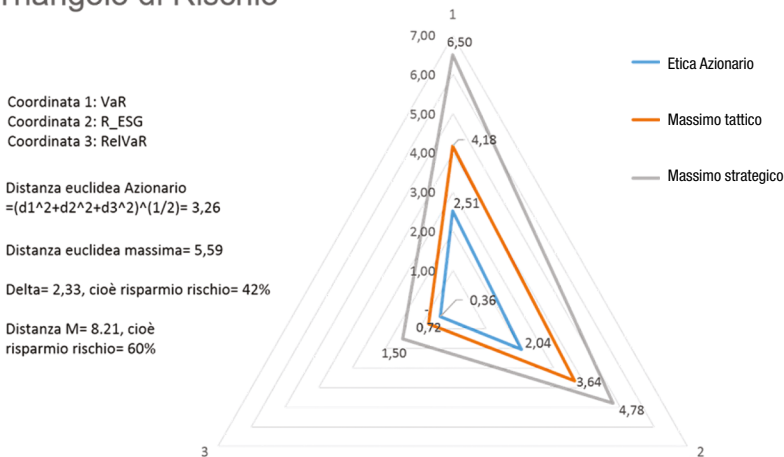
È possibile anche calcolare il **risparmio di rischio complessivo** dell'investimento reale del fondo rispetto all'ipotetica allocazione a massimo rischio sostenibile e al mercato di

riferimento. Consideriamo un vettore (R) a tre componenti: il rischio finanziario espresso come **VaR**, il **Rischio ESG** e il **Relative VaR**. Graficamente otteniamo un triangolo in tre coordinate (figura 1): quello corrispondente all'allocazione reale del fondo Etica Azionario (di colore blu) è contenuto in due triangoli di rischio più estesi, identificati rispettivamente come **massimo tattico** (arancione) e **massimo strategico** (grigio).

Con riferimento al massimo strategico, il risparmio di rischio (espresso tramite differenza con la norma di R del fondo) è intorno al 60%.

Figura 1

Triangolo di Rischio



Possiamo pertanto concludere che la misurazione del Rischio ESG è uno strumento in più a disposizione degli investitori e che, probabilmente, è destinato ad acquistare sempre più importanza nella scelta degli investimenti.

Una nuova tipologia di frontiera efficiente

L'importanza di considerare le variabili ESG nell'analisi e valutazione di un portafoglio si evince chiaramente anche realizzando una **nuova tipologia di frontiera efficiente**, che mette in relazione il rendimento del portafoglio con il suo rischio complessivo, che viene chiamato "olistico" in Etica Sgr e include variabili finanziarie tradizionali e variabili non finanziarie (ESG).

Grafico 1

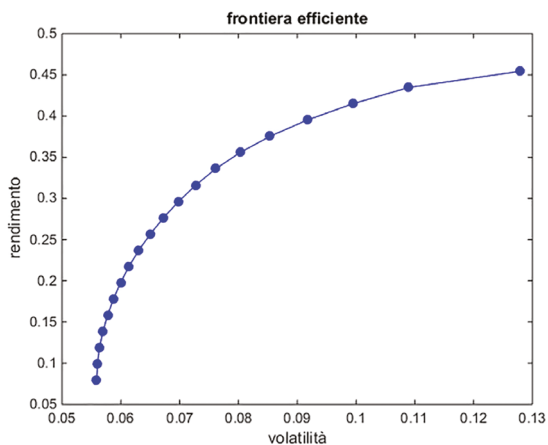
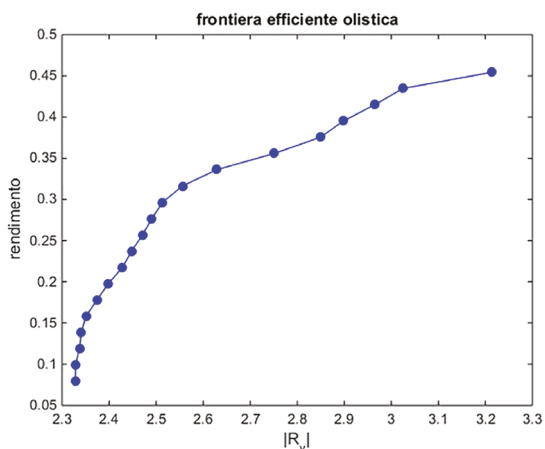


Grafico 2



Fonte: Etica Sgr – Elaborazioni a cura del team Risk Management

Il grafico 1 mostra una frontiera efficiente “tradizionale”, come siamo abituati a considerarla, cioè con i portafogli ordinati secondo il rapporto rendimento-volatilità. Il grafico 2 mostra invece una nuova frontiera efficiente, che ha sull’asse delle ascisse il modulo del rischio vettore, ovvero la visione olistica del rischio R_v (che considera il VaR, il Relative VaR rispetto all’Universo Investibile di Etica Sgr e il Rischio ESG).

Il confronto evidenzia, da una parte, come la frontiera efficiente resti sostanzialmente valida per forma e tendenza della curva ma, dall’altra, mostra che considerare anche il Rischio ESG (ed il RelVaR) modifica la forma della frontiera al punto che, se si ignorasse, si sovrastimerebbe il rendimento atteso a parità di rischio, andando incontro a potenziali amare sorprese. Il calcolo del Rischio ESG rappresenta un primo passo verso l’integrazione tra aspetti di rischio finanziario e ESG, fornendo all’investitore una **visione olistica della rischiosità totale** del proprio investimento.

2.3. LA DISCLOSURE ESG DELLE AZIENDE: LE NUOVE LINEE GUIDA PER LA DICHIARAZIONE NON FINANZIARIA

Il 18 giugno 2019 la Commissione Europea ha aggiornato le **linee guida per le aziende sulla comunicazione agli investitori delle informazioni sul cambiamento climatico**⁷⁴. Le indicazioni hanno carattere non vincolante e costituiscono un supplemento alle linee guida che già accompagnano la Direttiva 2014/95⁷⁵ sulla rendicontazione non finanziaria (DNF). Attualmente, la DNF si applica a circa 6.000 società quotate, banche e compagnie di assicurazione. Le linee guida non vincolanti (Non-binding Guidelines) hanno l'obiettivo di fornire agli investitori informazioni più chiare e complete in merito sia agli effetti del cambiamento climatico sulle imprese, sia agli impatti delle attività aziendali sul clima⁷⁶.

LE NUOVE NON-BINDING GUIDELINES A INTEGRAZIONE DELLA NON-FINANCIAL REPORTING DIRECTIVE

SARA LOVISOLO, GROUP SUSTAINABILITY MANAGER, LONDON STOCK EXCHANGE GROUP
E MEMBRO DEL TEG



Le nuove Non-binding Guidelines (NBGs) pubblicate dalla Commissione Europea nel giugno 2019 sono ad oggi l'unico strumento attraverso cui l'**Unione Europea integra esplicitamente nel suo impianto normativo le raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)** – lo standard di reporting voluto dal Financial Stability Board, guidato da Mark Carney, come risposta del settore finanziario all'accordo di Parigi sul clima.

L'operazione svolta dal TEG, che ha offerto alla Commissione Europea le raccomandazioni sulle quali le nuove NBGs sono ampiamente basate, non è stata banale. La Non-Financial Reporting Directive (NFRD) – approvata nel 2014, prima dell'Accordo di Parigi – ha infatti un approccio ai temi di sostenibilità largamente impostato sul modello dei Guiding Principles on Business and Human Rights delle Nazioni Unite, come dimostrato dalla rilevanza data a politiche aziendali, due diligence e risultati nelle modalità di reporting. E questa impostazione si sostanzia nell'individuare come “materiali” – ossia rilevanti ai fini della comprensione della posizione del soggetto che fa reporting – anche gli impatti che l'orga-

74. Commissione Europea 2019, *Comunicazione della Commissione – Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima*, 20 giugno 2019: <https://bit.ly/2lWIEd6>

75. Direttiva 2014/95 recante modifica della Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni, 22 ottobre 2014: <https://bit.ly/2jXFleu>

76. Le linee guida si basano sul lavoro svolto dal TEG, che a gennaio ha pubblicato un report e lo ha sottoposto a consultazione pubblica, ricevendo 70 riscontri. La Commissione Europea ha considerato sia il report del TEG, sia le risposte alla consultazione nell'elaborazione del documento finale.

nizzazione ha sull'ambiente, la società, i dipendenti, i diritti umani, la corruzione. Il modello TCFD invece ha una visione diametralmente opposta – preoccupandosi principalmente di mitigare e anticipare gli impatti che la risposta al cambiamento climatico (transition risks) e il cambiamento climatico stesso (physical risks) potrebbero avere sul sistema finanziario. Da questa divergenza, la decisione di introdurre nelle NBGs il **concetto di “doppia materialità”**, per rendere più esplicito il principio già stabilito dalla NFRD che anche gli impatti esterni al perimetro contabile delle attività aziendali (si è usato il termine “non-financial”) abbiano una rilevanza ai fini della valutazione di una decisione di investimento. L'analisi di (doppia) materialità stabilito come principio a monte ha poi consentito alla Commissione di presentare una lista di indicatori senza necessità di ulteriori qualificazioni (mentre nel rapporto del TEG erano distinti per Type I, II, III in base al livello di esposizione dell'organizzazione ai rischi climatici).

Gli **indicatori** o KPIs sono forse l'elemento delle NBGs maggiormente atteso dagli stakeholder, e il più innovativo anche rispetto alle raccomandazioni TCFD. Forniscono linee guida precise sulla rendicontazione delle emissioni di gas serra, incluse le emissioni Scope 3⁷⁷, la definizione di obiettivi di riduzione delle emissioni, l'esposizione ai rischi climatici fisici. Indicatori specifici per banche e assicurazioni vanno oltre gli esempi forniti dal TCFD, con l'obiettivo generare un flusso di informazioni rilevante per gli utilizzatori dei dati. Questi – nel contesto dell'Action Plan on Financing Sustainable Growth (Action Plan) – si sono arricchiti di nuovi soggetti, tra cui le autorità o ESAs (European Supervisory Authorities – EBA, EIOPA ed ESMA – cfr. Glossario, pp. 112-113) che hanno ora nel loro mandato l'integrazione della sostenibilità nelle loro attività di vigilanza. ESMA, EBA e EIOPA hanno bisogno di dati da monitorare e interpretare e la loro comparabilità è di fondamentale importanza. Tra le novità introdotte dalle NBGs c'è anche l'indicazione di **pubblicare informazioni** relative alle attività “green” o più precisamente **allineate alla tassonomia** proposta dalla Commissione. Le società con esposizione ad attività della tassonomia attraverso prodotti o servizi che danno un significativo contributo ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali elencati dalla proposta di regolamento sono invitate a dare indicazione del fatturato e degli investimenti associati a queste attività. La disponibilità di dati economici come fatturato e investimenti è infatti necessaria per poter tradurre la tassonomia in decisioni di investimento da parte di investitori e banche.

Le NBGs non vanno viste in isolamento. Il rafforzamento della qualità del reporting di sostenibilità in Europa è stato sempre considerato dagli stakeholder un **prerequisito per poter implementare altre misure dell'Action Plan**. Oltre al nuovo mandato dell'ESAs menzionato sopra, e alla tassonomia, il regolamento su disclosure di sostenibilità nel set-

77. Gli Scope rappresentano una delle modalità più utilizzate per la classificazione delle emissioni di gas a effetto serra, proposta dal Greenhouse Gas Protocol. Nello Scope 1 sono comprese le emissioni derivanti da fonti di proprietà o controllate dall'impresa in oggetto; lo Scope 2 include le emissioni connesse con l'energia che l'impresa acquista, anzitutto ai fini dei consumi elettrici; infine, lo Scope 3 ingloba tutte le emissioni connesse all'attività dell'azienda che non rientrano né nello Scope 1 né nello Scope 2 (per esempio, le emissioni relative alla mobilità dei dipendenti, alla catena di fornitura, all'utilizzo dei beni prodotti, ecc.). Per maggiori informazioni: <https://ghgprotocol.org/>

tore finanziario approvato nel marzo 2019 richiederà la disponibilità di dati di sostenibilità relativi agli asset investiti affinché gli investitori possano adempiere ai loro obblighi di integrazione di considerazioni ESG nelle loro decisioni di investimento, e nella loro governance e sistema di gestione del rischio.

Le NBGs introducono molti elementi di novità che hanno il potenziale di migliorare la qualità del reporting di sostenibilità in Europa con contenuti – tra cui il preciso riferimento a standard globali – che confermano la leadership europea nell’ambito della sostenibilità. Ma quali sono le prospettive future?

La domanda che molto spesso viene rivolta ai membri del TEG è se le NBGs resteranno volontarie – come è nella natura delle raccomandazioni TCFD – o verranno rese obbligatorie. Altri stakeholder propongono una totale revisione della Accounting Directive, in considerazione del tempo limitato a nostra disposizione per poter rispondere all’emergenza climatica, come denunciato dall’IPCC. Altri stakeholder notano come sia solo dal 2018 che le società europee stiano rendicontando sulla base della NFRD e ulteriori cambiamenti – sulla base di evidenza limitata – creerebbero solo inefficienza e confusione.

Un’impressione che emerge dai lavori su diverse misure previste dall’Action Plan è che non sia possibile valutare ciascuna di esse separatamente. Il successo dell’Action Plan – ossia la sua capacità di mobilitare le risorse del settore finanziario per il raggiungimento degli obiettivi dell’Accordo di Parigi e i Sustainable Development Goals – dipenderà dalla qualità dell’implementazione delle azioni realizzate e dall’interazione di tutti gli attori del mercato in un contesto chiaro e con chiari business case per tutti gli operatori coinvolti.

L’ATTIVITÀ DELL’EFRAG PER LA REPORTISTICA SUL CLIMA:

LA PROJECT TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED REPORTING DELL’EUROPEAN LAB

ANDREA GASPERINI, RESPONSABILE SOSTENIBILITÀ E OSSERVATORIO ESG DI AIAF

(ASSOCIAZIONE ITALIANA PER L’ANALISI FINANZIARIA)

ELENA FLOR, RESPONSABILE CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY, GRUPPO INTESA SANPAOLO



Per misurare in maniera accurata i rischi climatici, aziende e investitori necessitano di dati completi, coerenti, affidabili, comparabili e chiari. Le aziende europee già traggono vantaggio dalle indicazioni dell’European Non-Financial Reporting Directive (NFRD) ma è necessario andare oltre. Per questo a marzo 2018 la Commissione Europea ha chiesto all’EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) di avviare l’**European Lab** come parte del Piano d’Azione sulla finanza sostenibile. Compito di tale organo è quello di **aiutare a identificare e diffondere le migliori pratiche di reportistica**, un passo importante per sviluppare un settore finanziario più sostenibile.

A settembre 2018 l’Assemblea Generale dell’EFRAG ha approvato l’istituzione dell’**European Corporate Reporting Lab** (“European Lab@EFRAG”) con l’obiettivo di stimolare le innovazioni nell’ambito della reportistica aziendale in Europa attraverso l’identificazione e la

diffusione di buone pratiche. L'European Lab@EFRAG serve l'interesse pubblico europeo⁷⁸. Focus iniziale delle attività dell'European Lab è sulla **reportistica di sostenibilità**. Tuttavia, anche altri argomenti relativi alla reportistica aziendale non direttamente menzionati nel Piano d'Azione della Commissione Europea o che non si riferiscono ai fattori di sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG) potrebbero essere potenziali temi d'interesse per l'European Lab.

Il 15 febbraio 2019 a Bruxelles EFRAG ha annunciato che il Gruppo Direttivo dell'European Lab ha nominato i 23 membri – presidente Michele Lacroix – della Project Task Force per un **primo progetto sulla reportistica relativa al clima** (la "PTF on Climate-related Reporting"); i membri sono stati selezionati a partire da un elevato numero di candidati provenienti da un ampio spettro di categorie di stakeholder e di realtà nazionali⁷⁹. Tutti i membri nominati hanno esperienza pratica e competenza in tema di reportistica sul clima e provengono da aziende di diverse dimensioni, da operatori che utilizzano la reportistica aziendale (analisti e investitori), da professioni contabili, dalla società civile, dal mondo accademico e da altre organizzazioni.

I membri italiani sono Elena Flor (Responsabile Corporate Social Responsibility del Gruppo Intesa Sanpaolo), Andrea Gasperini (Responsabile Sostenibilità e Osservatorio ESG di AIAF) e Giulia Genuardi (Head of Sustainability Planning and Performance Management di Enel). Il focus principale è sulle **raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) del Financial Stability Board**, tenendo opportunamente in considerazione anche le linee guida non vincolanti della Commissione Europea sulla rendicontazione delle informazioni sul clima, aggiornate a giugno 2019 su indicazione delle proposte del Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG) della Commissione Europea per quanto riguarda la rendicontazione sul clima e per i settori maggiormente interessati dal rischio climatico. Il progetto verte sull'**analisi delle buone pratiche** di reportistica sia per quanto riguarda gli impatti finanziari del rischio climatico sulle aziende, sia per quanto riguarda l'impatto delle attività delle aziende sull'ambiente. I temi che sono affrontati includono l'analisi di scenario, il legame tra rischio climatico e la rendicontazione dei rischi, le metriche e i target che forniscono informazioni sull'impatto del rischio climatico e sulle opportunità nell'ambito della catena del valore delle aziende.

Il lavoro dell'European Lab integra e contribuisce alla concreta applicazione delle richieste della NFRD, delle nuove linee guida non vincolanti e delle raccomandazioni della TCFD. L'European Lab si concentra sull'individuazione di pratiche positive e innovative per la reportistica e non intende fornire una guida prescrittiva.

La NFRD richiede di considerare la doppia materialità, dal momento che il rischio climatico si traduce sia in impatti sull'azienda (materialità finanziaria), sia in impatti dell'azienda sull'ambiente e sulla società (materialità ambientale e sociale). Pertanto, oltre alle società

78. Per maggiori informazioni: <https://bit.ly/2KVwhoT>

79. Per maggiori informazioni: <https://bit.ly/2IVNNRH>

che elaborano i report, i soggetti maggiormente interessati alla materialità finanziaria sono gli investitori, mentre quelli maggiormente interessati alla materialità ambientale e sociale sono gli stakeholder, inclusi i consumatori, la società civile e i dipendenti.

Il dialogo con coloro che utilizzano e con coloro che preparano le informazioni contenute nella reportistica aziendale è un passaggio importante nell'attività della PTF dell'European Lab per assicurare buone pratiche che facilitino l'attività di coloro che sono incaricati ad elaborare la reportistica e rispondono alle esigenze degli utenti. Nel corso del quarto trimestre 2019, il PTF pubblicherà una proposta di relazione da sottoporre a consultazione pubblica. Prima della pubblicazione della bozza del report, per assicurarsi che le conoscenze pratiche delle parti interessate si riflettano nel testo, durante i mesi di settembre e ottobre la Project Task Force promuoverà un dialogo con i soggetti che elaborano le informazioni contenute nella reportistica sul clima, con quelli che le utilizzano e con altri stakeholder.

La scadenza per il report finale è fissata per dicembre 2019.

3.

I benchmark climatici europei



La terza proposta di regolamento della Commissione Europea si concentra sull'introduzione di nuovi benchmark di sostenibilità.

Un "benchmark" è un indice utilizzato come **parametro oggettivo di riferimento per confrontare la performance di un portafoglio o di un titolo con l'andamento del mercato**. Comunemente, i benchmark sono costruiti utilizzando le medie ponderate del valore di mercato (azionario o obbligazionario) di un paniere di titoli.

I benchmark rappresentano il punto di partenza per la **valutazione del rischio e del rendimento dei fondi** da parte degli investitori, influenzando la domanda e assumendo di conseguenza un ruolo fondamentale nella formazione del prezzo degli strumenti finanziari.

Tra le funzioni dei benchmark rientra infatti quella di **comunicare il rischio tipico del mercato** in cui il portafoglio investe⁸⁰: tale informazione si ottiene attraverso l'analisi della composizione e delle modalità di costruzione del benchmark o degli indici di mercato che lo compongono.

Nello strutturare la propria strategia di investimento, gli investitori possono usare i benchmark come riferimento per assegnare mandati di gestione e acquistare prodotti passivi (ETF⁸¹) o attivi (fondi comuni). Alla luce del loro impatto indiretto, ma incisivo nell'orientare i capitali, i benchmark rappresentano uno **strumento strategico per la transizione verso un'economia sostenibile**. Il capitolo 3 si concentra sul ruolo dei benchmark nel favorire la transizione verso attività a bassa concentrazione carbonica, con l'obiettivo di allineare l'economia europea all'Accordo di Parigi. Il primo paragrafo (cfr. §3.1.) illustra le principali caratteristiche del mercato europeo dei benchmark di sostenibilità, evidenziando le criticità e le possibili aree di sviluppo identificate dalla Commissione Europea; il secondo paragrafo analizza i principali contenuti della proposta del TEG per l'introduzione di benchmark climatici (cfr. §3.2.).

3.1. I BENCHMARK DI SOSTENIBILITÀ: PRINCIPALI STRUMENTI

La normativa in vigore

Secondo quanto indicato dalle raccomandazioni dell'HLEG e dall'Action Plan della Commissione Europea, è necessaria una **maggiore trasparenza** e un orientamento chiaro per permettere agli investitori di selezionare i benchmark in modo coerente con le strategie di investimento a lungo termine, perseguendo un impatto ambientale e sociale positivo.

La cornice normativa attuale relativa ai benchmark si basa su:

80. Cfr. Borsaitaliana.it, *Benchmark*, Glossario finanziario: <https://bit.ly/2ynlq1Q>

81. Gli ETF (Exchange Traded Funds) sono fondi di investimento che vengono negoziati in borsa come azioni: la loro funzione è quella di replicare l'indice di riferimento secondo strategie di investimento di tipo passivo.

- **IOSCO Principles for Financial Benchmarks**, sviluppati nel 2013⁸²;
- **Benchmark Regulation** dell'Unione Europea, pubblicata nel 2016⁸³.

Entrambe le fonti si pongono i seguenti obiettivi:

- migliorare i **controlli sul processo di creazione dei benchmark**, in particolare per garantire che gli amministratori evitino conflitti di interesse o li gestiscano adeguatamente;
- migliorare la **qualità dei dati e delle metodologie** utilizzate dagli index provider – ovvero le società che sviluppano gli indici;
- garantire che i **dati** forniti siano **soggetti a controlli** adeguati, per evitare conflitti di interesse;
- **tutelare i consumatori e gli investitori** attraverso una maggiore trasparenza e adeguati diritti di risarcimento in caso di comportamento fraudolento da parte del gestore.

Come si noterà, non vi è attualmente alcun accenno alla considerazione di criteri ESG nella procedura di creazione dei benchmark.

I benchmark sostenibili

I benchmark presenti sul mercato che si definiscono “sostenibili” sono composti da titoli selezionati in base alle **performance ESG degli emittenti** secondo diverse strategie SRI (cfr. §1.1.):

- esclusione di singoli emittenti o interi settori considerati controversi (**esclusioni**);
- selezione degli emittenti migliori all'interno di una categoria o una classe di attivo (**best in class**);
- focalizzazione su uno o più temi di sostenibilità (**indici tematici**).

La forte **eterogeneità delle metodologie utilizzate** per la creazione dei benchmark ESG, contestualmente a problemi legati alla **trasparenza dei processi**, ha influito sulla loro affidabilità. Al crescere della domanda, si è infatti affermata la **necessità di fornire standard per i criteri di selezione, per il tipo di dati e le metodologie utilizzate per pesare i diversi strumenti finanziari** che compongono i benchmark.

82. OICV-IOSCO 2013, *Principles for Financial Benchmarks*, Final Report: <https://bit.ly/2oda2lb>

83. Regolamento UE 2016/1011 sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento e recante modifica delle Direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE e del Regolamento UE 596/2014, 8 giugno 2016: <https://bit.ly/2yrw7jV>

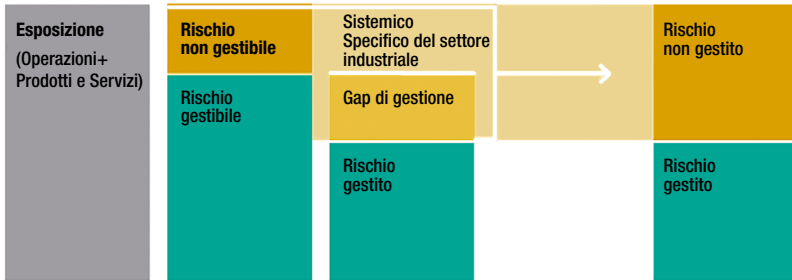


Gli investitori sono sempre più interessati a conoscere il rischio derivante da emissioni inquinanti che possono avere nel loro portafoglio. Il surriscaldamento del globo non ha solo un impatto sulla vita quotidiana degli individui, ma anche sull'economia, il business delle imprese e i mercati finanziari. Alcuni lo descrivono come un "trend secolare", altri come un "pericolo sistemico", altri ancora come un "rischio finanziario materiale"; tutti, però – dai gestori di grandi portafogli ai fondi pensione – subiscono sempre più pressioni per considerarlo seriamente. Non si tratta solo di misurare il carbon footprint (ossia l'impronta di carbonio) di un portafoglio: il livello di emissioni correnti può infatti essere un punto di partenza, non di arrivo. Per un investitore, la questione cruciale è capire **quanto un'azienda sia vulnerabile alla transizione verso un'economia a basse emissioni di CO₂**. Il passaggio a fonti energetiche più pulite è una strada ormai tracciata dopo l'Accordo di Parigi sul clima del 2015 (COP21), nonostante l'avversione del presidente americano Donald Trump. Inoltre, il Financial Stability Board Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) ha fornito nel 2017 delle linee guida alle imprese per una maggiore trasparenza su queste tematiche. Lo stesso anno, un gruppo di investitori ha lanciato l'iniziativa Climate Action 100+ per sollecitare i più grandi "inquinatori" a intraprendere azioni concrete per ridurre le emissioni. Infine, i firmatari del Montréal Carbon Pledge, sponsorizzato dai Principles for Responsible Investment (PRI), si sono impegnati a misurare e comunicare l'impronta di carbonio dei loro portafogli azionari su base annuale. In Europa, la regolamentazione va nella direzione di una sempre maggiore trasparenza su queste tematiche.

Il rischio "carbon" in portafoglio

Le metodologie di analisi e valutazione si evolvono, grazie alla **disponibilità di un numero sempre maggiore di dati**. Oggi è infatti possibile calcolare il rischio complessivo del portafoglio che deriva dalle emissioni inquinanti. Il settore dei combustibili fossili è senz'altro il più esposto, ma non l'unico a dover affrontare i problemi della transizione verso un'economia pulita: secondo alcune stime sarebbe **interessata dal cosiddetto "Carbon risk" metà della capitalizzazione delle Borse mondiali**. Utilizzando la definizione di Sustainalytics, società specializzata nell'analisi di sostenibilità delle aziende a livello globale, possiamo descriverlo come *"il rischio per il valore economico di un'impresa derivante dal passaggio a un sistema produttivo a basse emissioni"*. Per valutarlo, è necessario considerare anzitutto l'esposizione totale al carbonio e poi le percentuali di quest'ultima che sono gestite o che, al contrario, non lo sono ancora o non possono esserlo. Il **rischio**, dunque, è *"l'esposizione carbon non gestita che rimane una volta tenuto conto delle attività messe in atto per mitigarla"* (cfr. grafico di seguito).

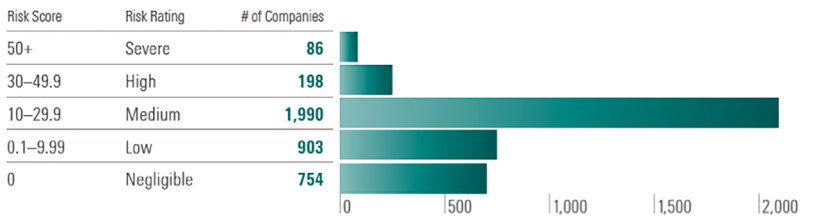
Modello di Carbon risk elaborato da Sustainalytics



Fonte: Sustainalytics

Sulla base di questa analisi, è possibile definire cinque categorie di rischio carbon (da “severo” a “nullo”) e classificare quindi le società in base al loro punteggio di rischio, come nella tabella di seguito.

Il Carbon risk rating di Sustainalytics



Fonte: Sustainalytics; dati aggiornati al 30 novembre 2018

Questi dati aggregati da Morningstar a livello di portafoglio permettono di valutare il livello di Carbon risk in un fondo o in un Exchange Traded Fund (ETF), consentendo quindi al gestore di prendere decisioni strategiche su come ridurlo (dalla selezione dei titoli da inserire o escludere, alle pratiche di engagement con le società investite per spingerle verso sistemi produttivi green). Non solo, è possibile comprendere quanto e come questo tipo di rischio influenza le performance.

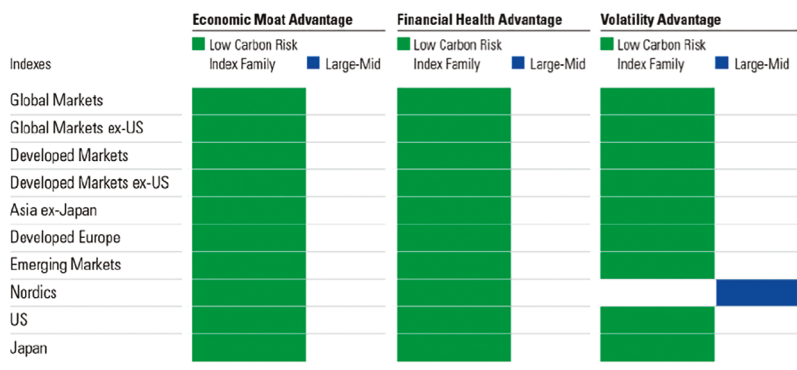
Gli indici Low Carbon Risk

Basandosi sullo stesso modello, è possibile costruire dei **panieri di riferimento per gli investitori che sono interessati a mitigare il rischio Carbon** o avere portafogli “poco inquinanti”. Da questo punto di vista, un aspetto importante è la possibilità di **mantenere un’adeguata diversificazione geografica e settoriale**, quindi limitare gli scostamenti rispetto al mercato principale. Ad esempio, la famiglia di indici Low Carbon Risk di Morningstar ha il parent index tradizionale come punto di partenza, il che ha, tra l’altro, il

vantaggio di mantenere la confrontabilità tra le due tipologie di prodotti. Da questo universo sono esclusi i titoli con un rischio “severo” e inclusi quelli con il miglior Carbon risk score, in modo da avere una selezione di quelli meglio posizionati per la transizione verso un’economia pulita.

L’analisi delle performance di questi indici rispetto a quelli tradizionali a capitalizzazione mostra che **dal 2012 a fine 2018 hanno sovraperformato in tutte le principali aree geografiche, registrando una minore volatilità**. Ancor più significativo il fatto che **i panieri low carbon contengono aziende con un più alto vantaggio competitivo** (il cosiddetto “Economic moat”) **e bilanci più in salute**. In altri termini, i loro utili sono più protetti dal pericolo che i concorrenti prendano quote di mercato e hanno meno probabilità di incorrere in situazioni di stress finanziario.

I punti di forza degli indici Morningstar Low Carbon risk rispetto a quelli tradizionali



Fonte: Morningstar Direct Data; dati aggiornati al 31 dicembre 2018

3.2. IL NUOVO REGOLAMENTO EUROPEO SUI BENCHMARK CLIMATICI: EU CLIMATE TRANSITION BENCHMARK & EU PARIS-ALIGNED BENCHMARK

Un benchmark climatico è un **parametro di riferimento** per gli investimenti che seleziona e pesa i titoli al fine di perseguire – insieme con gli obiettivi finanziari – obiettivi specifici relativi alla **riduzione delle emissioni di gas a effetto serra e alla transizione verso un’economia a bassa intensità di carbonio**.



Un benchmark climatico può essere utilizzato come:

- indice di riferimento per strategie di investimento di tipo passivo⁸⁴;
- parametro di confronto delle performance degli investimenti da utilizzare nell'ambito di strategie di riduzione delle emissioni di gas serra;
- strumento con cui perseguire azioni di engagement nei confronti delle imprese investite e/o investibili;
- parametro di riferimento per definire l'universo investibile di un fondo e le politiche di investimento nel medio-lungo periodo⁸⁵.

A partire dalle considerazioni dell'HLEG sulle criticità connesse alla scarsa trasparenza e armonizzazione dei benchmark di sostenibilità, nel **Piano d'Azione** la Commissione Europea ha proposto di intervenire su due fronti:

- elaborare un **nuovo benchmark europeo per la riduzione delle emissioni di CO₂**, con l'obiettivo di **armonizzare** metodologie e indicatori eterogenei⁸⁶;
- introdurre **nuovi requisiti di rendicontazione** per i benchmark attualmente disponibili sul mercato, con l'obiettivo di **chiarire le metodologie** adottate per integrare i criteri ESG.

Il 24 maggio 2018 la Commissione Europea ha presentato una **proposta di regolamento**⁸⁷; al termine delle consultazioni previste nell'ambito della procedura legislativa ordinaria (cfr. Appendice "Procedura legislativa ordinaria", p. 116); il 25 febbraio 2019 il Parlamento e il Consiglio dell'Unione Europea hanno raggiunto l'accordo politico su un testo che è stato adottato dal Parlamento in sessione plenaria⁸⁸.

84. Gli Exchange Traded Fund (ETF) passivi, per esempio, replicano l'andamento di un indice di riferimento, secondo una strategia di tipo passivo.

85. EU Technical Expert Group on Sustainable Finance 2019, *Report on benchmarks*, TEG interim report, giugno 2019, p. 8: <https://bit.ly/2WQIZjd>

86. Cfr. Azione 5 in: Commissione Europea 2018, *Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., p. 8.

87. Commissione Europea 2018, *Proposta di regolamento che modifica il Regolamento UE 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio*, 24 maggio 2018: <https://bit.ly/2yI7mWA>

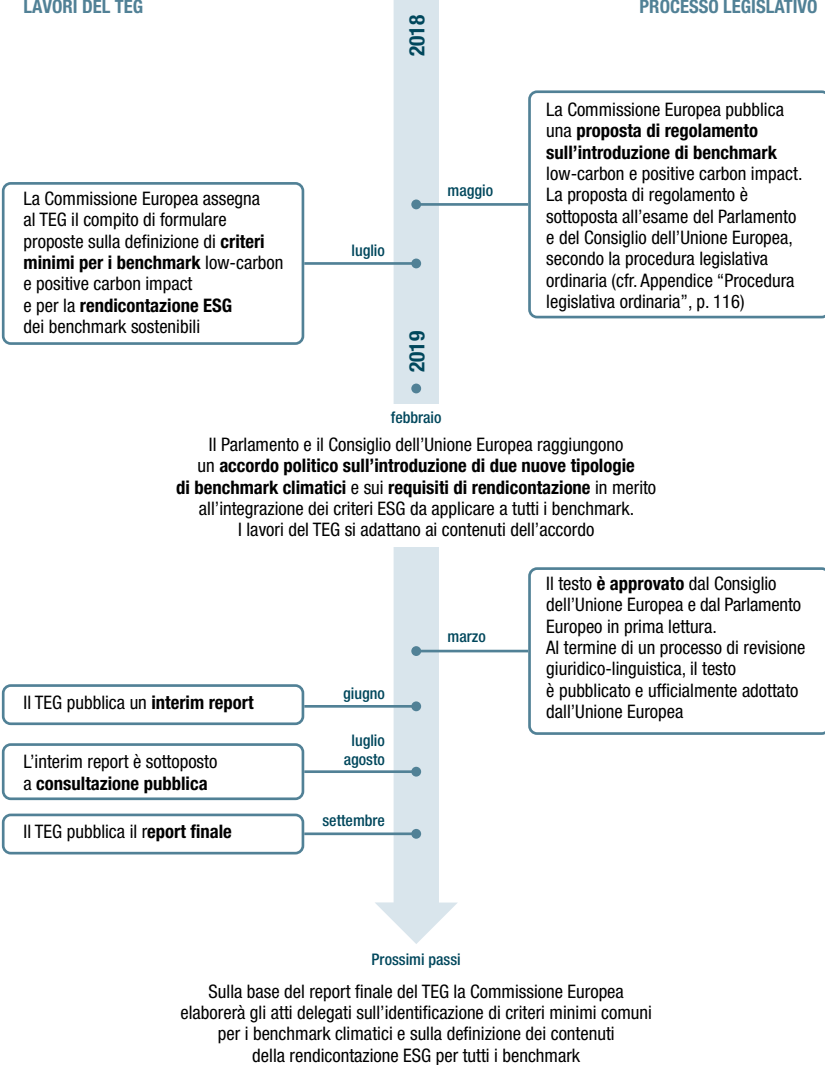
88. Parlamento Europeo 2019, *Indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e indici di riferimento d'impatto positivo in termini di carbonio*, *Risoluzione legislativa sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio*, 26 marzo 2019: <https://bit.ly/32jhqft>. Durante la fase di redazione di questo manuale, il testo era sottoposto a revisione lessicale in vista della pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale.

FIGURA 11. Il processo di sviluppo dei benchmark climatici

Nel grafico che segue si riassumono i principali passaggi dello sviluppo dei benchmark climatici, evidenziando il processo legislativo, da un lato, e i lavori del TEG, dall'altro.

LAVORI DEL TEG

PROCESSO LEGISLATIVO



Fonte: Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile; ultimo aggiornamento: 30 settembre 2019⁸⁹

89. Cfr: Europarl.europa.eu, *Low-carbon benchmarks and positive carbon impact benchmarks/2018-05*, Deeper and fairer internal market with a strengthened industrial base / financial services, Legislative train schedule: <https://bit.ly/2GzMCpA> (ultimo accesso: 2 settembre 2019).

L'atto normativo prevede l'introduzione di criteri minimi per la definizione di **benchmark definiti "climatici"** ("climate benchmark").

I benchmark climatici si articolano in due tipologie: **benchmark di transizione climatica** e **benchmark allineati all'accordo di Parigi**.

- I **benchmark di transizione climatica (EU Climate Transition Benchmark)** selezionano i titoli in base agli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra delle società, in modo che il portafoglio si collochi su una **traiettoria di decarbonizzazione** e di progressivo allineamento agli obiettivi fissati dall'Accordo di Parigi; la traiettoria dev'essere misurabile, definita in base a criteri scientifici e scandita da coordinate temporali.
- I **benchmark allineati all'accordo di Parigi (EU Paris-aligned Benchmark)** selezionano i titoli in modo che il **livello di emissioni** del portafoglio sia **coerente con uno scenario compatibile con l'Accordo di Parigi**, cioè con il contenimento dell'aumento delle temperature medie globali a +1,5°.

I benchmark climatici possono essere utilizzati dagli investitori con due obiettivi:

1. adottare strategie che consentano di **proteggere i portafogli dai rischi** della transizione climatica;
2. **individuare opportunità di investimento** connesse alla transizione energetica.

Il secondo principale provvedimento della normativa si applica a **tutte le tipologie di benchmark** (a eccezione di quelli valutari e degli indici relativi ai tassi di interesse⁹⁰) e prescrive agli index provider di:

- chiarire se e come **la metodologia utilizzata per comporre il benchmark riflette i fattori ESG**⁹¹;
- dichiarare **se e in quale misura** il benchmark persegue l'obiettivo di **riduzione delle emissioni** e di **allineamento all'Accordo di Parigi**⁹².

Dalla proposta della Commissione Europea al regolamento finale

La versione finale del regolamento segna un'evoluzione significativa rispetto al primo testo elaborato dalla Commissione Europea.

La proposta originaria verteva su due tipologie di benchmark:

- **a basse emissioni di carbonio (Low-Carbon Benchmark)** con "decarbonizzazione" rispetto agli indici tradizionali attraverso la selezione di titoli associati a un minor livello di emissioni di CO₂;
- **a impatto positivo in termini di emissioni (Positive Carbon Impact Benchmark)**, con una selezione di titoli in cui il livello di emissioni evitate è superiore

90. Perché i sottostanti non incidono sul cambiamento climatico.

91. Se l'indice non persegue obiettivi ESG, al fornitore è richiesto di dichiarare tale posizione.

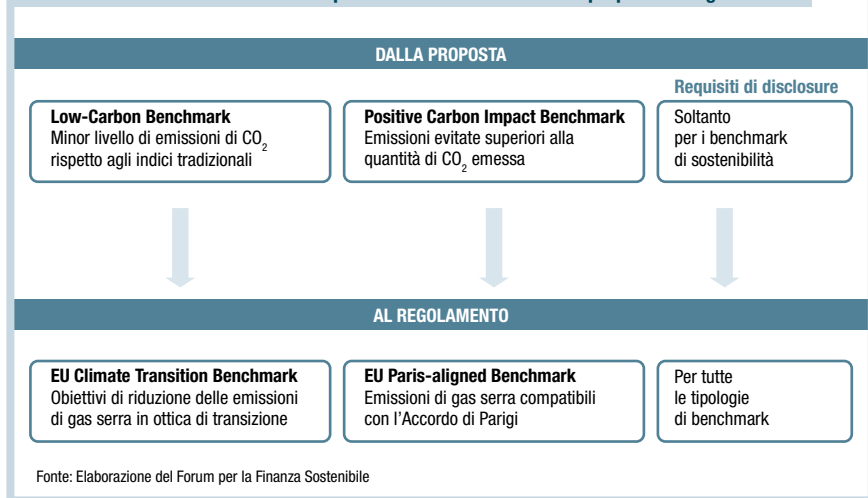
92. Entro il 31 dicembre 2021.

rispetto alla quantità di CO₂ emessa⁹³. Questa seconda tipologia di benchmark è in linea con l'obiettivo di contenimento del riscaldamento globale a 1,5°.

I benchmark climatici citati nella versione finale del regolamento si differenziano rispetto ai Low-Carbon e ai Positive Carbon Impact per l'**approccio temporale** in quanto s'inseriscono in una **visione prospettica** volta ad **anticipare l'evoluzione dei mercati** verso una riduzione delle emissioni e un progressivo allineamento a scenari +1,5°. Per esempio, i portafogli compatibili con il Climate Transition Benchmark non sono ancora decarbonizzati, ma hanno identificato precisi obiettivi di riduzione delle emissioni. Al contrario, gli indici menzionati nella proposta iniziale della Commissione Europea si limitavano a riflettere l'attuale posizionamento dei mercati rispetto alle emissioni climalteranti.

La seconda importante novità riguarda i **requisiti di disclosure ESG**: nella proposta iniziale si applicavano ai soli benchmark di sostenibilità⁹⁴, mentre nel testo definitivo tutte le tipologie di benchmark devono fornire informazioni sugli aspetti ESG. Una delle motivazioni che hanno guidato le istituzioni europee verso questa scelta è la necessità di non penalizzare i fornitori di benchmark ESG imponendo ulteriori requisiti di rendicontazione⁹⁵.

FIGURA 12. Benchmark climatici e requisiti di disclosure ESG: dalla proposta al regolamento



93. Commissione Europea 2018, *Proposta di regolamento per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio*, cit., art. 1, 1.

94. Ivi, art. 1, 2.

95. Technical Expert Group on Sustainable Finance 2019, *Report on benchmarks*, TEG final report, settembre 2019, p. 14: <https://bit.ly/2nPMQvg>

Le raccomandazioni del TEG:

i criteri minimi per la costruzione dei benchmark climatici

Nel report pubblicato a settembre 2019, il TEG ha delineato i **criteri minimi che un benchmark deve soddisfare per poter essere qualificato come Climate Transition o Paris-aligned**. Come già ricordato, le due tipologie di benchmark si differenziano per il livello di ambizione degli obiettivi ambientali: i Paris-aligned presentano criteri minimi più stringenti rispetto ai Climate Transition.

Alcuni dei criteri proposti sono:

- **minor livello di intensità carbonica rispetto ai benchmark tradizionali o all'universo investibile di riferimento** (con una riduzione pari al 30% per i Climate Transition e al 50% per i Paris-aligned);
- **adeguata esposizione ai settori economici che presentano un elevato impatto sul clima** (per evitare che la decarbonizzazione sia ottenuta attraverso cambiamenti di allocazione degli investimenti da attività ad alto impatto ad attività a basso impatto);
- **riduzione del livello di emissioni pari almeno al 7% ogni anno⁹⁶** con l'obiettivo di collocarsi su una traiettoria in linea (o più ambiziosa) rispetto allo scenario +1,5°; in caso di mancato conseguimento di questo obiettivo per due anni consecutivi i benchmark perdono la certificazione climatica.

Le raccomandazioni del TEG:

i requisiti di rendicontazione ESG per tutti i benchmark

Per approfondire il tema della rendicontazione di sostenibilità che, come ricordato, si applicherebbe a tutti i benchmark, il TEG ha seguito approcci diversificati a seconda delle **classi di attivo**. Tra le informazioni trasversali il TEG propone di considerare:

- rating ESG complessivo del benchmark;
- rating ESG dei dieci titoli con maggior peso;
- percentuale di titoli in violazione del Global Compact⁹⁷;
- percentuale di titoli che hanno sottoscritto standard e convenzioni internazionali (soprattutto per i bond sovrani⁹⁸).

È significativo che si includano anche specifici **indicatori di carattere sociale** (per esempio, la percentuale di titoli legati ad attività controverse come le armi o il tabacco) e **di governance** (per esempio, la diversità e l'indipendenza dei Consigli di Amministrazione).

96. Ivi, p. 9.

97. Il Global Compact (o Patto mondiale) è un'iniziativa delle Nazioni Unite volta a incoraggiare le aziende di tutto il mondo ad adottare politiche di sostenibilità e di Responsabilità Sociale d'Impresa. L'azione si basa su dieci principi articolati nelle quattro aree tematiche: Diritti Umani, Lavoro, Ambiente, Lotta alla Corruzione. Per maggiori informazioni: www.unglobalcompact.org

98. TEG 2019, *Report on benchmarks*, TEG final report, cit., p. 19.

4.

Certificazione europea per i green bond



I **green bond** (obbligazioni verdi) sono **titoli di debito associati al finanziamento di progetti con ricadute positive in termini ambientali**. I settori di intervento includono, per esempio, le energie rinnovabili, la gestione sostenibile dei rifiuti e delle risorse idriche, la tutela della biodiversità, l'efficientamento energetico.

I green bond rappresentano un'opportunità per **aumentare la disponibilità di capitali necessari alla transizione verso un'economia più sostenibile** e, in alcuni casi, consentono di ridurre i costi del debito per i progetti con ripercussioni ambientali positive⁹⁹. Pertanto, lo sviluppo di questo strumento finanziario è cruciale per il raggiungimento degli obiettivi fissati dall'Action Plan, in coerenza con gli impegni internazionali assunti dall'Unione Europea.

A seguito di una breve analisi su dimensioni, caratteristiche, potenzialità e criticità del mercato dei green bond (cfr. §4.1. e §4.2.) il capitolo descrive la proposta di Green Bond Standard europeo del TEG (cfr. §4.3.); infine, si presentano alcune tra le principali certificazioni per prodotti sostenibili attualmente adottate nei mercati europei e in corso di sviluppo (cfr. §4.4.).

4.1. GREEN BOND: DEFINIZIONE E CARATTERISTICHE DEL MERCATO

Il mercato dei green bond: a livello globale, in Europa, in Italia

La prima obbligazione verde a livello mondiale, il Climate Awareness Bond, è stata lanciata nel 2007 dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI – cfr. Glossario, p. 109). Nel 2008 è stato emesso il primo green bond della Banca Mondiale. Negli ultimi anni il mercato si è ampliato anche a titoli emessi da aziende, Municipalità, Regioni, Stati¹⁰⁰ e agenzie statali.

Il mercato delle obbligazioni verdi è in costante espansione: secondo gli ultimi dati pubblicati dalla Climate Bonds Initiative (CBI) – la principale organizzazione a livello mondiale per la promozione e il monitoraggio del settore – nel 2018 sono state emesse obbligazioni verdi per un valore complessivo di \$167,6 miliardi. La somma totale delle emissioni dal 2007 a fine 2018 (valore cumulativo) ha raggiunto il risultato record di \$521 miliardi¹⁰¹.

Sul mercato europeo, il valore cumulativo delle obbligazioni verdi dal 2007 ha raggiunto i \$190 miliardi alla fine del 2018: il miglior risultato a livello regionale. Con 193 emittenti – un terzo del totale globale – **l'Europa guida il mercato dei green bond**¹⁰².

99. Cfr: Investiresponsabilmente.it, Glossario: <https://bit.ly/2MX7vph>

100. Il primo emittente sovrano è stato la Polonia a dicembre 2016, seguita nel 2017 dalla Francia, dalle Isole Fiji e dalla Nigeria. Nel corso del 2018 Belgio e Lituania hanno esordito sul mercato delle obbligazioni verdi; a febbraio 2018 l'Indonesia ha emesso il primo sukuk green, un'obbligazione di diritto islamico legata al finanziamento di progetti con ricadute positive sull'ambiente. A giugno 2018 il principale emittente è la Francia, con una quota di mercato pari a circa 2/3 dei volumi complessivi. Per maggiori informazioni: Forum per la Finanza Sostenibile 2018, *Investimento sostenibile nelle aree emergenti*, pp. 37-41: <https://bit.ly/2Kokikk>

101. Climate Bonds Initiative 2019, *Green Bonds – The State of the Market 2018*, p. 2: <https://bit.ly/2HpgjUn>

102. Ivi, p. 5.

Per quanto riguarda l'Italia, a fine 2018 si collocava al sesto posto in Europa per emissioni di green bond, con un totale di masse di poco inferiore ai \$10 miliardi¹⁰³. Secondo dati riportati da Bloomberg, nel primo semestre 2019 sono state effettuate nuove emissioni per un totale di oltre €4 miliardi, pari a una crescita del 120% rispetto al 2018, quando erano stati lanciati nuovi bond per €2 miliardi¹⁰⁴. I principali emittenti sono società non finanziarie – soprattutto multiutility – come Enel, Terna ed ERG.

FIGURA 13. I green bond emessi in Italia (2014-2019)

| | EMITTENTE | VALORE (in milioni di Euro) | IMPIEGO DEI PROVENTI |
|------|-------------------------------|--------------------------------|---|
| 2014 | Enna Energia | 3,2 ¹⁰⁵ | Energie rinnovabili |
| | Hera | 500 | Energie rinnovabili Aumento dell'efficienza energetica Miglioramento degli impianti di trattamento dei rifiuti e di depurazione Aumento della raccolta differenziata |
| 2016 | Alperia | 100 | Energie rinnovabili (impianti idroelettrici) |
| | Alperia | 125 ¹⁰⁶ | |
| | Alperia | 150 | |
| 2017 | Enel | 1250 | Sviluppo, costruzione e ripotenziamento di impianti di generazione di energie rinnovabili Sviluppo di reti di trasmissione e di distribuzione Implementazione di reti elettriche e contatori intelligenti (smart grid e smart metering ¹⁰⁷) |
| | Intesa Sanpaolo | 500 | Energie rinnovabili Efficientamento energetico |
| | Iren | 500 | Efficientamento energetico Energie rinnovabili Efficientamento nella gestione del ciclo dei rifiuti e riciclo Depurazione delle acque |
| | Ferrovie dello Stato Italiane | 600 | Rinnovo del materiale rotabile per il trasporto pubblico (nuovi treni regionali e AV) |
| 2018 | Enel | 1250 | Sviluppo, costruzione e ripotenziamento di impianti di generazione di energie rinnovabili Sviluppo di reti di trasmissione e di distribuzione Implementazione di reti elettriche e contatori intelligenti (smart grid e smart metering) |
| | Terna | 750 | Produzione di energie rinnovabili Riduzione delle emissioni di CO ₂ Riduzione dello sfruttamento del suolo e dell'impatto sulla biodiversità terrestre |

103. Climate Bonds Initiative 2018, *Green Bonds – A key tool for financial centre competitiveness: Lessons from Europe*, p. 2: <https://bit.ly/2KNcQR8>

104. Dati Bloomberg citati in Monti, Mara 2019, "Il fenomeno green bond: crescita del 120% sul 2018", *lsole24ore.com*, 23 luglio 2019: <https://bit.ly/2JP4rvT>

105. Mini-green bond.

106. Interamente sottoscritto da Cassa Depositi e Prestiti.

107. Sistemi che consentono la telelettura e telegestione dei contatori di energia elettrica, gas e acqua.

| | EMITTENTE | VALORE (in milioni di Euro) | IMPIEGO DEI PROVENTI |
|-------------|---|---|--|
| 2018 | Iren | 500 | Efficientamento energetico Energie rinnovabili Efficientamento nella gestione del ciclo dei rifiuti e riciclo Depurazione delle acque Mobilità elettrica |
| 2019 | Enel | 1000 | Energie rinnovabili Realizzazione, gestione e funzionamento di smart metering Mobilità sostenibile Smart lighting ¹⁰⁸ Efficientamento energetico |
| | Terna | 250 | Produzione di energie rinnovabili Riduzione delle emissioni di CO ₂ Riduzione dello sfruttamento del suolo e dell'impatto sulla biodiversità terrestre |
| | Terna | 500 | |
| | Pagano & Ascolillo – Public Lighting ¹⁰⁹ | 17,3 | Efficientamento energetico (illuminazione pubblica LED in Campania) |
| | Snam ¹¹⁰ | 500 | Energie rinnovabili (distribuzione di biometano) Efficientamento energetico Miglioramento dell'impatto ambientale delle attività aziendali |
| | UBI Banca | 500 | Energie rinnovabili (solare ed eolica) |
| | ERG | 500 | Produzione di energie rinnovabili (solare ed eolica) |
| | Ferrovie dello Stato Italiane | 700 | Acquisto di nuovi treni, locomotive elettriche, carri di ultima generazione per il trasporto merci (efficientamento energetico e riduzione dell'emissione di gas serra) |
| | Hera | 500 | Efficientamento energetico Economia circolare e gestione sostenibile dei rifiuti Infrastrutture idriche |
| | A2A | 400 | Economia circolare Decarbonizzazione del sistema energetico, sviluppo di energie rinnovabili ed efficientamento energetico Trattamento dell'acqua e dei rifiuti Mobilità sostenibile Ammodernamento delle reti |
| Tozzi Green | 198 ¹¹¹ | Elettrificazione delle zone rurali del Perù con impianti fotovoltaici | |

Fonte: Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile; ultimo aggiornamento: 6 agosto 2019

I Green Bond Principles

Al momento non esiste una definizione condivisa e giuridicamente normata di “green bond”, sebbene gli attori del mercato abbiano individuato alcune linee guida comuni.

108. Soluzione tecnica innovativa che prevede l'utilizzo di corpi illuminanti con sorgenti a LED e la loro gestione da remoto grazie al telecontrollo. Questa tecnologia permette di ridurre il consumo energetico di circa il 65%, migliorare la qualità dell'illuminazione e gestire più efficacemente gli impianti grazie a una durata di vita maggiore delle attrezzature e a un minor ricorso alla manodopera.

109. Green bond infrastrutturale.

110. L'obbligazione è stata denominata come “Climate action bond”.

111. L'emissione è avvenuta in dollari, per un valore di \$222 milioni. Cfr: *Tozzi Green 2019*, *Tozzi green places its first green bond for US\$222 mln*, Press Release, 22 luglio 2019: <https://bit.ly/2GM3baY>

I **Green Bond Principles** (GBP) dell'International Capital Market Association (ICMA) rappresentano attualmente lo standard più diffuso a livello internazionale. Occorre però sottolineare che l'ICMA non rilascia direttamente un attestato di conformità dell'obbligazione ai GBP, delegando all'emittente la possibilità di allegare un'auto-certificazione al prospetto di emissione.

I GBP riguardano in particolare quattro aree¹¹²:

1. Utilizzo dei ricavi

Caratteristica distintiva dei green bond è l'utilizzo dei ricavi per finanziare progetti a impatto ambientale positivo, che dovrebbero essere adeguatamente descritti nella documentazione relativa al titolo.

2. Valutazione e selezione dei progetti

L'ente che emette un'obbligazione verde dovrebbe esplicitare:

- se il progetto rientra tra quelli idonei per i green bond;
- i criteri di selezione utilizzati;
- gli obiettivi di sostenibilità ambientale.

Inoltre, i GBP incoraggiano un elevato livello di trasparenza e raccomandano che il processo di valutazione e selezione dei progetti adottato dall'emittente sia integrato con una revisione esterna.

3. Gestione dei ricavi

I ricavi netti dei green bond dovrebbero essere depositati su un conto dedicato, trasferiti a un portafoglio specifico o in ogni caso tracciati dall'emittente. Inoltre, l'emittente dovrebbe comunicare agli investitori come intende collocare i ricavi temporaneamente non impiegati nei progetti.

4. Rendicontazione

Gli emittenti dovrebbero divulgare e aggiornare regolarmente i dati relativi all'utilizzo dei ricavi, includendo l'elenco dei progetti in cui le risorse sono impiegate, una breve descrizione degli stessi, il dettaglio delle somme allocate e degli impatti attesi.

LE CARATTERISTICHE PRINCIPALI DEL GREEN BOND DI INTESA SANPAOLO

FRANCESCA LOLLI, RAPPORTI CON SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTORS E CLIMATE CHANGE,
INTESA SANPAOLO



Intesa Sanpaolo è stata la **prima banca italiana a debuttare quale emittente di green bond**. A giugno 2017 ha collocato con successo un green bond da €500 milioni, raccogliendo ordini per circa €2 miliardi. L'emissione è coerente con il Green Bond Framework

112. Forum per la Finanza Sostenibile 2016, *Finanza sostenibile e cambiamento climatico*, pp. 80-81:
<https://bit.ly/2gGMSS2>

di Intesa Sanpaolo, redatto in linea con i Green Bond Principles pubblicati dall'International Capital Market Association (ICMA). L'aderenza del framework a tali principi è stata verificata da una società esterna di ricerca e analisi ESG; il bond ha inoltre ottenuto il punteggio più alto (GB1 Excellent) nel Green Assessment di Moody's.

I progetti finanziati dal bond devono appartenere alle seguenti tre categorie:

- infrastrutture per la produzione e la trasmissione di energia da **fonti rinnovabili** (solare fotovoltaico, eolico, biomassa e idroelettrico);
- investimenti in infrastrutture o processi per ridurre l'utilizzo di energia e favorire una maggiore **efficienza energetica**;
- costruzione di **nuovi edifici o ristrutturazioni di edifici** esistenti secondo i **migliori standard ambientali**.

L'importo raccolto tramite il green bond è stato utilizzato per il finanziamento o il rifinanziamento di progetti dedicati alle energie rinnovabili e all'efficienza energetica e che rispondono totalmente ai criteri di idoneità stabiliti dai Green Bond Principles.

La selezione dei progetti è stata curata da un gruppo di lavoro dedicato, composto dalle funzioni Tesoreria, Corporate Social Responsibility e dal Desk Energy di Mediocredito Italiano, che oltre ad individuare i progetti da includere nel green bond, ha costituito e aggiornato il "**Green Bond Register**", documento che contiene tutte le specifiche dei progetti finanziati, tra cui la categoria, l'ammontare, la descrizione del progetto e dei benefici ambientali attesi. La banca inoltre si è impegnata – come da prassi per questo tipo di emissioni – a redigere annualmente un **Green Bond Report**, certificato da una società terza e pubblicato sul sito istituzionale. A giugno 2019, Intesa Sanpaolo ha pubblicato il secondo Green Bond Report, con l'aggiornamento dei progetti in portafoglio e la rendicontazione dei benefici ambientali misurati al 31 maggio 2019.

A tale data i **proventi del Green Bond finanziavano 75 progetti**, il 61,3% dei quali erano rifinanziamenti (circa €307 milioni), mentre il 38,7% erano nuovi finanziamenti (circa €193 milioni), stipulati tra il 28 giugno 2017 e il 31 maggio 2019. Il 64% dei proventi è stato destinato al fotovoltaico, il 12,6% all'eolico, il 9,3% all'idroelettrico, il 12,5% alle bioenergie e l'1,6% all'efficienza energetica.

A livello di impatti ambientali, tali progetti hanno generato annualmente una produzione di energia da fonti rinnovabili di 978.265 MWh e hanno permesso risparmi energetici di 27.697 MWh e minori emissioni di CO₂ per 353.911 tonnellate. Tali dati includono anche i nuovi progetti inclusi nell'ultimo anno nel Green Bond Register in sostituzione di 13 progetti, per un controvalore di circa €90 milioni, che erano stati inclusi al momento dell'emissione, ma i cui prestiti correlati sono stati estinti anticipatamente.

Il bond ha mostrato **in fase di lancio un costo in linea con quello di una normale emissione** pubblica Senior di Intesa Sanpaolo di pari durata, performando tuttavia meglio – in media – sul mercato secondario rispetto agli altri titoli Senior outstanding di Intesa Sanpaolo di pari scadenza.

Il collocamento si è inserito nell'ampia strategia e crescente attenzione della Banca verso l'ambiente che conta numerose iniziative di green finance, lo sviluppo di prodotti e servizi

innovativi, la riduzione delle emissioni di CO₂, nonché il supporto a diverse iniziative anche internazionali all'avanguardia nello studio dei cambiamenti climatici e nell'analisi del loro impatto finanziario. Tra essi ricordiamo l'adesione di Intesa Sanpaolo alle raccomandazioni della TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) e la partecipazione alla seconda fase dello studio pilota per il settore bancario promosso da UNEP FI, in materia di analisi di scenario su alcuni settori esposti agli effetti del cambiamento climatico. L'impegno verso l'ambiente ha consentito a Intesa Sanpaolo di ricevere diversi riconoscimenti, tra cui l'inclusione in autorevoli indici di sostenibilità (come il Dow Jones Sustainability e la "A List" del Carbon Disclosure Project).

L'IMPEGNO DI BORSA ITALIANA PER UN MERCATO SOSTENIBILE

ENRICO SOBACCHI, LISTING AND PRODUCTS DEVELOPMENT MANAGER,
FIXED INCOME MARKETS, BORSA ITALIANA - LSEG



Borsa Italiana riveste un ruolo attivo nel promuovere la definizione di standard informativi in grado di favorire lo sviluppo dei "mercati sostenibili". Oltre a far parte della Sustainable Stock Exchanges Initiative sostenuta dalle Nazioni Unite con il fine di supportare la transizione ad un'economia a basso impatto ambientale, aderisce attraverso London Stock Exchange Group alla Climate Bonds Initiative – partner Fixed income di Borsa Italiana dal marzo 2018 – ed è tra gli osservatori dei Green Bonds Principles dell'International Capital Market Association (ICMA). Il London Stock Exchange Group è anche tra i firmatari del Paris Pledge for Action.

Negli anni, Borsa Italiana si è impegnata a sensibilizzare gli emittenti a fornire ai mercati un'informativa più completa sulle proprie politiche ESG, avendo rilevato che, nei processi decisionali degli investitori, esse rivestono un ruolo sempre più rilevante. Inoltre, ha messo a disposizione del mercato una serie di strumenti per meglio identificare ed analizzare il mondo della finanza sostenibile, quali:

- a. Indici ed analisi**
- b. Guida al reporting ESG per le società quotate**
- c. Segmento dei green e/o social bond in negoziazione** sui mercati MOT ed ExtraMOT

In merito a quest'ultima iniziativa in particolare, a partire dal 13 marzo 2017, Borsa Italiana ha deciso di offrire agli investitori istituzionali e retail la possibilità di identificare gli strumenti i cui proventi vengono destinati al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura ambientale (green bond) e/o sociale (social bond). L'identificazione passa attraverso la certificazione iniziale di un soggetto terzo indipendente e il rinnovo, almeno annuale, dell'informativa riguardante l'utilizzo dei proventi fino al loro completo stanziamento.

Il segmento non rappresenta un nuovo **mercato** ma nasce come **trasversale ai mercati**

di debito di Borsa Italiana con l'obiettivo di abbracciare tutte le tipologie di operazione e di emittente, dagli enti governativi, agli emittenti bancari o sovranazionali, alle cosiddette "corporate large cap" fino alle piccole e medie imprese non quotate, vero motore dell'economia nazionale. Il desiderio di **accogliere anche le emissioni più piccole e le società di dimensioni più ridotte**, insieme alla necessità di fornire un'adeguata informativa iniziale e lungo tutto il processo di investimento agli investitori presenti sul mercato, sono stati i fattori chiave per la determinazione dei principi di ammissione, in linea con la prassi internazionale e con le esigenze di tutti i soggetti coinvolti. Nel promuovere buone pratiche in ambito ESG, Borsa Italiana è infatti attenta alle esigenze di tutti i suoi clienti e porta avanti con convinzione l'obiettivo di definire standard accessibili a tutto il mercato ma definiti il più possibile tenendo conto delle diverse realtà emittenti e delle loro caratteristiche peculiari. **Applicare i medesimi standard alle società a larga capitalizzazione e alle PMI comporterebbe il rischio di rendere questi strumenti difficilmente accessibili per queste ultime**, privandole di una grande opportunità di "crescita sostenibile" e di ampliamento del portafoglio degli investitori. Borsa Italiana ritiene che la crescita sostenibile e l'introduzione e lo sviluppo delle politiche ESG nei modelli di business delle società siano i grandi passi che le aziende devono compiere perché possano presentarsi esse stesse, e non solamente i singoli strumenti, come sostenibili. Per fare questo passo è perciò necessario, nella definizione degli standard, tenere in considerazione e valorizzare gli aspetti distintivi delle aziende emittenti.

A luglio 2019, **il listino green e social dei mercati Fixed Income di Borsa Italiana vede la quotazione di 83 strumenti per un controvalore in negoziazione di oltre €73 miliardi**. Gli emittenti presenti sul segmento "sostenibile" sono 18 divisi fra emittenti corporate, sovranazionali, governativi e bancari. A dimostrazione del fatto che le tematiche ESG e il ricorso alle emissioni green e/o social sono di interesse non solo per i grandi emittenti quotati, ma anche per le PMI di cui è ricchissimo il tessuto industriale del nostro paese, sono già quattro le PMI non quotate che hanno emesso "mini" green bond certificati su ExtraMOT PRO per una raccolta complessiva di €26,3 milioni.

Infine, Borsa Italiana è consapevole dell'importanza delle obbligazioni cosiddette climate-aligned ossia emesse da aziende la cui attività rientra nei settori che sostengono la transizione a una economia a basso impatto ambientale. Questi strumenti, pur non rientrando nell'elenco degli strumenti obbligazionari green e social, sono tuttavia desumibili dal settore di appartenenza della società emittente ExtraMOT PRO.

4.2. LO SVILUPPO DEL MERCATO: VINCOLI E OPPORTUNITÀ

Il report finale dell'HLEG ha sottolineato come il mercato europeo dei green bond non abbia ancora raggiunto il suo pieno potenziale, rappresentando attualmente una **percentuale relativamente modesta delle obbligazioni** in circolazione¹¹³. L'organizzazione Mission 2020 ha calcolato che per il raggiungimento degli obiettivi definiti dall'Accordo di Parigi i capitali investiti in green bond dovranno aumentare e raggiungere almeno \$800-900 miliardi entro il 2020, ovvero una cifra pari a oltre dieci volte le emissioni totali registrate nel 2016¹¹⁴.

Gli operatori hanno individuato alcuni ostacoli allo sviluppo del mercato, tra cui:

- **scarsa chiarezza** sui **settori economici finanziabili**;
- scarsa chiarezza sui **vantaggi economici** per gli emittenti.

In merito al secondo punto, si è accennato in apertura del capitolo al minor costo del debito potenzialmente associato ai green bond, in quanto l'elevata domanda consente in alcuni casi di ridurre il tasso di interesse. Tuttavia, il green bond implica al contempo **maggiori oneri per l'emittente** in termini di rendicontazione e revisione esterna. Le società devono infatti introdurre procedure complesse che possono comportare costi aggiuntivi, erodendo così i vantaggi economici legati alle obbligazioni verdi.

Nel quadro di un interesse crescente delle istituzioni europee a sostenere lo sviluppo del mercato dei green bond, si è intensificato il dibattito tra emittenti e investitori legato alla necessità di **introdurre procedure semplificate e standardizzate di emissione**, da un lato, e **definizioni condivise e dettagliate**, dall'altro.

Mentre i green bond quotati, in quanto tali, sono già sottoposti a obblighi di trasparenza e rendicontazione dalla vigente normativa europea, alle obbligazioni non quotate si applicano regolamentazioni meno stringenti: per esempio, i titoli non sono vigilati dalla CONSOB¹¹⁵ relativamente alla correttezza e alla trasparenza delle informazioni fornite.

Per questa ragione, l'HLEG ha proposto di identificare un **Green Bond Standard (GBS)** a partire dalle buone pratiche esistenti, con l'obiettivo di fare chiarezza su aspetti ancora controversi come la definizione di progetto "green" finanziabile dall'obbligazione, la misurazione dell'impatto degli interventi, la coerenza dei processi di validazione e revisione esterna.

Nell'**Azione 2 dell'Action Plan**, la Commissione Europea ha ripreso le indicazioni dell'HLEG con l'impegno di creare norme e certificazioni per i prodotti finanziari sostenibili, tra cui appunto i green bond.

113. Nell'ultimo trimestre del 2018 i bond catalogabili come "green", "social" e "sustainability" rappresentavano il 10% delle obbligazioni emesse da emittenti europei. Cfr: EU Technical Expert Group on Sustainable Finance 2019, *Report on EU Green Bond Standard*, giugno 2019, p. 17: <https://bit.ly/2KXIPzh>

114. Mission 2020 2017, 2020: *The Climate Turning Point*, p. 18: <https://bit.ly/2z9VZUx>

115. La CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) è l'organo di controllo del mercato finanziario italiano. Per maggiori informazioni: www.consob.it

4.3. LO STANDARD EUROPEO PER I GREEN BOND: EU GREEN BOND STANDARD

L'EU Green Bond Standard (GBS) è un sistema di **criteri condivisi a livello europeo per l'emissione di green bond**; con l'introduzione di tale standard, sarà possibile attribuire la certificazione di "EU Green Bond" a qualsiasi tipologia di obbligazione o di strumento di debito, quotato o non quotato, emesso da un operatore europeo o internazionale, che dimostri di essere conforme al GBS¹¹⁶.



Con l'obiettivo di realizzare l'Azione 2 dell'Action Plan, la Commissione Europea ha incaricato il TEG di elaborare **raccomandazioni per lo sviluppo di un Green Bond Standard (EU GBS)**.

Il 18 giugno 2019¹¹⁷ il TEG ha pubblicato un report contenente i principi fondamentali e la struttura del GBS, alcune raccomandazioni per sostenere lo sviluppo del mercato dei green bond, previsioni sull'impatto del GBS nell'ambito degli obiettivi dell'Action Plan.

Lo standard proposto dal TEG è di **carattere volontario** e si ispira a criteri e buone pratiche attualmente diffusi sul mercato, come i Green Bond Principles – GBP (cfr. §4.1.).

Il GBS si basa su **quattro principi**:

1. **allineamento alla tassonomia sulle attività eco-compatibili** (cfr. §1.3.), per l'identificazione dei progetti e delle attività finanziabili;
2. pubblicazione di un **"Green Bond Framework" (GBF)**, cioè un documento in cui l'emittente esplicita: la volontà di allineare il green bond al GBS; la conformità del piano di finanziamento dell'obbligazione agli obiettivi ambientali dell'Unione Europea; gli aspetti chiave dell'impiego dei proventi, dei processi di investimento e della reportistica;
3. produzione di una **reportistica** sull'uso dei proventi e sull'impatto ambientale generato¹¹⁸;
4. verifica da parte di un **revisore esterno** della conformità del Green Bond Framework e dell'allocazione dei proventi¹¹⁹.

116. EU Technical Expert Group on Sustainable Finance 2019, *Report on EU Green Bond Standard – Overview*: <https://bit.ly/32ivzup>

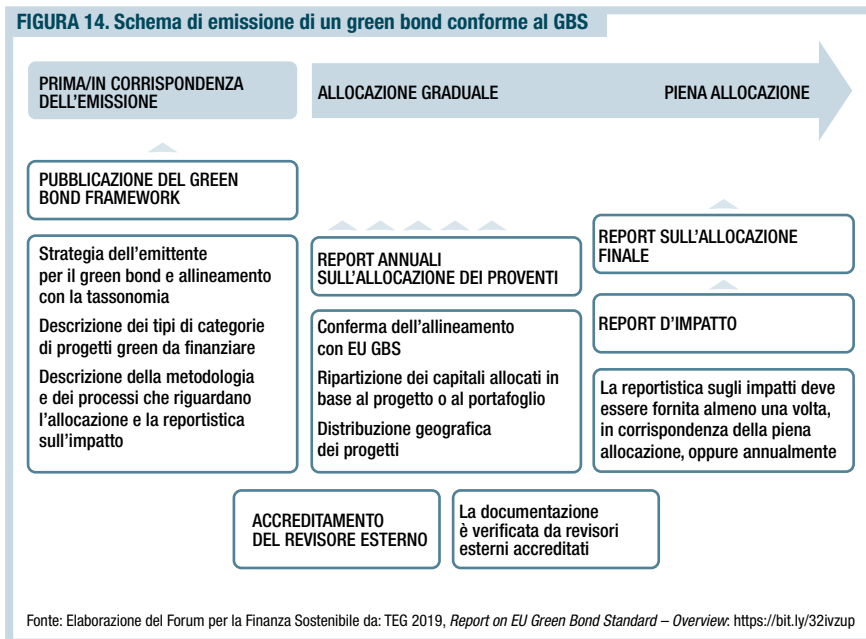
117. Il report finale del TEG è stato preceduto da una versione provvisoria, pubblicata il 6 marzo 2019 e sottoposta a consultazione pubblica, a cui hanno partecipato circa un centinaio di operatori di mercato. Il TEG ha tenuto conto delle osservazioni pervenute e di ulteriori analisi interne per elaborare il documento finale. Rispetto all'interim report, la versione definitiva ha aggiunto un paragrafo relativo alle aspettative sull'impatto del GBS nel mercato della finanza sostenibile e dei green bond; inoltre, il TEG ha sviluppato un template per l'accreditamento al GBS, ha ridotto il numero di raccomandazioni e ne ha precisato caratteristiche e ambito di applicazione. Per consultare l'interim report: <https://bit.ly/2TCYx6u>

118. Da pubblicare ogni anno fino al completamento dell'allocazione dei proventi e negli anni successivi, in caso di significativi cambiamenti.

119. In appendice al report il TEG propone anche una bozza di template da sottoporre agli emittenti che vogliono dichiarare l'allineamento al GBS. Cfr: TEG 2019, *Report on EU Green Bond Standard*, cit., Annex 2, p. 62.

Inoltre, il TEG suggerisce che i revisori esterni siano sottoposti a una **procedura formale di accreditamento e di supervisione**¹²⁰ che dovrà essere sviluppata e avviata dall'Autorità europea di vigilanza dei prodotti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority – ESMA, cfr. Glossario, p. 113).

FIGURA 14. Schema di emissione di un green bond conforme al GBS



Il TEG rivolge una serie di **raccomandazioni alla Commissione, ai governi degli Stati membri e agli operatori di mercato** affinché promuovano la diffusione del GBS attraverso misure che agiscano sia sulla domanda, sia sull'offerta di investimenti verdi.

In particolare il TEG:

- incoraggia gli **investitori istituzionali** a fare riferimento al GBS per la definizione delle strategie d'investimento in relazione alle obbligazioni verdi;
- invita la **Commissione Europea** a introdurre **obblighi di disclosure** per tutti i green bond in conformità al nuovo regolamento sulla disclosure ESG (cfr. §2.2.);
- incoraggia il sistema europeo delle **banche centrali** e la rete internazionale (Network for Greening the Financial System) a preferire i green bond che aderiscono allo standard nei loro programmi di acquisto di obbligazioni verdi;
- raccomanda alla **Commissione Europea e agli Stati membri** di introdurre

120. Il TEG propone di costituire un regime provvisorio di accreditamento per la durata massima di tre anni; l'iniziativa potrebbe essere guidata da operatori di mercato. Cfr: TEG 2019, *Report on EU Green Bond Standard*, cit., p. 41.

incentivi per favorire il progressivo allineamento del mercato europeo dei green bond allo standard¹²¹;

- evidenza l'importanza di **includere il GBS nell'ambito degli ecolabel per prodotti finanziari** (vale a dire le certificazioni di sostenibilità ambientale per prodotti finanziari retail – cfr. §4.4.).

Infine, il TEG ritiene che la diffusione del GBS produrrà **effetti positivi** sull'attuazione dell'Action Plan in termini di maggior **trasparenza e coerenza** del mercato dei green bond e di **incremento degli investimenti** in progetti con ricadute positive sull'ambiente.

I prossimi passi

La Commissione Europea esaminerà le raccomandazioni del TEG e deciderà se e come tenerne conto. A questo proposito, il TEG raccomanda alla Commissione Europea di non intervenire con l'introduzione di atti normativi per almeno tre anni, in modo da monitorare e valutare le reazioni del mercato all'introduzione dello standard¹²².

4.4. ALTRE CERTIFICAZIONI EUROPEE SUI PRODOTTI SRI

Le certificazioni sui prodotti finanziari incrementano la trasparenza e la riconoscibilità dei titoli da parte degli investitori. Per quanto riguarda in particolare le certificazioni di sostenibilità, un'esperienza significativa a livello europeo è rappresentata dall'**European SRI Transparency Code**, il codice di trasparenza per i fondi retail sostenibili di Eurosif (cfr. Box "European SRI Transparency Code", p. 86).

Inoltre, l'Unione Europea sta studiando la possibilità di estendere gli ecolabel – ovvero le certificazioni di sostenibilità ambientale dei beni di consumo – ai prodotti finanziari retail (cfr. Box "EU Ecolabel per prodotti finanziari", p. 87). Requisiti ESG sono previsti anche per i nuovi prodotti pensionistici individuali paneuropei (cfr. Box "L'integrazione dei criteri ESG nei PEPP", p. 89).

A livello nazionale, in molti paesi sono state avviate iniziative da parte di centri finanziari, associazioni di settore, oppure da organizzazioni specializzate in certificazioni di strumenti finanziari: si basano su requisiti minimi, in conformità con gli standard riconosciuti a livello internazionale e prevedono una verifica da parte di un revisore indipendente. Le ESG-label riguardano circa 500 prodotti finanziari





121. Per esempio, il TEG propone ai governi di introdurre sussidi che permettano agli emittenti di compensare le spese sostenute per la verifica esterna, sull'esempio di quanto avviene in Cina, Hong Kong e Singapore; cfr. TEG 2019, *Report on EU Green Bond Standard*, cit., pp. 42-43.

122. Questa valutazione potrebbe essere svolta con il supporto dell'EU Platform on Sustainable Finance, già incaricata di monitorare l'uso e l'aggiornamento della tassonomia delle attività eco-compatibili (cfr. §1.3.).

su oltre 60.000 fondi presenti sul mercato europeo. A oggi, la **Francia** è l'unico paese in cui il governo ha creato e sostiene due certificazioni pubbliche: l'SRI Label, dedicata agli investimenti responsabili; e l'etichetta Greenfin per i fondi di investimento incentrati sui temi ambientali.

In merito alle classi di attivo, bisogna sottolineare che la maggior parte delle certificazioni esistenti si applica ai **fondi azionari e obbligazionari nazionali di tipo UCITS** (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities), o fondi armonizzati¹²³, disciplinati dalla Direttiva 2009/65. Ad oggi, solo le etichette Umweltzeichen (Austria) e Greenfin (Francia) possono certificare fondi immobiliari. Inoltre, l'etichetta Greenfin consente la certificazione di venture capital e di fondi legati alle infrastrutture durante la loro fase di lancio.

FIGURA 15. Le certificazioni di sostenibilità in Europa






| | MARCHIO | GOVERNANCE | ASSEGNAZIONE | TIPOLOGIA | COSTO ANNUALE |
|-----|---|---|--|--|--|
| ESG |  SRI Label <i>Francia</i> | Comitato autonomo di stakeholder supportato dal Ministero delle Finanze | Enti di certificazione accreditati | Processo di investimento SRI | Canone che include audit e costi di promozione |
| |  FNG Siegel <i>Austria, Germania, Svizzera</i> | Comitato di esperti sotto la guida di FNG ¹²⁴ | GNG (ente di certificazione FNG) & Università di Amburgo | Esclusioni | €3500 |
| |  LuxFLAG ESG <i>Lussemburgo</i> | LuxFLAG ¹²⁵ | LuxFLAG | Processo di investimento SRI | €3000 |
| |  Febelfin QS <i>Belgio</i> | Febelfin ¹²⁶ | Ente certificatore esterno | Standard di qualità su investimenti tematici ed esclusioni | - |

123. I fondi armonizzati sono fondi aperti che, rispettando le direttive comunitarie sugli organismi di investimento collettivo di valori mobiliari, possono essere commercializzati nell'Unione Europea in regime di mutuo riconoscimento. A tali fondi si applica la Direttiva 2009/65 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), 13 luglio 2009.

124. Forum dell'Investimento Sostenibile (dei paesi di lingua tedesca).

125. Agenzia certificatrice autonoma per il settore finanziario in Lussemburgo.

126. Federazione belga per il settore finanziario.

| | MARCHIO | GOVERNANCE | ASSEGNAZIONE | TIPOLOGIA | COSTO ANNUALE |
|-------|--|--|------------------------------------|---|-------------------------------------|
| ESG |  Umweltzeichen Austria | Ministero dell'Ambiente austriaco | Ministero | Esclusioni | Canone annuo variabile |
| |  Nordic Swan Ecolabel paesi nordici | Nordic Ecolabelling Board ¹²⁷ , su mandato dei governi dei paesi nordici | Nordic Swan | Esclusioni e rendicontazione degli impatti ambientali | €3000 + onere fisso |
| GREEN |  LuxFLAG Environment Lussemburgo | LuxFLAG | LuxFLAG | Investimenti tematici, integrazione ESG, esclusioni | €3000 |
| |  LuxFLAG Climate Finance Lussemburgo | LuxFLAG | LuxFLAG | Investimenti tematici, integrazione ESG, esclusioni | €3000 |
| |  Greenfin Label Francia | Comitato autonomo di stakeholder presieduto dal Ministero della Transizione Ecologica e Solidale | Enti di certificazione accreditati | Investimenti tematici, integrazione ESG, esclusioni | Dipende dall'ente di certificazione |

Fonte: Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile da: Novethic 2019, *Overview of European sustainable finance labels*.
<https://bit.ly/2Yn9wEv>

EUROPEAN SRI TRANSPARENCY CODE



Il Codice Europeo per la Trasparenza degli Investimenti Sostenibili e Responsabili (European SRI Transparency Code) è stato lanciato da Eurosif nel 2008 e si applica ai **fondi di investimento retail**, coprendo molteplici asset class, dall'azionario all'obbligazionario.

127. Nordic Ecolabel è un marchio volontario creato dal Consiglio dei Ministri dei paesi nordici nel 1989, disponibile per circa 60 categorie di prodotti retail. La categoria "prodotti finanziari" è stata introdotta nel 2017.

Nel 2018 il Transparency Code contava circa **800 fondi registrati**.

Il Codice è nato per **consentire ai gestori di esplicitare agli investitori il proprio approccio nei confronti dell'SRI** attraverso un format semplice e comparabile. Con l'adesione i sottoscrittori si impegnano a **fornire informazioni accurate, pertinenti e aggiornate** sull'integrazione dei criteri ESG nelle politiche di gestione dei fondi, nell'ottica di una maggiore trasparenza nei confronti dei soggetti interessati e, in particolare, dei clienti.

Il Transparency Code si concretizza in una serie di impegni per gli aderenti, connessi principalmente all'obbligo di fornire informazioni su alcuni temi, tra cui:

- adozione di criteri ESG nell'analisi dei titoli di imprese (e Stati);
- processo di gestione del fondo;
- controlli e rendicontazione ESG.

Dopo tre precedenti aggiornamenti, il 19 febbraio 2018 Eurosif e i SIF (Sustainable Investment Forum) nazionali hanno lanciato una nuova versione del Transparency Code, che riflette i più recenti sviluppi del mercato SRI, in linea con le ultime raccomandazioni emanate in ambito europeo in tema di finanza sostenibile: in particolare, la Loi de Transition Énergétique pour la Croissance Verte (Art. 173); le raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) del Financial Stability Board; e le raccomandazioni del report finale dell'HLEG¹²⁸.

EU ECOLABEL PER PRODOTTI FINANZIARI

LUCIA ALESSI ED ELISA OSSOLA, COMMISSIONE EUROPEA - CENTRO COMUNE DI RICERCA



L'adozione dell'Accordo di Parigi sul cambiamento climatico e dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo Sviluppo Sostenibile segna uno storico impegno da parte della comunità internazionale verso l'obiettivo di una società e un'economia più sostenibili. L'Unione Europea è pienamente determinata a raggiungere gli obiettivi climatici ed energetici per il 2030 e a porre lo sviluppo sostenibile al centro delle politiche europee.

In questo quadro, l'8 marzo 2018 la Commissione Europea ha pubblicato un Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile, avanzando dieci proposte con tre obiettivi principali:

1. indirizzare flussi di capitale verso investimenti sostenibili;
2. integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi;
3. incrementare la trasparenza e incoraggiare un approccio di lungo periodo nelle attività economiche e finanziarie.

128. Per maggiori informazioni: <http://www.eurosif.org/transparency-code/>

In riferimento agli obiettivi 1) e 2), la Commissione Europea ha predisposto una **strategia che comprende l'introduzione di un sistema europeo di classificazione delle attività sostenibili** (la cosiddetta "tassonomia UE") e la creazione di standard e certificazioni di qualità ("label") per prodotti finanziari "verdi". Per quanto riguarda la seconda iniziativa, è stato deciso di applicare il regolamento sull'Ecolabel europeo ai prodotti finanziari.

L'Ecolabel europeo è un sistema volontario di certificazione di qualità volto a **promuovere i prodotti che presentano un basso impatto ambientale** e a **fornire ai consumatori informazioni precise, affidabili e scientifiche in merito all'impatto ambientale** dei prodotti. I criteri dell'Ecolabel europeo possono essere particolarmente utili per gli investitori retail che preferiscono investire il loro patrimonio tenendo in considerazione tematiche ambientali. Pertanto, il perimetro di applicazione dell'Ecolabel può includere specifici prodotti finanziari e assicurativi offerti a investitori retail. Per esempio, i fondi d'investimento (UCITS) risulterebbero inclusi nel perimetro di applicazione dell'Ecolabel perché le loro quote sono vendibili anche ad investitori retail.

Per valutare se un prodotto finanziario – per esempio, un fondo d'investimento – è compatibile con l'Ecolabel, è necessario analizzare i seguenti punti:

- in quale misura **i titoli sottostanti sono legati ad attività sostenibili dal punto di vista ambientale;**
- **se l'intero portafoglio è sufficientemente eco-compatibile** per ricevere l'Ecolabel.

La finanza "verde" è generalmente associata al finanziamento di attività che producono effetti positivi sull'ambiente, per esempio una riduzione delle emissioni di gas a effetto serra e di agenti inquinanti. I prodotti o gli investimenti possono quindi essere certificati come "verdi" in riferimento all'impatto ambientale dei progetti o delle attività sottostanti ai titoli finanziari. L'Ecolabel per i prodotti finanziari si basa sulla tassonomia europea per la definizione delle attività economiche eco-compatibili. Nel contesto dell'Ecolabel, investire in determinate attività potrebbe essere escluso sulla base di aspetti sociali ed etici.

Inoltre, per garantire coerenza e complementarietà tra le principali misure dell'Unione Europea, la definizione dei criteri dell'Ecolabel per prodotti finanziari prende in considerazione anche lo **sviluppo dello standard europeo per i green bond**. I green bond finanziano o rifinanziano, completamente o in parte, progetti a impatto ambientale positivo nuovi o già esistenti. Lo standard europeo per i green bond definisce le attività verdi in linea con la tassonomia. Per quanto riguarda il piano di lavoro, il processo di sviluppo dell'Ecolabel per prodotti finanziari è stato avviato nell'autunno del 2018 e prevede una durata complessiva di due anni. Durante la prima riunione con le parti interessate, ad aprile del 2019¹²⁹, sono stati presentati un report preliminare e un report tecnico con proposte su perimetro di applicazione e criteri. Nell'ambito della seconda riunione si svolgerà una discussione sui riscontri delle parti in merito ai materiali presentati.

129. I principali documenti sono disponibili a questo link: <https://bit.ly/2HCQcIW>



Il 26 luglio 2019 è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il Regolamento sui **Prodotti Pensionistici Individuali Paneuropei (PEPP, da Pan-European Personal Pension Product¹³⁰)**.

I PEPP sono strumenti di **previdenza complementare ad adesione individuale**, cioè possono essere sottoscritti da singoli risparmiatori (lavoratori autonomi o dipendenti, studenti e disoccupati) con l'obiettivo di accumulare risparmi per la pensione.

Sono caratterizzati da **standard comuni** (per esempio, su requisiti di trasparenza e norme di investimento) e da un "**passaporto**" che ne consente la **distribuzione in tutti i Paesi dell'Unione Europea**.

I PEPP sono **trasferibili** all'interno dell'Unione Europea: in altre parole, nel caso in cui un sottoscrittore cambi residenza all'interno dell'Unione Europea potrà continuare ad accumulare i risparmi tramite lo stesso prodotto, oppure versarli in un nuovo PEPP nel paese di destinazione, senza liquidazione.

I PEPP possono essere emessi da imprese assicuratrici, banche, asset manager, società di investimento e fondi pensione aziendali e professionali; EIOPA (cfr. Glossario, p. 112) verifica che i prodotti soddisfino i requisiti per la certificazione PEPP e ne autorizza la distribuzione nell'Unione Europea; inoltre, l'Autorità compila un registro centrale di tutti i PEPP. Il regolamento fa riferimento ai temi di sostenibilità in diversi passaggi del testo: **i fornitori di PEPP dovranno essere incoraggiati a prendere in considerazione i fattori ESG nelle scelte di investimento e nella gestione dei rischi**; inoltre, dovranno comunicare tali informazioni a EIOPA, alle autorità competenti e ai risparmiatori.

In particolare:

- il **KIID¹³¹** dovrà esplicitare informazioni sul rendimento degli investimenti in relazione ai fattori ESG (se disponibili);
- il **prospetto** dovrà illustrare la politica di investimento relativa ai fattori ESG e indicare come reperire informazioni supplementari;
- per **tutta la durata del contratto i risparmiatori dovranno essere informati** tempestivamente del modo in cui la politica di investimento tiene conto dei fattori ESG.

130. Regolamento UE 2019/1238 sul prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP), 20 giugno 2019: <https://bit.ly/2GGbVzh>

131. Il KIID (Key Investor Information Document) è un documento che, in sole due pagine, riassume le caratteristiche chiave di un fondo comune aperto. Il KIID si articola in 4 parti: a) finalità e politica di investimento; b) profilo di rischio rendimento; c) costi; d) performance storiche. È stato introdotto con l'entrata in vigore, a partire dal 1° gennaio 2018, del regolamento europeo in materia di PRIIPs (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products) relativo ai prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi pre-assemblati.

5.

**L'integrazione dei temi ESG
nella consulenza**



Il report finale dell'**HLEG** riconosce un **ruolo centrale alla consulenza nel guidare e orientare gli investitori verso i prodotti SRI**. Per questa ragione, il gruppo di esperti ha raccomandato esplicitamente che la Commissione Europea e la European Securities and Markets Authority (ESMA – cfr. Glossario, p. 113) intervengano a livello normativo: è necessario che i consulenti finanziari tengano conto delle preferenze in materia ESG degli investitori **retail** già a partire dalla profilazione del cliente attraverso il questionario introdotto e disciplinato dalla Direttiva MiFID (cfr. Glossario, p. 111).

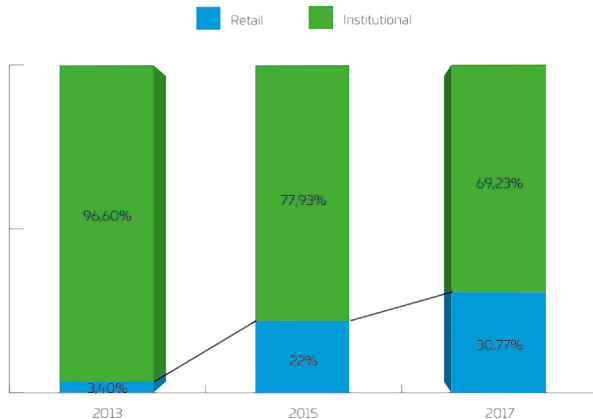
I dati che emergono dalle ricerche di mercato più recenti, inoltre, mostrano come gli investitori retail siano sempre più interessati a sottoscrivere prodotti SRI: un **maggior coinvolgimento dei consulenti finanziari e delle reti di vendita** sui temi della sostenibilità appare dunque cruciale per imprimere un'accelerazione allo sviluppo dell'SRI.

Il capitolo analizza la crescita d'interesse dei risparmiatori retail per l'investimento SRI e la rilevanza del ruolo dei consulenti finanziari nel fornire assistenza ai clienti sulle scelte d'investimento sostenibile (cfr. §5.1.); segue un approfondimento sull'intervento della Commissione Europea finalizzato a integrare i criteri ESG nell'attività di consulenza (cfr. §5.2.)

5.1. INVESTITORI RETAIL E CONSULENTI FINANZIARI

L'**European SRI Study 2018** evidenzia la crescita degli investimenti che integrano aspetti ambientali, sociali e di governance. La percentuale di investitori retail, passata dal 3,4% nel 2013 al 30,8% nel 2017, conferma la **crecente consapevolezza da parte dei risparmiatori sull'importanza delle tematiche ESG**.

FIGURA 16. La crescita del mercato SRI retail in Europa



Fonte: Eurosif 2018, *European SRI Study 2018*: <https://bit.ly/2Yb3za2>

Una ricerca condotta nel 2017 da Natixis Investment Managers¹³² su 8.300 intervistati in 26 paesi ha rilevato che oltre il 70% degli investitori al dettaglio dichiara di tenere in considerazione gli obiettivi ambientali, sociali e di governance nelle proprie scelte di investimento.

Il dato è coerente con uno studio dello stesso anno di Vigeo Eiris¹³³, da cui emerge che il 72% degli investitori al dettaglio francesi vorrebbe che l'integrazione dei criteri ESG nella gestione dei risparmi fosse obbligatoria.

D'altra parte, la ricerca di mercato condotta dal Forum per la Finanza Sostenibile e Doxa nel 2017¹³⁴ ha evidenziato un **aumento dei risparmiatori che si orientano verso prodotti consigliati** dalla propria banca o dal proprio consulente finanziario; diminuiscono invece gli investitori che compiono le scelte di investimento in totale autonomia¹³⁵. La tendenza ad affidarsi al consiglio degli esperti è coerente con l'aumento di fiducia nei confronti del consulente finanziario, cresciuta di 17 punti rispetto al 2013.

La ricerca rileva che il 58% dei risparmiatori che non possiedono prodotti SRI dichiara di non aver mai investito in questi prodotti in quanto non ha mai ricevuto proposte commerciali in tal senso¹³⁶.

Alla luce della rapida crescita registrata dal segmento retail della finanza sostenibile negli ultimi anni, la sfida è ora quella di fornire sufficienti informazioni e rassicurazioni a chi è interessato, ma ancora scettico: per esempio, **rendendo più incisive le politiche commerciali e di comunicazione**, migliorandone **chiarezza, trasparenza e capacità di risposta** alle esigenze dei piccoli risparmiatori, anche attraverso l'inclusione di nozioni di educazione finanziaria¹³⁷.

5.2. I CRITERI ESG NELL'ATTIVITÀ DI CONSULENZA

L'**Azione 4** dell'Action Plan prevede l'integrazione della sostenibilità nell'attività di consulenza attraverso la verifica delle preferenze dei clienti sui **temi ESG nella valutazione di adeguatezza dei prodotti**¹³⁸.

Tra maggio e giugno 2018 la Commissione Europea ha aperto una **consultazione pubblica**¹³⁹ per approfondire le posizioni degli operatori sulla possibilità di **modificare le Direttive MiFID II e IDD** – rispettivamente, sui prodotti finanziari e

132. Natixis Investment Managers 2017, *Trust, transparency and the quest for clarity*, p. 6.

133. Vigeo Eiris, FIR 2017, *The French and SRI: results of the 8th national survey*: <https://bit.ly/2KiNkkV>

134. Forum per la Finanza Sostenibile, Doxa 2017, *Il risparmiatore responsabile*, cit.

135. La comparazione fa riferimento alla precedente edizione dello studio, del 2013, consultabile al seguente link: <https://bit.ly/2ZLTEvi>

136. Forum per la Finanza Sostenibile, Doxa 2017, *Il risparmiatore responsabile*, cit., p. 18.

137. Ivi, p. 6.

138. Commissione Europea 2018, *Piano d'Azione per finanziare una crescita sostenibile*, cit., pp. 7-8.

139. Per consultare le risposte: <https://bit.ly/2YmZzH1>

assicurativi (cfr. Glossario, p. 111) – con l’obiettivo di integrare considerazioni ESG nell’attività di consulenza.

Il 4 gennaio 2019¹⁴⁰ la Commissione Europea ha pubblicato due **bozze di modifica al regolamento delegato di MiFID II¹⁴¹ e al regolamento IDD¹⁴²**: le nuove norme devono essere adottate in seguito all’approvazione del regolamento sulla disclosure ESG (cfr. §2.2.). La finestra temporale accordata dalla Commissione Europea ha l’obiettivo di dare tempo agli operatori interessati di adeguarsi gradualmente alle nuove disposizioni.

CRITERI ESG NELL’ATTIVITÀ DI CONSULENZA:

IL PUNTO DI VISTA DEI CONSULENTI FINANZIARI

SONIA CICCOLELLA E MATTIA SUARDI, UFFICIO STUDI ANASF



Il Piano d’Azione per finanziare la crescita sostenibile, pubblicato dalla Commissione Europea l’8 marzo 2018, rappresenta il punto di partenza per inquadrare a livello istituzionale il tema dell’integrazione dei criteri ESG nell’attività svolta dai consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede nei confronti del pubblico dei risparmiatori. Se, da un lato, il Piano riconosce il ruolo centrale che gli operatori professionali svolgono attraverso la consulenza nel riorientare il sistema finanziario verso la sostenibilità, dall’altro tale documento evidenzia che *“spesso nell’erogazione della consulenza non si tengono tuttavia in considerazione a sufficienza le preferenze degli investitori e dei beneficiari per quanto attiene alla sostenibilità”*. Emergono pertanto margini di miglioramento, colmabili attraverso due linee di intervento tra loro interrelate volte, rispettivamente, alla predisposizione di una cornice normativa che integri i criteri ESG nell’attività di consulenza e alla consapevole definizione del ruolo che i consulenti finanziari possono svolgere in questo ambito.

Rispetto alla prima linea d’intervento, il **4 gennaio 2019 la Commissione ha pubblicato la proposta di regolamento** che, innestandosi sulla disciplina MiFID II, integrerà le considerazioni ESG nella consulenza in materia di investimenti¹⁴³ con particolare riferimento alla raccolta delle informazioni necessarie a definire il profilo dell’investitore e disporre così della base informativa per valutare l’adeguatezza dei servizi e degli strumenti finanziari

140. Commissione Europea 2019, *Commission publishes draft rules to ensure investment firms and insurance distributors consider sustainability topics when advising clients*, Comunicato stampa, 4 gennaio 2019: <https://bit.ly/2LTIRIJ>

141. Commissione Europea 2019, *Commission delegated regulation amending Delegated Regulation EU 2017/565 as regards the integration of Environmental, Social and Governance (ESG) considerations and preferences into the investment advice and portfolio management* (draft), 4 gennaio 2019: <https://bit.ly/2OzbME9>

142. Commissione Europea 2019, *Commission delegated regulation amending Regulation EU 2017/2359 as regards the integration of Environmental, Social and Governance (ESG) considerations and preferences into the investment advice for insurance-based investment products* (draft), 4 gennaio 2019: <https://bit.ly/315X7BE>

143. Cfr. Commissione Europea 2019, *Commission delegated regulation amending Delegated Regulation (EU) 2017/565*, cit. Analoghe considerazioni valgono, sempre nell’ambito dei servizi di investimento MiFID II, per la gestione di portafogli, nonché per la distribuzione di prodotti di investimento assicurativi di cui alla direttiva sulla distribuzione assicurativa (IDD).

proposti. Per quanto concerne la **profilazione dell'investitore**, la proposta di regolamento prospetta l'arricchimento del set informativo già previsto dalle disposizioni MiFID II¹⁴⁴ con **l'identificazione delle eventuali preferenze ESG mediante l'inserimento di apposite domande di verifica nel questionario per la valutazione di adeguatezza**. Una novità che renderà a sua volta necessaria, in sede di futura applicazione del nuovo regolamento, una riflessione ad opera degli operatori per comprendere il numero e la profondità delle domande nonché i temi oggetto dei "quesiti ESG" all'interno dei questionari MiFID II. Altro aspetto di carattere operativo concerne il momento in cui rilevare le preferenze ESG dell'investitore: la proposta di regolamento UE (cfr. punto 6) fornisce un importante chiarimento al riguardo precisando che, al fine di evitare eventuali "disallineamenti" (mismatching), intermediari e **consulenti finanziari dovranno prima valutare gli obiettivi di investimento del cliente per poi porre domande sulle potenziali preferenze ESG**. Di queste preferenze bisognerà poi tenere conto nella relazione sulla consulenza effettuata che, secondo quanto previsto dalla MiFID II, occorre consegnare alla clientela al dettaglio per illustrare i contenuti della consulenza prestata e i motivi per cui la raccomandazione di investimento risulti adeguata al profilo dell'investitore.

Guardando più da vicino al ruolo dei consulenti finanziari, il contributo del singolo professionista può ascrivere a tutte le fasi del processo di consulenza. In occasione della **profilazione del cliente**, effettuata utilizzando il questionario MiFID II, il consulente finanziario svolgerà la delicata funzione di **rilevare le eventuali preferenze ESG** dell'investitore e, in tale circostanza, dovrà porre una particolare attenzione alla loro **integrazione con gli obiettivi di investimento preventivamente identificati**. Il consulente finanziario sarà inoltre chiamato a dare un effettivo contenuto pratico alla previsione (cfr. punto della proposta di regolamento UE) in virtù della quale si richiede di spiegare ai clienti come le loro preferenze ESG siano prese in considerazione nel processo di selezione di ogni singolo strumento finanziario oggetto di raccomandazione. È altresì importante considerare che il consulente finanziario, in quanto interlocutore diretto dell'investitore, è in una posizione privilegiata nell'**intercettare gli eventuali cambiamenti nelle caratteristiche ed esigenze del cliente**, ivi compresa l'attitudine verso i temi ESG. Si pensi al caso di un investitore che nel corso del tempo maturi una propria "coscienza sostenibile", mostrando una particolare sensibilità verso tematiche quali la lotta ai cambiamenti climatici, le energie rinnovabili o l'edilizia sostenibile.

Il ruolo, così delineato, dei consulenti finanziari rispetto all'integrazione dei criteri ESG nell'attività di consulenza richiede a sua volta di essere sviluppato e valorizzato. Ciò soprattutto ove si consideri che sono gli stessi consulenti finanziari a riconoscere gli ampi spazi di miglioramento. Secondo i dati dell'osservatorio mensile su un campione di consulenti finanziari associati ad ANASF¹⁴⁵ solo il 54% circa dei rispondenti riteneva di avere una

144. Consistente nella raccolta di informazioni sulle conoscenze ed esperienze del cliente, sulla sua situazione finanziaria e sui suoi obiettivi di investimento.

145. Osservatorio mensile ANASF Real Trend, realizzato in collaborazione con ETicaNews tra il 22 e il 30 ottobre 2018.

conoscenza almeno buona dei prodotti SRI, percentuale che scendeva rispettivamente al 45% e al 42% per la conoscenza dei criteri ESG e dei relativi indici di performance. Queste evidenze confermano la necessità di sviluppare il ruolo del consulente finanziario nel contesto dell'investimento sostenibile mediante **iniziative mirate di formazione e aggiornamento professionale** grazie sia ai percorsi predisposti dall'intermediario di appartenenza, sia ai momenti formativi offerti da soggetti terzi.

In conclusione, se da un lato l'investimento sostenibile è divenuto a pieno titolo una realtà del settore finanziario ufficialmente riconosciuta dalle istituzioni dell'Unione Europea, dall'altro occorre contribuire alla diffusione della finanza sostenibile anche per il tramite delle due linee di intervento individuate nel presente contributo rappresentate, rispettivamente, dall'integrazione dei criteri ESG nella disciplina del servizio di consulenza MiFID II e dal ruolo dei consulenti finanziari nel sensibilizzare i cittadini verso le tematiche ESG e nell'agevolare l'assunzione di scelte di investimento informate e responsabili che sappiano tener conto dell'attitudine del singolo risparmiatore.

A luglio 2018 la Commissione Europea ha chiesto a **ESMA** ed **EIOPA** (cfr. Glossario, pp. 112-113) di fornire un parere tecnico sull'introduzione dei criteri ESG nell'attività di consulenza su prodotti finanziari e assicurativi¹⁴⁶.

Il 30 aprile 2019 ESMA ha pubblicato e inviato alla Commissione Europea il proprio parere tecnico¹⁴⁷ sulle modifiche alla Direttiva MiFID II¹⁴⁸.

In generale, ESMA ritiene importante che l'integrazione dei fattori ESG avvenga secondo un **approccio per principi** e non prescrittivo, che potrebbe ostacolare l'innovazione di prodotto e generare incongruenze nell'assetto normativo. Inoltre, ESMA ritiene necessario che sia operativa una **tassonomia delle attività sostenibili chiara, completa e vincolante** prima che tutte le altre riforme sui temi ESG entrino in vigore. Le nuove prescrizioni dovranno tenere in considerazione il **principio di proporzionalità** per non penalizzare alcuni operatori a causa delle dimensioni; inoltre, tutti i soggetti coinvolti dovranno poter disporre del **tempo** necessario per adeguarsi alle nuove disposizioni.

In seguito al parere di ESMA si concentra su due ambiti: **requisiti organizzativi** e **"product governance"**, ovvero l'insieme degli obblighi a cui sono soggetti i produttori e i distributori dei prodotti finanziari.

Per quanto riguarda i requisiti organizzativi, i temi affrontati da ESMA riguardano: la verifica delle conoscenze e delle competenze dei consulenti sui temi di

146. In particolare, la richiesta di parere tecnico verteva sulla possibilità di introdurre atti delegati a MiFID II, IDD, UCITS (sui fondi aperti) AIFMD (sui fondi alternativi), Solvency II (sull'attività delle assicurazioni).

147. ESMA 2019, *ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, Final Report, 30 aprile 2019: <https://bit.ly/2WjHoNm>

148. Nella stessa data ESMA ha pubblicato anche un parere tecnico sull'integrazione dei criteri ESG nelle Direttive UCITS sui fondi aperti e AIFMD sui fondi alternativi. Per maggiori informazioni: <https://bit.ly/2vAvGSG>

sostenibilità; l'integrazione dei criteri ESG nei processi di gestione dei rischi (che deve tenere conto della scarsità di informazioni attendibili); la predisposizione di misure adeguate per identificare i **conflitti di interesse** che possono sorgere dalla distribuzione di prodotti SRI (per esempio, le pratiche di misselling, secondo cui il riferimento ai temi di sostenibilità viene sfruttato per incoraggiare l'acquisto dei prodotti più costosi). Nell'ambito della product governance, ESMA raccomanda l'integrazione dei criteri ESG nell'attività di produttori e distributori; in particolare, questi ultimi dovranno tenerne conto nell'analizzare esigenze, caratteristiche e obiettivi del mercato di riferimento, nell'accertamento periodico della coerenza del prodotto con le esigenze del cliente e nella verifica dell'evoluzione di attitudini e opinioni del cliente.

L'INTEGRAZIONE DI CONSIDERAZIONI ESG NELLA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA (IDD)

PIETRO NEGRI, CSR MANAGER, ANIA



L'offerta di prodotti assicurativi di investimento sostenibili o ESG si è andata sempre più sviluppando e comincia a non essere più considerata solamente come un mercato di nicchia. Per favorirne ulteriormente lo sviluppo, la Commissione Europea è recentemente intervenuta con varie misure, volte a collocare le considerazioni ESG *“al centro del sistema finanziario, al fine di agevolare la trasformazione dell'economia europea in un sistema più “verde”, più resiliente e circolare”*¹⁴⁹. In particolare, la Commissione ha presentato, nell'ambito del Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile, proposte legislative volte a integrare le considerazioni ESG nei servizi forniti ai propri clienti dalle imprese di investimento e dai distributori di prodotti di investimento assicurativi¹⁵⁰. Per quanto riguarda le imprese di assicurazione, sono state proposte modifiche al Regolamento delegato (UE) n. 2017/2359 al fine di includere i fattori ESG nell'ambito delle informazioni da raccogliere, ai fini di profilazione, dalla clientela e verificare l'idoneità del prodotto offerto a soddisfarne i bisogni. La Commissione, nel luglio 2018, ha chiesto a EIOPA di fornire il proprio parere volto a supportare l'integrazione dei fattori ESG all'interno della normativa in materia di assicurazioni (Solvency II e IDD) e relative norme di attuazione. Il 3 maggio 2019, a seguito di consultazione, l'Autorità di vigilanza europea ha reso pubblico il proprio technical advice alla Commissione¹⁵¹.

In particolare, nell'ambito di **Solvency II**, vengono proposte diverse **modifiche al Regolamento delegato (UE) 2015/35**. Il technical advice di EIOPA considera innanzitutto la

149. Commissione Europea 2018, *Proposta di regolamento relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili*, cit.

150. EIOPA 2018, *7th Consumer trends*: <https://bit.ly/2UYpq2J>

151. EIOPA 2019, *EIOPA submits advice on Sustainable Finance to the European Commission*, Comunicato stampa, 3 maggio 2019: <https://bit.ly/2T036Vl>

possibilità di **integrare il cosiddetto “principio della persona prudente”** prevedendosi, da un lato, che nell’ambito della valutazione della sicurezza, della qualità, della liquidità e della redditività del portafoglio debbano essere tenuti in considerazione anche i citati “rischi di sostenibilità”; dall’altro, che le imprese debbano tenere in considerazione l’**impatto a lungo termine dei fattori ESG sugli investimenti** e prevedere, ove rilevanti, un riferimento alle **preferenze in materia ESG dei contraenti e dei beneficiari**.

L’Autorità evidenzia la potenziale crescita dei costi per intermediari finanziari e reti di distribuzione connessa a tale approccio, soprattutto per mancanza attuale di un adeguato expertise nel trattamento e utilizzazione delle informazioni rilevanti, dati e strumenti, con una esigenza crescente di acquisire tali informazioni da terze parti. Con riguardo alla **tematica dei conflitti di interesse**, la valutazione di EIOPA è speculare a quanto proposto da ESMA in ambito MiFID II: è infatti prevista l’introduzione di un nuovo considerando nel Regolamento delegato (UE) 2017/2359, che richiederebbe alle imprese di valutare anche i conflitti derivanti dalla considerazione dei fattori ESG nell’attività distributiva; inoltre, si dovrebbe prevedere che, fra i fattori da considerare nell’identificazione dei tipi di conflitti che possono insorgere nell’ambito della distribuzione assicurativa, vadano inclusi anche quelli derivanti dagli obiettivi ESG dei clienti, ove rilevanti.


Secondo l’Autorità, è lecito aspettarsi che i fattori ESG divengano oggetto di analisi e valutazione anche da parte delle **funzioni di compliance e internal audit**, dato che le stesse sono responsabili del monitoraggio, dell’adeguatezza delle politiche e delle procedure adottate in tema di risk management.

EIOPA considera, inoltre, il tema della product governance proponendo l’inclusione dei principi ESG nel set normativo rilevante in materia. A tal fine si propone l’inclusione di un riferimento puntuale ai **fattori ESG nelle norme che disciplinano la determinazione e revisione**, da parte delle imprese di assicurazione con il supporto dei distributori, **del target market del prodotto**. Nell’individuazione delle preferenze ESG utilizzate per definire un determinato prodotto, le imprese potranno utilizzare la tassonomia in corso di elaborazione da parte della Commissione. Nelle more della definizione di questa, in ogni caso, potranno essere utilizzati i modelli presenti sul mercato.

La Commissione Europea, sulla base del technical advice dell’Autorità, procederà alla finalizzazione delle modifiche alla regolamentazione di attuazione della MiFID e della IDD. Secondo la tabella di marcia attuativa dell’Action Plan, il testo definitivo dei nuovi regolamenti dovrebbe essere approvato ed entrare in vigore entro la fine del 2019, con applicazione a decorrere dal 2020.

A settembre 2019 IVASS¹⁵² ha posto in pubblica consultazione una bozza di regolamento in materia.

152. IVASS è l’istituto di vigilanza per le assicurazioni. Per maggiori informazioni: <https://www.ivass.it/>



6.
Prospettive
per il mercato italiano

6.1. CONSIDERAZIONI GENERALI

Le misure proposte dalla Commissione Europea rispondono a due esigenze diffuse sul mercato SRI e necessarie per consentirne la crescita:

- **trasparenza;**
- individuazione di **criteri comuni sulla definizione di investimento sostenibile.**

È importante che tali criteri tengano conto della **specificità dei mercati nazionali** e delle **esigenze delle singole categorie** di organizzazione finanziaria, sia in termini di attività, sia in termini di dimensioni.

L'obiettivo delle misure è l'allineamento dei mercati finanziari all'Accordo di Parigi. Il principio è accolto dagli operatori italiani; al tempo stesso, è necessario chiarire alcuni aspetti dal punto di vista tecnico e quantitativo: per esempio, la **definizione scientifica della probabilità e delle implicazioni degli scenari di riferimento su ambiente e attività umane, i rischi e le opportunità associati al processo di transizione, gli indicatori rilevanti per le attività finanziarie**, ecc. È ampiamente condivisa la considerazione per cui il cambiamento climatico costituisce un rischio per la stabilità dei mercati. Tuttavia, è necessario chiarire in quale orizzonte temporale e in che termini precisi si manifesta tale rischio.

Un punto di svolta per il mercato è stata la presa di posizione della Banca d'Italia, che ha motivato l'integrazione dei criteri ESG nella strategia di gestione di una porzione degli asset con la constatazione della materialità del rischio climatico¹⁵³.

Sarà cruciale fornire ai mercati **maggiori informazioni sulle implicazioni finanziarie dei rischi climatici basate su dati ed evidenze scientifiche**: solo a questo punto le misure proposte dall'Action Plan potranno essere pienamente implementate dagli operatori e affermarsi come "new normal".

In tale ottica, è importante definire la **rilevanza dei criteri ESG non soltanto in termini di rischio, ma anche di opportunità**: in questo senso è significativo l'approccio seguito dalla Commissione Europea nell'aggiornamento delle linee guida sulla dichiarazione delle informazioni sul clima per le imprese¹⁵⁴ (cfr. §2.3.). A questo scopo sarà utile rinforzare e favorire la diffusione degli **studi accademici e delle ricerche di mercato** che evidenziano i vantaggi degli investimenti SRI in

153. "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: <https://bit.ly/2wtiMq8>

154. Commissione Europea 2019, *Comunicazione della Commissione – Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima*, cit.

termini sia di rendimenti, sia di riduzione del rischio¹⁵⁵.

Oltre all'investimento sostenibile occorre considerare anche il **rischio creditizio**. È necessario infatti che i criteri ESG si estendano anche alla funzione di erogazione del credito; tale aspetto è particolarmente rilevante per gli istituti bancari italiani, molto orientati all'erogazione di credito alle Piccole e Medie Imprese (PMI).

Analoga considerazione potrebbe essere riferita alla **valutazione dei rischi assicurativi**, nell'ambito della quale i fattori ESG ancora non rivestono sufficiente considerazione, seppur l'80% delle perdite del settore nel 2018 sia stato causato da eventi atmosferici estremi¹⁵⁶.

Al momento banche e imprese assicuratrici non dispongono di dati e di metriche sufficienti per valutare adeguatamente i livelli di rischio associati ai temi di sostenibilità: in futuro sarà dunque cruciale potenziare la ricerca in questi ambiti.

In relazione alle misure proposte dall'Action Plan, è molto importante chiarire ai mercati quali diventeranno **atti vincolanti** e quali rimarranno **adempimenti volontari per gli operatori**.

In entrambi i casi è rilevante:

- garantire l'**applicabilità delle misure**, attraverso un maggiore coinvolgimento degli operatori di mercato;
- stabilire con **chiarezza il campo di applicazione delle norme** (per quali soggetti e in quali ambiti) e i mandati degli organi di vigilanza;
- definire un'**appropriata tempistica** per l'entrata in vigore di ciascuna norma, anche in virtù della funzione propedeutica di alcune misure su altre (per esempio, la tassonomia è punto di riferimento per altre misure);
- definire **adeguati periodi di transizione**, per consentire agli operatori di adeguarsi senza creare effetti distorsivi sul mercato;
- ottimizzare il **trade-off tra chiarezza delle regole e rischio disincentivo** per gli operatori (è importante evitare l'eccessiva regolamentazione e burocratizzazione e garantire che le nuove norme incentivino l'adozione di pratiche di investimento sostenibili);
- garantire che i **tempi del processo legislativo non rallentino le dinamiche del mercato SRI**, che da tempo **dimostra di essere recettivo** all'integrazione dei criteri di sostenibilità nelle politiche e nelle strategie di investimento, sia a livello europeo, sia a livello italiano;

155. A titolo d'esempio si veda: Becchetti, Leonardo, Ciciretti, Rocco, Dalo, Ambrogio e Herzel, Stefano 2014, *Socially Responsible and Conventional Investment Funds: Performance Comparison and the Global Financial Crisis*, CEIS Università di Roma "Tor Vergata": <https://bit.ly/2KltWzg>; Eccles, Robert G., Ioannou, Ioannis e Serafeim, George 2011, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, Harvard Business School: <https://hbs.me/2IDqVzU>; Clark, Gordon, Finer, Andreas e Vieh, Michael 2015, *From the stockholder to the stakeholder, How Sustainability can drive financial outperformance*, University of Oxford, Arabesque Partners, Smith School of Enterprise and the Environment, marzo 2015: <https://bit.ly/2BJ2sEL>; Friede, Gunnar, Busch, Timo, e Bassen, Alexander 2015, "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Vol. 5, n. 4, pp. 210-233: <https://bit.ly/2MJeIFm>

156. Banca Centrale Europea (autori vari) 2019, *Climate change and financial stability*, cit.

- garantire la **flessibilità delle misure**, per consentirne un impiego diffuso da parte di molteplici attori e continuativo nel tempo, adattandosi alle innovazioni del mercato e assorbendone gli sviluppi tecnologici.

È cruciale dedicare maggiore attenzione all'aspetto della **governance**: per ottenere una piena e autentica transizione dei mercati, la sostenibilità non deve riguardare solo i prodotti finanziari, bensì permeare l'intera struttura delle imprese non solo finanziarie.

In quest'ambito è significativa la sezione delle linee guida sulla comunicazione delle informazioni relative al clima, in cui si analizza il tema delle politiche e degli aspetti di due diligence: a proposito dei rischi e delle opportunità associati al cambiamento climatico, la Commissione Europea raccomanda alle imprese di descrivere il livello di supervisione e di controllo da parte del CdA e il ruolo di valutazione e di gestione da parte del management¹⁵⁷. Inoltre, i requisiti proposti dal TEG per la disclosure sui temi di sostenibilità dei benchmark non si limitano alla variabile ambientale, ma includono anche criteri sociali e di governance: per esempio, grado di indipendenza e livello di diversità del Board per quanto riguarda l'azionario e corruzione, stabilità politica e stato di diritto in riferimento all'analisi dei titoli di Stato.

Un altro aspetto chiave è la **misurazione dell'impatto della sostenibilità sulla performance finanziaria**: è fondamentale armonizzare le metriche di misurazione tra aziende (attraverso l'identificazione di KPI strategici per tutti i settori) e tra imprese e investitori.

In quest'ambito, appare opportuno introdurre un sistema di **reportistica** che sia coerente con:

- le esigenze di sostenibilità delle aziende, ovvero comunicare efficacemente le proprie attività ESG ai mercati;
- le aspettative degli investitori, ovvero conoscere gli impatti dei temi ESG sul business delle aziende e rischi/opportunità finanziari connessi.

Nell'ambito dei futuri approfondimenti tecnici e degli sviluppi normativi sarà importante focalizzare maggiormente l'attenzione sul tema delle **PMI**, anche come soggetti delle disposizioni (per esempio, le linee guida per la comunicazione delle informazioni sul clima): l'obiettivo è salvaguardare le esigenze degli operatori finanziari che operano con le PMI come investitori o come enti di erogazione del credito.

Inoltre, è cruciale promuovere con maggior incisività un **approccio di lungo periodo da parte degli investitori e delle aziende**: un ostacolo all'integrazione dei criteri ESG nelle strategie di investimento – soprattutto da parte degli asset manager – è spesso rappresentato dall'asincronismo tra gli effetti degli investi-

157. Commissione Europea 2019, *Comunicazione della Commissione – Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario*, cit.

menti SRI, che si dispiegano sul medio-lungo periodo, e le esigenze dell'investitore, che spesso vuole vedere rendimenti positivi nel breve periodo. In questo senso è importante che tutti gli stakeholder coinvolti nella filiera dell'investimento condividano gli stessi criteri di sostenibilità¹⁵⁸.

Infine, è opportuno tenere presente che l'azione delle istituzioni europee va nella direzione di **promuovere la diffusione della sostenibilità come nuovo comune denominatore dei mercati finanziari**: in questo senso, è importante che nuove classificazioni, standard e certificazioni non siano volte a creare nicchie "green", ma che si applichino in maniera trasversale all'industria finanziaria per attestare ad ampio raggio il livello di sostenibilità di politiche di governance, strategie di investimento e prodotti e servizi. Al tempo stesso, è necessario adottare opportune clausole di salvaguardia dai rischi connessi a una diluizione della qualità dei criteri e del rigore nella loro applicazione: in altre parole, è opportuno evitare che la tassonomia e gli altri strumenti vengano applicati indistintamente anche a prodotti o soggetti non realmente sostenibili.

6.2. CONSIDERAZIONI SPECIFICHE

La tassonomia

Una delle caratteristiche chiave della tassonomia è rappresentata dall'**approccio definitorio e classificatorio**: un linguaggio comune, soprattutto sulla finanza verde, è ampiamente richiesto dagli investitori per una maggior trasparenza del mercato e necessario per incrementare il volume degli investimenti in progetti sostenibili.

Tuttavia, gli operatori tendono a convergere verso la richiesta di **maggiori chiarimenti sul livello di completezza e di attendibilità dei dati** sottostanti i criteri tecnici. Inoltre, si rileva la necessità di precisare maggiormente **competenze e mandato della Platform on Sustainable Finance**, l'organo proposto per supervisionare l'applicabilità e l'aggiornamento dei criteri tecnici.

Un punto di attenzione è richiamato anche sulla **qualità e sull'efficacia delle informazioni** a disposizione degli operatori che utilizzeranno la tassonomia per classificare i propri portafogli: tali informazioni, infatti, provengono in gran parte dalle dichiarazioni **fornite dalle aziende**, spesso valutate insufficienti o inadeguate a soddisfare la necessità d'analisi degli investitori. Le nuove linee guida che accompagnano la direttiva sulla dichiarazione non finanziaria costituiscono uno strumento utile a risolvere queste criticità.

Dal momento che la tassonomia costituisce la base di molte delle misure proposte dall'Action Plan, è importante **definire un'appropriata tempistica** in base

158. A questo proposito saranno interessanti i pareri tecnici richiesti dalla Commissione Europea alle autorità di vigilanza (EBA, EIOPA, ESMA – cfr. Glossario, pp. 112-113) sulle possibili pressioni dei mercati finanziari per l'adozione di un'ottica di breve periodo da parte delle aziende. Per maggiori informazioni: <https://bit.ly/2yLp6dG>

alla quale si dia **priorità alla conclusione dell'iter normativo e tecnico di tale strumento**. È opportuno che l'elaborazione dei dettagli tecnici delle altre misure avvenga seguendo le tempistiche di tale processo (consultazione tra Parlamento e Consiglio dell'Unione Europea – cfr. Appendice “Procedura legislativa ordinaria”, p. 116), in modo tale da ottimizzare tempi, procedure e costi di adeguamento e non originare rischi di natura legale per i soggetti finanziari.

La tassonomia ha un contenuto tecnico; al tempo stesso, implica una serie di **delicate scelte politiche ed economiche da parte dei governi**, su cui è necessario giungere a un consenso sia in sede nazionale, sia soprattutto in sede europea per evitare scelte di arbitraggio tra le diverse legislazioni nazionali. L'obiettivo è fare in modo che la riforma non proceda a velocità diverse, con Commissione e istituzioni europee proattive e governi e attori finanziari nazionali più conservativi o viceversa. Si tratta di un processo indubbiamente complesso ma necessario, su cui è **cruciale procedere in modo spedito**, ma concedendo il tempo adeguato al raggiungimento del consenso a tutti i livelli.

È generalmente apprezzato dagli operatori finanziari l'approccio incentrato sulla **transizione**: tale principio consente alla tassonomia di promuovere le attività economiche già compatibili con gli scenari dell'Accordo di Parigi e, al tempo stesso, incentivare la riduzione dell'impatto ambientale nei settori che presentano ancora elevate emissioni. Questa logica presenta due aspetti positivi: anzitutto tende all'inclusione di tutte le attività economiche necessarie al funzionamento dei sistemi economico-produttivi; inoltre, potrebbe facilitare la **“giusta transizione”**, contribuendo a mitigare e assorbire le potenziali tensioni sociali derivanti dal progressivo declino di alcuni settori.

Uno degli aspetti maggiormente dibattuti riguarda la **necessità di creare una tassonomia per i temi sociali e di governance** che dovrà integrarsi con la tassonomia sulle attività ambientali. I temi sociali, infatti, sono legati anche alle dinamiche ambientali e climatiche: per esempio, le conseguenze del fenomeno degli stranded asset¹⁵⁹ si ripercuotono sulla componente lavoristica e sociale della comunità. Nonostante la proposta non abbia incontrato il consenso delle parti in sede di discussione parlamentare, è importante che le consultazioni tra Parlamento e Consiglio dell'Unione Europea riguardino anche l'opzione di estendere il perimetro della tassonomia ai temi sociali. Tale posizione è sostenuta da diverse associazioni di categoria, come Insurance Europe¹⁶⁰.

È indubbiamente complesso individuare criteri comuni in un ambito che può fare riferimento a quadri valoriali diversi a seconda dei contesti geografici e cultu-

159. L'espressione “stranded asset” o “beni incagliati” viene comunemente impiegata in riferimento alle riserve di combustibili fossili che non possono essere utilizzate per effetto delle evoluzioni normative internazionali e nazionali volte a limitare le emissioni di CO₂ e, più in generale, della transizione verso fonti energetiche alternative; di conseguenza, i titoli legati a tali riserve subiscono una svalutazione sui mercati, con ripercussioni finanziarie negative sulle società del settore.

160. Insurance Europe 2018, *Insurance Europe comments on the European Commission proposal for a regulation on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment*, Position Paper: <https://bit.ly/33hPNF3>

rali dei singoli operatori: tuttavia, questa situazione non deve costituire un ostacolo, bensì uno stimolo al miglioramento della qualità della variabile sociale, fortemente intrinseca nel comparto SRI. Ciò è dimostrato anche dall'evoluzione che hanno avuto negli anni gli investimenti sostenibili e responsabili.

Un altro punto controverso riguarda il **regime di obbligatorietà** che sarà associato alla rendicontazione in base alla tassonomia. Al momento la proposta del TEG richiede agli operatori che qualificano un investimento come sostenibile dal punto di vista ambientale di fornire informazioni sul se e sul come abbiano utilizzato i criteri posti dalla tassonomia per effettuare tale valutazione¹⁶¹; al tempo stesso, potranno fare riferimento ed esplicitare metodologie alternative. Il tema dovrà essere oggetto di ulteriori discussioni nell'ambito del dialogo tra le istituzioni europee.

Nel caso in cui l'esito della consultazione dovesse propendere per la non obbligatorietà di disclosure secondo la tassonomia europea, lo strumento potrebbe perdere la propria valenza di riferimento unico e comune per il mercato, diluendo ogni differenza rispetto ad altre classificazioni attualmente in uso. Inoltre, si complicherebbe l'implementazione delle misure che possono fare riferimento alla tassonomia, a cominciare dalla disclosure, che è stata approvata dalle istituzioni europee (cfr. §2.2.).

La disclosure sui temi di sostenibilità

In relazione al nuovo regolamento sui requisiti di disclosure ESG per gli investitori istituzionali, si sottolinea la **complessità** per le istituzioni europee nello **stabilire regole comuni** in un settore trasversale e variegato come quello degli investitori istituzionali: il rischio è creare effetti distorsivi sul mercato e originare nuovi rischi per alcune categorie o per gli operatori di alcuni paesi. Ciascuna categoria e ciascun mercato nazionale, infatti, ha le proprie caratteristiche specifiche, legate ad attività e contesti socio-economici di riferimento.

L'impostazione degli attuali decreti legislativi di recepimento delle Direttive IORP II e Shareholder Rights nel quadro normativo italiano denota una significativa attenzione da parte del legislatore e delle autorità di regolamentazione sull'importanza **dei temi ESG nelle attività degli investitori previdenziali**.

I testi sembrano interpretare in maniera efficace la convergenza tra finanza sostenibile e previdenza integrativa, evidente soprattutto in due aspetti:

- la **prospettiva di lungo periodo** che accomuna il ruolo e la missione degli operatori previdenziali e l'approccio degli investitori SRI;
- il carattere di **sostenibilità sociale del ruolo degli operatori previdenziali**, in virtù della loro responsabilità di assicurare una prestazione pensionistica adeguata per i lavoratori.

Tuttavia, rispetto ai decreti legislativi attualmente in vigore gli investitori istituzio-

161. TEG 2019, *Using the taxonomy*, cit., p. 3.

nali (imprese assicuratrici, operatori previdenziali e asset manager) necessitano di una **maggior coerenza tra le disposizioni europee e nazionali**.

Inoltre, appare opportuno analizzare e studiare **possibili soluzioni alla complessità di applicazione della Direttiva Shareholder Rights da parte degli operatori previdenziali italiani**: la peculiarità del sistema nazionale fa sì che il diritto di voto sia esercitato poco frequentemente e che il ruolo di investitore responsabile si traduca in gran parte nel rapporto di delega con il gestore.

Negli ultimi due anni la crescita della strategia dell'engagement a livello europeo e italiano evidenzia un incremento della propensione degli investitori istituzionali a orientare le politiche di sostenibilità delle aziende investite. È dunque importante promuovere un **maggior attivismo da parte degli investitori previdenziali nell'ambito dell'engagement**, principalmente in ragione della capacità di muovere importanti volumi in termini di masse.

I green bond

Il mercato italiano si sta dimostrando altamente recettivo alla diffusione dello strumento delle obbligazioni sostenibili, in particolare dei green bond. In quest'ambito l'iniziativa del Green Bond Standard (GBS) è positiva in ottica di una maggiore trasparenza del mercato e di un incremento dei flussi finanziari transnazionali.

Al tempo stesso, è opportuno **tenere in considerazione una serie di caratteristiche proprie del mercato italiano**, al fine di non disincentivare l'emissione da parte di alcune categorie di emittenti.

Per esempio, il requisito del GBS di produrre una reportistica sull'impiego dei proventi eseguita da un soggetto terzo potrebbe rappresentare un onere eccessivo per una PMI (attualmente il mercato dedicato di Borsa Italiana basato sugli standard ICMA prevede una relazione annuale da parte dell'emittente).

Inoltre, appare cruciale costruire un **sistema che incentivi adeguatamente le imprese** all'emissione di green bond, in relazione al reale impatto ambientale del progetto.

Anche alcune **istituzioni pubbliche** – come il Ministero dell'Economia e delle Finanze e le regioni – **possono essere importanti emittenti** per la loro propensione a investire nelle necessità e nelle emergenze che hanno ricadute dirette sul territorio (per esempio, interventi di riforestazione e manutenzione del manto boschivo dopo eventi atmosferici estremi, al fine sia di ripristinare le aree danneggiate, sia di sostenere le imprese impegnate nella ristrutturazione socioeconomica del territorio).

Come suggerito dal TEG in una sezione dedicata del report¹⁶², le istituzioni competenti potrebbero studiare un **quadro di incentivi** all'emissione di green bond. In questo senso è interessante la proposta del TEG di implementare la best practice, seguita in alcuni mercati asiatici (per esempio Hong Kong), dove gli oneri di contrattualizzazione del revisore esterno sono coperti dal governo.

162. TEG 2019, *Report on EU Green Bond Standard*, cit., p. 43.

Un'altra proposta potrebbe riguardare l'introduzione di un'aliquota fiscale agevolata, possibilmente che porti all'equiparazione dei green bond alle obbligazioni governative; analogamente, anche lo studio di uno standard per i social bond potrebbe rappresentare un'iniziativa significativa.

Inoltre, saranno importanti gli sviluppi del **gruppo di lavoro focalizzato sull'estensione dell'Ecolabel ai prodotti finanziari retail** condotto dalla Commissione Europea, più precisamente da DG FISMA (la Direzione per la Stabilità Finanziaria, i Servizi Finanziari e l'Unione dei Mercati dei Capitali) e da alcune unità del Joint Research Centre (il centro di ricerca che si occupa di crescita e innovazione per la Direzione Ambiente), in collaborazione con i principali portatori di interesse¹⁶³.

L'integrazione dei criteri ESG nella consulenza

È importante che l'adozione dei temi ESG nell'attività di consulenza avvenga attraverso l'**integrazione** della normativa in vigore: una stratificazione delle regole genererebbe eccessiva complessità e, di conseguenza, scarsa chiarezza. Inoltre, sarebbe opportuno procedere già con una **semplificazione della normativa esistente**, soprattutto in riferimento al rapporto tra normativa di primo e secondo livello.

Un tema chiave è l'adeguata **formazione del consulente finanziario, assicurativo e previdenziale**:


- per guidare alla comprensione dei temi ESG i clienti che non denotano grande conoscenza o sensibilità e per fornire approfondimenti ai clienti che già conoscono e hanno sensibilità ESG e che intendono svilupparle con l'assistenza del consulente finanziario;
- per essere maggiormente proattivo nel proporre prodotti ESG;
- per assistere i clienti nella compilazione del questionario di profilatura con i criteri ESG;
- per avere la capacità di trovare l'opportuna combinazione tra obiettivi di investimento e preferenze ESG dei clienti.

In quest'ottica, potrebbe essere utile **introdurre le competenze ESG nei percorsi formativi di accreditamento** dei consulenti.

Infine, potrebbe essere utile introdurre un **regime di fiscalità favorevole** per emittenti e investitori di prodotti SRI. Tali incentivi dovranno garantire il rispetto di uno svolgimento simmetrico ed equilibrato delle attività degli operatori finanziari sui mercati.

163. Per approfondimenti si veda il box "EU Ecolabel per prodotti finanziari", p. 87.

Appendice



APPENDICE

I. L'UNIONE EUROPEA E LA FINANZA SOSTENIBILE – GLOSSARIO

A

Atto delegato

È un atto della Commissione Europea volto ad aggiornare una normativa con l'obiettivo di riflettere gli sviluppi del settore che essa regola. La Commissione Europea deve ricevere una delega attraverso l'atto legislativo che ne definisce gli obiettivi, il contenuto, la portata e la durata. Inoltre, il potere della Commissione è circoscritto ai seguenti limiti:

- l'atto delegato non può modificare gli elementi essenziali della normativa;
- il Parlamento e il Consiglio possono revocare la delega o sollevare obiezioni in merito all'atto delegato.

B

BEI – Banca Europea per gli Investimenti

È l'istituto di credito dell'Unione Europea, preposto al finanziamento dei progetti che contribuiscono a realizzare gli obiettivi politici dell'Unione, sia all'interno sia oltre i confini degli Stati membri, sostenendo l'economia, creando occupazione e promuovendo l'uguaglianza.

Attualmente, la BEI è il principale emittente di green bond, con una raccolta di €23,5 miliardi al 31 dicembre 2018.

Ha sede in Lussemburgo.

Sito ufficiale: <https://www.eib.org/>

C

Commissione Europea

La Commissione Europea è l'organo esecutivo dell'Unione Europea ed è politicamente indipendente dagli Stati membri. Fra i compiti della Commissione rientrano: sviluppare e tradurre gli obiettivi politici generali dell'Unione in politiche e iniziative; assegnare i finanziamenti; assicurare il rispetto della legislazione europea; rappresentare l'Unione nelle relazioni internazionali.

La Commissione è costituita da 28 commissari (uno per ciascun paese membro) sotto la direzione di un Presidente.

Ha sede a Bruxelles.

Sito ufficiale: <https://ec.europa.eu/>

Consiglio dell'Unione Europea

Il Consiglio dell'Unione Europea è il principale organo decisionale dell'Unione Europea insieme al Parlamento.

Il Consiglio non ha membri permanenti, ma si riunisce in dieci diverse configurazioni, a seconda del settore oggetto delle discussioni. Nel Consiglio, i ministri dei governi di ciascun paese membro si incontrano per discutere, modificare e adottare la legislazione e coordinare le politiche.

I principali compiti del Consiglio sono: negoziare e adottare le leggi dell'Unione; coordinare le politiche dei paesi membri; elaborare la politica estera e di sicurezza; firmare accordi tra Unione Europea e altri paesi od organizzazioni internazionali e approvare il bilancio annuale insieme al Parlamento.

Ha sede a Bruxelles.

Sito ufficiale: <https://www.consilium.europa.eu/it/>

COREPER – Comitato dei rappresentanti permanenti

È responsabile della preparazione dei lavori del Consiglio dell'Unione Europea. In particolare, istruisce i dossier iscritti all'ordine del giorno del Consiglio (proposte e progetti di atti presentati dalla Commissione). È composto da rappresentanti dei paesi membri con il rango di ambasciatori presso l'Unione Europea.

D

Direttiva

È un atto legislativo che stabilisce un obiettivo che tutti gli Stati membri dell'Unione Europea devono realizzare; i singoli paesi definiscono come tali obiettivi vadano raggiunti attraverso disposizioni normative nazionali.

Dichiarazione delle Informazioni Non Finanziarie (Direttiva)

Direttiva 2014/95 – Recepita in Italia con Decreto Legislativo 254/2016

Secondo il provvedimento, le società devono rendere pubbliche le informazioni riguardanti:

- le politiche adottate e i risultati ottenuti in materia ambientale e sociale;
- il personale, il rispetto dei diritti umani e la lotta contro la corruzione, sia attiva sia passiva.

Le imprese che non applicano politiche specifiche in uno o più ambiti citati nella direttiva devono esplicitare le motivazioni di questa scelta secondo il principio del “comply or explain”.

La direttiva riguarda le società di grandi dimensioni e di interesse pubblico, con almeno 5.000 dipendenti (per esempio, aziende quotate, banche, imprese assicuratrici).

IDD (Direttiva sulla Distribuzione Assicurativa)

Direttiva 2016/97 – Recepita in Italia con Decreto Legislativo 68/2018

La direttiva regola l'attività di distribuzione di prodotti assicurativi da parte degli intermediari e delle imprese assicuratrici. Analogamente alla Direttiva MiFID II, la IDD ha l'obiettivo di incrementare trasparenza e tutele per i soggetti che sottoscrivono prodotti di investimento assicurativo: rende più stringenti gli obblighi di correttezza di chi vende o promuove un prodotto; semplifica e uniforma le informazioni per gli investitori.

IORP II (Direttiva relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali)

Direttiva 2016/2341 – Recepita in Italia con Decreto Legislativo 147/2018

La direttiva si applica agli enti pensionistici aziendali o professionali, che sono tenuti a dichiarare se prendono in considerazione i criteri ESG nelle scelte di investimento e come integrano tali criteri nei sistemi di gestione dei rischi. In particolare, la norma fa riferimento all'integrazione dei temi ESG nei seguenti ambiti: sistema di governance; politiche di investimento; valutazione e gestione dei rischi; informativa agli iscritti e ai potenziali aderenti.

Anche nel caso in cui non adottino i criteri ESG, gli operatori previdenziali devono fornire informazioni sulle motivazioni di tale scelta secondo il principio del "comply or explain".

MiFID II (Direttiva sui Mercati degli Strumenti Finanziari)

Direttiva 2014/65 – Recepita in Italia con Decreto Legislativo 129/2017

La Direttiva MiFID II è entrata in vigore il 3 gennaio 2018 e rappresenta l'aggiornamento di una precedente versione (MiFID). La norma disciplina i mercati e i servizi finanziari europei con l'obiettivo di incrementare la protezione degli investitori e di migliorare efficienza, resilienza e trasparenza dei mercati finanziari. La direttiva si concentra principalmente sulla relazione tra operatore finanziario e cliente, focalizzandosi su trasparenza e governance del prodotto, ovvero l'insieme degli obblighi a cui sono soggetti i produttori e i distributori dei prodotti finanziari.

Shareholder Rights II (Direttiva sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti)

Direttiva 2017/828 – Recepita in Italia con Decreto Legislativo 49/2019

La Direttiva Shareholder Rights II è entrata in vigore il 10 giugno 2019 e ha modificato una precedente versione della normativa: la revisione indica un nuovo approccio dell'Unione Europea alla corporate governance delle aziende quotate. Gli obiettivi principali sono: incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti e richiedere trasparenza e rendicontazione su come le società investite sono monitorate rispetto ai temi ESG.

EBA – European Banking Authority

L'Autorità Bancaria Europea è una delle tre autorità europee di vigilanza finanziaria create nel 2011 con l'obiettivo di tutelare la stabilità del sistema finanziario europeo.

Ha il compito di supervisionare il settore bancario dell'Unione Europea, contribuendo a costituire e ad attuare un quadro unico di norme per la regolamentazione e per la vigilanza in tutti i paesi membri. L'obiettivo è creare un mercato unico dei prodotti bancari dell'Unione Europea che sia efficiente, trasparente e stabile. Alcune delle funzioni specifiche dell'EBA sono: tutelare i depositanti, gli investitori e i consumatori; garantire la trasparenza dei mercati e dei prodotti finanziari; rafforzare il coordinamento internazionale della vigilanza per garantire un'applicazione armonizzata delle norme prudenziali e condizioni di parità; mediare nelle controversie che coinvolgono più paesi.

Sito ufficiale: <https://eba.europa.eu/>

ECON – Commissione per i Problemi Economici e Monetari

È una delle commissioni permanenti del Parlamento Europeo. Si occupa delle questioni relative alle politiche economiche e monetarie dell'Unione Europea; ha competenze in materia di libera circolazione dei capitali e dei pagamenti e su questioni relative al sistema monetario e finanziario internazionale. Interviene nelle questioni riguardanti: norme sulla concorrenza e sugli aiuti di Stato o pubblici; disposizioni fiscali; regolamentazione e vigilanza in materia di servizi, istituzioni e mercati finanziari, compresi la rendicontazione finanziaria, la revisione dei conti, le norme contabili, il governo societario e le altre questioni di diritto delle società riguardanti specificamente i servizi finanziari.

EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority

L'Autorità Europea delle Assicurazioni e delle Pensioni Aziendali e Professionali è una delle tre autorità europee di vigilanza finanziaria create nel 2011 con l'obiettivo di tutelare la stabilità del sistema finanziario europeo.

Vigilia sull'attività delle imprese assicuratrici, di riassicurazione e degli intermediari assicurativi, e degli enti pensionistici aziendali e professionali, occupandosi di questioni relative alla governance, alla revisione contabile e all'informativa finanziaria.

Oltre a garantire la stabilità del sistema finanziario e a valutare i rischi nell'ambito dei settori d'interesse, EIOPA si occupa di vigilare sulla trasparenza dei mercati e dei prodotti finanziari (assicurativi e pensionistici) e garantire la tutela degli assicurati, degli iscritti e dei beneficiari degli schemi pensionistici.

Sito ufficiale: <https://eiopa.europa.eu/>

ESMA – European Securities and Markets Authority

L'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati è una delle tre autorità europee di vigilanza finanziaria create nel 2011 con l'obiettivo di tutelare la stabilità del sistema finanziario europeo.

Ha il compito di tutelare gli investitori e promuovere la stabilità e lo svolgimento ordinato delle attività nei mercati finanziari.

L'ESMA persegue tali obiettivi attraverso quattro attività:

1. valutazione dei rischi per gli investitori, per i mercati e per la stabilità finanziaria;
2. creazione di una regolamentazione unica per i mercati finanziari europei;
3. promozione dell'uniformità delle pratiche di vigilanza;
4. supervisione diretta su società di rating creditizio e basi dati sulle negoziazioni ("trade repository").

Sito ufficiale: <https://www.esma.europa.eu/>

Eurosif – European Sustainable Investment Forum

È l'organizzazione europea dedicata alla promozione della sostenibilità nei mercati finanziari. È un'associazione di secondo livello, che federa i Sustainable Investment Forum (SIF) nazionali e altri soggetti interessati all'integrazione dei criteri di sostenibilità negli investimenti. Una delle principali attività di Eurosif consiste nell'elaborazione dell'*European SRI Study*, la ricerca biennale sulla finanza sostenibile in Europa, condotta in collaborazione con i SIF nazionali.

Sito ufficiale: <http://www.eurosif.org/>

H

HLEG – High-Level Expert Group on Sustainable Finance

È un gruppo di esperti costituito a dicembre 2016 dalla Commissione Europea con il compito di elaborare linee guida per lo sviluppo della finanza sostenibile in Europa. Il gruppo di lavoro comprendeva rappresentanti dell'industria finanziaria, del mondo accademico e della società civile, affiancati da osservatori di istituzioni europee e internazionali.

A gennaio 2018, l'HLEG ha pubblicato un report con raccomandazioni rivolte alla Commissione Europea, nel quadro dell'elaborazione del Piano d'Azione sulla finanza sostenibile.

P

Parere

È un atto non vincolante; è uno strumento che permette alle istituzioni europee di esprimere la loro posizione senza imporre obblighi giuridici.

Parlamento Europeo

Il Parlamento Europeo è l'organo legislativo dell'Unione Europea.

I deputati vengono eletti direttamente dai cittadini europei ogni cinque anni, in modo proporzionale alla popolazione di ciascun paese. All'interno del Parlamento Europeo, però, i gruppi parlamentari sono organizzati in base allo schieramento politico e non alla nazionalità.

Il Parlamento ha tre funzioni principali:

- legislativa (in collaborazione con il Consiglio), per cui adotta la legislazione dell'Unione Europea, decide in merito agli accordi internazionali e agli allargamenti;
- supervisione, per cui svolge un controllo democratico su tutte le istituzioni comunitarie (per esempio, elegge il presidente della Commissione, approva i bilanci, esamina le petizioni dei cittadini, discute la politica monetaria con la BCE);
- bilancio (in collaborazione con il Consiglio), per cui ha il potere di decidere sull'intero bilancio annuale dell'Unione Europea.

Il lavoro del Parlamento si articola in due fasi principali: 1) le commissioni parlamentari elaborano posizioni in merito alle proposte legislative; 2) i testi sono votati nell'ambito della seduta plenaria e costituiscono atti ufficiali del Parlamento. Ha tre sedi di lavoro: Bruxelles, Strasburgo e Lussemburgo.

Sito ufficiale: <http://www.europarl.europa.eu/>

Piano d'Azione della Commissione Europea per finanziare la crescita sostenibile

Publicato l'8 marzo 2018, illustra le misure che la Commissione Europea intende adottare per orientare il mercato dei capitali verso un modello di sviluppo sostenibile, inclusivo e in linea con gli impegni assunti nell'ambito dell'Accordo di Parigi sul clima.

Le misure introdotte dalla Commissione hanno l'obiettivo di:

- orientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili;
- gestire in modo più efficace i rischi finanziari che derivano dal cambiamento climatico, dal consumo di risorse, dal degrado ambientale e dalle disuguaglianze sociali;
- migliorare la trasparenza e incoraggiare un approccio di lungo periodo delle attività economico-finanziarie.

R

Raccomandazione

È un atto non vincolante; consente alle istituzioni europee di rendere note le loro posizioni e di suggerire linee di azione senza imporre obblighi giuridici.

Regolamento

È un atto legislativo vincolante; deve essere applicato in tutti i suoi elementi nei paesi membri dell'Unione Europea.

T

TEG – EU Technical Expert Group on Sustainable Finance

È stato costituito dalla Commissione Europea con la funzione di supportare la Commissione ad attuare il Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile, attraverso studi approfonditi su:

- tassonomia delle attività economiche eco-compatibili;
- miglioramento delle linee guida sulla rendicontazione delle attività legate al cambiamento climatico da parte di banche, compagnie assicuratrici e altre imprese di grandi dimensioni;
- criteri comuni per la costruzione di benchmark climatici e di requisiti di rendicontazione ESG per tutti i benchmark;
- Green Bond Standard.

I membri del TEG provengono dalla società civile, dal mondo accademico e finanziario, nonché da organismi pubblici europei e internazionali.

U

Unione dei Mercati dei Capitali – Capital Markets Union

È un progetto della Commissione Europea per mobilitare i capitali in Europa incrementando il supporto alle imprese: l'obiettivo è ampliare il bacino dei capitali e le fonti di finanziamento per le aziende europee, incluse le PMI. La proposta è stata lanciata nel luglio 2014 dall'allora Presidente della Commissione Europea, Jean-Claude Juncker; nel 2015 la Commissione ha elaborato un piano d'azione (*Action Plan for a Capital Markets Union*), con l'obiettivo di creare un mercato unico dei capitali che comprendesse tutti i 28 Stati membri entro la fine del 2019.

II. LA PROCEDURA LEGISLATIVA ORDINARIA DELL'UNIONE EUROPEA

La procedura legislativa ordinaria è il processo attraverso il quale vengono adottate le leggi dell'Unione Europea e coinvolge la Commissione, il Parlamento e il Consiglio; è disciplinata dall'articolo 294 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE)¹⁶⁴.

La procedura legislativa si apre quando la **Commissione** presenta una proposta legislativa e la trasmette al Parlamento e al Consiglio; a questo punto la procedura si articola in quattro fasi:

1^ fase – fase della prima lettura

Il **Parlamento** formula una posizione sulla proposta, nella quale può avanzare emendamenti, e la trasmette al Consiglio. Se il **Consiglio** accetta la posizione del Parlamento, l'atto viene adottato; se il Consiglio intende proporre ulteriori emendamenti, adotta la propria posizione e la comunica al Parlamento.

2^ fase – fase della seconda lettura

Entro tre mesi il **Parlamento** può:

- approvare la proposta del Consiglio oppure non pronunciarsi e l'atto viene adottato (in una formulazione che corrisponde alla posizione del Consiglio in prima lettura);
- respingere la posizione del Consiglio e la proposta legislativa non viene adottata;
- proporre emendamenti elaborando una seconda posizione e trasmetterla al Consiglio.

Entro un termine di tre mesi il **Consiglio** può:

- approvare tutti gli emendamenti e l'atto viene adottato;
- non approvare tutti gli emendamenti ed entro sei settimane viene convocato un Comitato di conciliazione.

3^ fase – fase della conciliazione

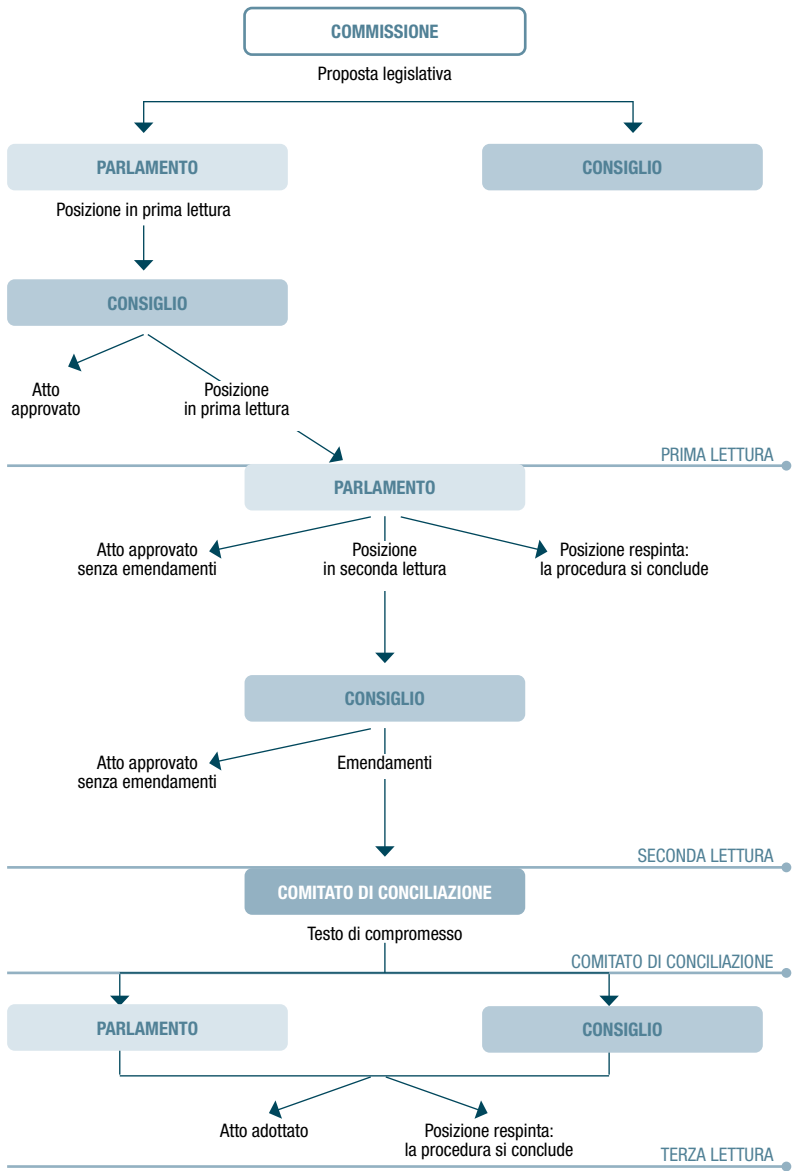
Il **Comitato di conciliazione**, costituito da membri del Consiglio e del Parlamento, ha il compito di elaborare un testo di compromesso entro sei settimane dalla data di convocazione; se entro tale termine il Comitato non trova una formulazione comune, la proposta legislativa non viene adottata.

4^ fase – fase della terza lettura

Se il Comitato elabora il testo di compromesso, il **Parlamento** e il **Consiglio** hanno sei settimane per approvare tale formulazione: se entrambe le istituzioni esprimono parere positivo l'atto è adottato; in mancanza dell'approvazione di una delle due istituzioni la proposta non viene adottata e la procedura si conclude.

164. Per maggiori informazioni: [Europarl.europa.eu](https://bit.ly/2PKcXkS), *Procedura legislativa ordinaria*: <https://bit.ly/2PKcXkS>

FIGURA 17. La procedura legislativa ordinaria dell'Unione Europea



Fonte: Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile

BIBLIOGRAFIA

Arpinge 2019, *Transizione energetica: analisi e proposte per conseguire gli obiettivi del PNIEC*, Quaderno n. 1, luglio 2019: <https://bit.ly/2UjEBUh>

Banca Centrale Europea, Vigilanza Bancaria 2019, *ECB Banking Supervision: Risk Assessment for 2019*: <https://bit.ly/2ODI1TI>

Baselli, Valerio 2019, “Gli asset sostenibili crescono al triplo della velocità di quelli tradizionali”, *Morningstar.it*, 31 luglio 2019: <https://bit.ly/2kun8uG>

Becchetti, Leonardo, Ciciretti, Rocco, Dalo, Ambrogio e Herzel, Stefano 2014, *Socially Responsible and Conventional Investment Funds: Performance Comparison and the Global Financial Crisis*, CEIS Università di Roma “Tor Vergata”: <https://bit.ly/2KLtWzg>

Borsaitaliana.it, *Benchmark*, Glossario finanziario: <https://bit.ly/2ynlq1Q>

Camilleri, Michaela 2018, “Le novità in materia ESG per i fondi pensione con il recepimento della IORP II”, *Ilpuntepensionielavoro.it*, 5 novembre 2018: <https://bit.ly/2Kedmpo>

Clark, Gordon, Finer, Andreas e Vieh, Michael 2015, *From the stockholder to the stakeholder, How Sustainability can drive financial outperformance*, University of Oxford, Arabesque Partners, Smith School of Enterprise and the Environment, marzo 2015: <https://bit.ly/2BJ2sEL>

Climate Bonds Initiative 2018, *Green Bonds – A key tool for financial centre competitiveness: Lessons from Europe*: <https://bit.ly/2KNcQR8>

Climate Bonds Initiative 2019, *Green Bonds – The State of the Market 2018*: <https://bit.ly/2HpgjUn>

Commissione Europea 2016, *Unione dei mercati dei capitali – Accelerare le riforme*, COM(2016) 601, 14 settembre 2016: <https://bit.ly/2Ye9w93>

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

Commissione Europea 2018, *Commission Staff Working Document, Impact Assessment*, SWD(2018) 264, 24 maggio 2018: <https://bit.ly/2ytOnsG>

Commissione Europea 2018, *Finanza sostenibile: rendere i mercati finanziari un incisivo strumento di contrasto dei cambiamenti climatici*, Comunicato stampa, 24 maggio 2018: <https://bit.ly/2kjMyHY>

Commissione Europea 2018, *Commission announces members of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*, Daily News, 13 giugno 2018: <https://bit.ly/34eUgZs>

Commissione Europea 2019, *Commission publishes draft rules to ensure investment firms and insurance distributors consider sustainability topics when advising clients*, Comunicato stampa, 4 gennaio 2019: <https://bit.ly/2LTIRIJ>

Commissione Europea 2019, *Unione dei mercati dei capitali: la Commissione plaude all'accordo sulle norme in materia di informativa sugli investimenti sostenibili*, Comunicato stampa, 7 marzo 2019: <https://bit.ly/2Y8smiC>

Ec.europa.eu, *Il bilancio dell'UE per il futuro*: <https://bit.ly/2K92muE>

Eccles, Robert G., Ioannou, Ioannis e Serafeim, George 2011, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, Harvard Business School: <https://hbs.me/2IDqVzU>

Ecologie-solidaire.gouv.fr, *Loi de transition énergétique pour la croissance verte*, 13 dicembre 2016: <https://bit.ly/2zHS1PA>

EIOPA 2018, *7th Consumer trends*: <https://bit.ly/2UYpq2J>

EIOPA 2019, *2019 IORP Stress Test Specifications*, 29 marzo 2019: <https://bit.ly/2XmEWpE>

ESMA 2019, *ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, Final Report, 30 aprile 2019: <https://bit.ly/2WjHoNm>

EIOPA 2019, *EIOPA submits advice on Sustainable Finance to the European Commission*, Comunicato stampa, 3 maggio 2019: <https://bit.ly/2T036VI>

ETicaNews, ANASF 2018, *Prodotti SRI: il coinvolgimento consulente-cliente*, Atlante SRI 2018, 3^a edizione: <https://bit.ly/32X8SMC>

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance 2019, *Report on benchmarks*,

TEG interim report, giugno 2019: <https://bit.ly/2WQIZjd>

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance 2019, *Report on benchmarks*, TEG final report, settembre 2019: <https://bit.ly/2nPMQvg>

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance 2019, *Report on EU Green Bond Standard*, giugno 2019: <https://bit.ly/2KXIPzh>

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance 2019, *Report on EU Green Bond Standard – Overview*: <https://bit.ly/32ivzup>

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance 2019, *Taxonomy Technical Report*, giugno 2019: <https://bit.ly/2MScqvr>

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance 2019, *Using the taxonomy*, Supplementary Report 2019, giugno 2019: <https://bit.ly/2GawIQD>

Europarl.europa.eu, *Disclosures relating to sustainable investments and sustainability risks/after 2018-05*, Legislative train schedule: <https://bit.ly/32WquZ0>

Europarl.europa.eu, *Low-carbon benchmarks and positive carbon impact benchmarks/2018-05*, Legislative train schedule: <https://bit.ly/2GzMCPa>

Eurosif 2018, *European SRI Study 2018*: <https://bit.ly/2Yb3za2>

Forum per la Finanza Sostenibile 2016, *Finanza sostenibile e cambiamento climatico*: <https://bit.ly/2gGMSS2>

Forum per la Finanza Sostenibile, Doxa 2017, *Il risparmiatore responsabile – Seconda edizione*: <https://bit.ly/2zre7I4>

Forum per la Finanza Sostenibile 2018, *Investimento sostenibile nelle aree emergenti*: <https://bit.ly/2Kokikb>

Forum per la Finanza Sostenibile 2018, *Le politiche d'investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali – Quarta edizione*: <https://bit.ly/2YyYB9Q>

Fransen, Lieve, Del Bufalo, Gino e Reviglio, Edoardo 2018, *Boosting Investment in Social Infrastructure in Europe*, Report of the High-Level Task Force on Investing in Social Infrastructure in Europe, Discussion Paper 074, gennaio 2018: <https://bit.ly/2DQ5wBc>

Friede, Gunnar, Busch, Timo e Bassen, Alexander 2015, “ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Vol. 5, n. 4: <https://bit.ly/2MJeiFm>

High-Level Expert Group on Sustainable Finance 2018, *Financing a sustainable European economy*: <https://bit.ly/2DQ91EN>

Insurance Europe 2018, *Insurance Europe comments on the European Commission proposal for a regulation on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment*, Position Paper: <https://bit.ly/33hPNF3>

Levels, Anouk e Melo, Ana Sofia 2019, *Box A – A taxonomy for sustainable financial activities*, in Giuzio, Margherita, Krusec, Dejan, Levels, Anouk, Melo, Ana Sofia, Mikkonen, Katri e Radulova, Petya 2019, *Climate change and financial stability*, Banca Centrale Europea, Financial Stability Review, maggio 2019: <https://bit.ly/2yEIDh6>

Mission 2020 2017, *2020: The Climate Turning Point*: <https://bit.ly/2z9VZUx>

Monti, Mara 2019, “Il fenomeno green bond: crescita del 120% sul 2018”, *lsole24ore.com*, 23 luglio 2019: <https://bit.ly/2JP4rvT>

Morningstar 2019, *European Sustainable Funds Landscape*, agosto 2019: <https://bit.ly/2lva8VX>

Natixis Investment Managers 2017, *Trust, transparency and the quest for clarity*: <https://www.im.natixis.com>

Novethic 2019, *Overview of European sustainable finance labels*: <https://bit.ly/2Yn9wEv>

OICV-IOSCO 2013, *Principles for Financial Benchmarks*, Final Report: <https://bit.ly/2oda2lb>

Rust, Susanna 2018, “EU Council scraps IORP II delegated acts from green finance proposal”, *IPE.com*, 20 dicembre 2018: <https://bit.ly/32WV5pi>

Schroders 2018, *Global Investor Study 2018*: <https://bit.ly/2lXuhEp>

Tozzi Green 2019, *Tozzi green places its first green bond for US\$222 mln*, Press Release, 22 luglio 2019: <https://bit.ly/2GM3baY>

UBS 2018, *UBS Investor Watch. Rendimenti di valore. Approfondimenti globali e italiani: Cosa pensano gli investitori/2018*, Volume 2: <https://bit.ly/2YBS2PV>

Vigeo Eiris, FIR 2017, *The French and SRI: results of the 8th national survey*: <https://bit.ly/2KiNkkV>

Visco, Ignazio 2019, *Sviluppo sostenibile e rischi climatici: il ruolo delle banche centrali*, Intervento al convegno di apertura del Festival dello Sviluppo Sostenibile 2019, 21 maggio 2019: <https://bit.ly/2wtiMq8>

ATTI NORMATIVI

Unione Europea

Direttiva 2014/95 recante modifica della Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni, 22 ottobre 2014: <https://bit.ly/2jXFleu>

Direttiva UE 2016/2341 relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP), 14 dicembre 2016: <https://bit.ly/30N3qdP>

Direttiva UE 2017/828 per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, 17 maggio 2017: <https://bit.ly/2PI40lq>

Regolamento UE 2016/1011 sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento e recante modifica delle Direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE e del Regolamento UE 596/2014, 8 giugno 2016: <https://bit.ly/2yrw7jV>

Regolamento UE 2019/1238 sul prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP), 20 giugno 2019: <https://bit.ly/2GGbVzh>

Italia

Decreto legislativo 147/2018, Attuazione della Direttiva UE 2016/2341 relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP), 13 dicembre 2018: <https://bit.ly/2OI1MIU>

Decreto Legislativo 49/2019, Attuazione della Direttiva UE 2017/828 per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, 10 maggio 2019: <https://bit.ly/2yIv4wa>

Commissione Europea 2018, *Proposta di regolamento relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili*, 24 maggio 2018: <https://bit.ly/2YCK9xG>

Commissione Europea 2018, *Proposta di regolamento che modifica il Regolamento UE 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio*, 24 maggio 2018: <https://bit.ly/2yl7mWA>

Commissione Europea 2019, *Commission delegated regulation amending Delegated Regulation EU 2017/565 as regards the integration of Environmental, Social and Governance (ESG) considerations and preferences into the investment advice and portfolio management* (draft), 4 gennaio 2019: <https://bit.ly/2OzbME9>

Commissione Europea 2019, *Commission delegated regulation amending Regulation EU 2017/2359 as regards the integration of Environmental, Social and Governance (ESG) considerations and preferences into the investment advice for insurance-based investment products* (draft), 4 gennaio 2019: <https://bit.ly/315X7BE>

Commissione Europea 2019, *Comunicazione della Commissione – Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima*, 20 giugno 2019: <https://bit.ly/2lWIEd6>

Parlamento Europeo 2019, *Indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e indici di riferimento d'impatto positivo in termini di carbonio, Risoluzione legislativa sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio*, 26 marzo 2019: <https://bit.ly/32jnhqft>

Parlamento Europeo 2019, *Risoluzione legislativa del Parlamento europeo sulla proposta di regolamento sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della Direttiva (UE) 2016/2341*, 18 aprile 2019: <https://bit.ly/2ZfsNUD>

SITOGRAFIA

Accordo di Parigi:

<https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>

Banca Centrale Europea, Supervisione bancaria:

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/>

Banca Europea per gli Investimenti (BEI): <https://www.eib.org/>

Climate Bonds Initiative: <https://www.climatebonds.net/>

Commissione Europea: https://ec.europa.eu/commission/index_it

Consiglio dell'Unione Europea: <https://www.consilium.europa.eu/it/>

CONSOB: <http://www.consob.it/>

Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sul Cambiamento Climatico:

<https://unfccc.int/>

EBA: <https://eba.europa.eu/>

EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group): <https://www.efrag.org>

EIOPA: <https://eiopa.europa.eu>

ESMA: <https://www.esma.europa.eu/>

EU Ecolabel per prodotti finanziari:

https://susproc.jrc.ec.europa.eu/Financial_products/

EUR – Lex (Portale di accesso al diritto dell'Unione Europea):

<https://eur-lex.europa.eu/>

Eurosif: <http://www.eurosif.org/>

Global Compact (Nazioni Unite): <https://www.unglobalcompact.org/>

Global Sustainable Investment Alliance: <http://www.gsi-alliance.org/>

Investi Responsabilmente (Forum per la Finanza Sostenibile):
<http://investiresponsabilmente.it/>

Network for Greening the Financial System: <https://bit.ly/2peG02R>

Parlamento Europeo: <http://www.europarl.europa.eu/portal/it>

Legislative Train Schedule (Parlamento Europeo):
<http://www.europarl.europa.eu/legislative-train/>

Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (Nazioni Unite):
<https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>

Sistema per lo scambio delle quote di emissione dell'UE (ETS UE – Commissione Europea): https://ec.europa.eu/clima/policies/ets_it

PROMOTORI

Promotore: Forum per la Finanza Sostenibile

Partner: ABI, Assogestioni

SUPERVISIONE

Francesco Biciato, Forum per la Finanza Sostenibile

COORDINAMENTO, RICERCA E REDAZIONE

Federica Casarsa, Arianna Lovera e Alessandro Asmundo, Forum per la Finanza Sostenibile

GRUPPO DI LAVORO

Lucia Alessi COMMISSIONE EUROPEA-CENTRO COMUNE DI RICERCA, Sonia Artuso AIAF, Giovanni Betti FEDERCASSE, Fiorenzo Bortolato EFPA ITALIA, Matteo Bosco PROMETEIA, Camilla Bossi ECPI, Rossana Brambilla SELLA SGR, Filippo Cambieri REFINITIV, Viola Cammilli GLOBAL THINKING FOUNDATION, Salvatore Cardillo ASSOFONDIPENSIONE, Simona Ceccarelli SCS CONSULTING, Silvia Cerlenco FEDERCASSE, Elena Corazzolla FONDO PENSIONE LABORFONDS, Chiara D'Addetta NATIXIS INVESTMENT MANAGERS, Giulia De Marino ETICA SGR, Maria D'Isidoro MEFOP, Laura Frascaroli UNIPOLSAI ASSICURAZIONI, Katia Froidi BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA, Regina Galeeva NATIXIS INVESTMENT MANAGERS, Barbara Galliano NATIXIS INVESTMENT MANAGERS, Anna Gamba CFA SOCIETY ITALY, Andrea Gasperini AIAF, Marco Ghiberti AZIMUT CAPITAL MANAGEMENT, Gian Franco Giannini Guazzugli ANASF, Gianni Golinelli ENPACL, Giuseppe Ingrao ICCREA BANCA, Marco Laganà FONDO SCUOLA ESPERO, Enzo Lelli PROMETEIA, Matteo Leonardi WWF ITALIA, Federica Loconsolo ETICA SGR, Francesca Lolli INTESA SANPAOLO, Sara Lovisolo LONDON STOCK EXCHANGE GROUP-TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, Stefania Luzi MEFOP, Arianna Magni ETICA SGR, Serena Maioli ART-ER, Dario Mangilli VIGEO EIRIS, Andrea Mariani FONDO PEGASO, Manuela Mazzoleni ASSOGESTIONI, Sara Moratti PROMETEIA, Costanza Morea M&G INVESTMENTS, Pietro Negri ANIA, Michela Parente SELLA SGR, Claudia Pasquini ABI, Emilio Pastore HDI ASSICURAZIONI, Angelo Lucio Pensa UNIPOLSAI ASSICURAZIONI, Francesca Piacentini M&G INVESTMENTS, Giorgio Recanati ABI, Isabel Reuss ALLIANZ GLOBAL INVESTORS, Giorgio Righetti ACRI, Francesca Rosati ABI, David Sabatini ABI, Claudia Segre GLOBAL THINKING FOUNDATION, Sara Silano MORNINGSTAR ITALY, Gianluigi Sobacchi FONDAZIONE SODALITAS, Noemi Sorice FONDOPOSTE, Riccardo Spani FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, Davide Squarozzi PROMETEIA, Francesco Stocco FINANCE & SUSTAINABILITY, Giacomo Tancredi ENASARCO, Angela Tanno ABI, Paola Valentini S&P GLOBAL RATINGS, Francesco Venturi ENPACL, Giovanna Zacchi BPER Banca, Valentina Zadra.

RINGRAZIAMENTI

Per la testimonianza fornita all'interno del Gruppo di Lavoro e il contributo alla redazione del manuale si ringraziano:

Deborah Anzaldi ASSOGESTIONI, Angela Maria Bracci ABI, Maria Folqué FUNDS PEOPLE, Giulia Genuardi ENEL, Gian Franco Giannini Guazzugli ANASF, Sara Lovisolo LONDON STOCK EXCHANGE GROUP-TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, Stefania Luzi MEFOP, Anna Marucci BORSA ITALIANA, Manuela Mazzoleni ASSOGESTIONI, Pietro Negri ANIA, Elisa Ossola COMMISSIONE EUROPEA-CENTRO COMUNE DI RICERCA, Thierry Philipponnat, Giorgio Righetti ACRI, Ambrogio Rinaldi COVIP, Sophie Robinson-Tillet RESPONSIBLE INVESTOR, Angela Tanno ABI, Matthies Verstegen PENSIONSEUROPE.

Inoltre, il Forum per la Finanza Sostenibile ringrazia ABI e Assogestioni per aver ospitato le riunioni del Gruppo di Lavoro.

DISCLAIMER

I redattori dei singoli contributi e i coordinatori della pubblicazione rimangono i soli responsabili dei contenuti espressi nel testo. Tale considerazione si estende a tutte le organizzazioni socie del Forum le quali, pur avendo incoraggiato e approvato il progetto nel suo insieme, non necessariamente si riconoscono in ogni e ciascuna affermazione contenuta in questo documento – che, perciò, non ipoteca la loro posizione sull'argomento. Questo documento è stato redatto con scopi informativi e di divulgazione. La riproduzione dei contenuti non è in alcun modo limitata – anzi è incoraggiata. Si prega di citare sempre il Forum per la Finanza Sostenibile e gli autori che hanno fornito dei contributi firmati.



Forum per la Finanza Sostenibile

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE

Il Forum per la Finanza Sostenibile è nato nel 2001. È un'associazione non profit multi-sta-

keholder: ne fanno parte operatori finanziari e altre organizzazioni interessate all'impatto ambientale e sociale degli investimenti.

La missione del Forum è promuovere la conoscenza e la pratica dell'investimento sostenibile, con l'obiettivo di diffondere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei prodotti e nei processi finanziari.

L'attività del Forum si articola in tre aree principali: Ricerca, Progetti e Rapporti con le Istituzioni. In questi ambiti si occupa di:

- condurre ricerche, gruppi di lavoro e attività di formazione con lo scopo di valorizzare le buone pratiche e di contribuire all'analisi e alla diffusione degli investimenti sostenibili;
- informare e sensibilizzare la comunità finanziaria, i media e la cittadinanza sui temi della finanza SRI attraverso iniziative di comunicazione e l'organizzazione di convegni, seminari ed eventi culturali;
- collaborare e svolgere attività di advocacy con istituzioni italiane ed europee per sostenere l'attuazione di un quadro regolamentare che favorisca gli investimenti sostenibili.

Dal 2012 il Forum organizza la Settimana SRI, tra i principali appuntamenti in Italia dedicati all'investimento sostenibile e responsabile.

Il Forum è membro di Eurosif, associazione impegnata a promuovere la finanza sostenibile nei mercati europei.



Associazione
Bancaria
Italiana

ABI

L'Associazione Bancaria Italiana è una associazione volontaria di banche e di intermediari finanziari, senza finalità di lucro, che opera per promuovere la conoscenza e la coscienza dei valori sociali e dei comportamenti ispirati ai principi della sana e corretta imprenditorialità, nonché la realizzazione di un mercato libero e concorrenziale. In questi ambiti l'ABI:

- rappresenta, tutela e promuove i legittimi comuni interessi degli Associati, nonché interessi legittimi specifici di uno o più Associati, purché tali interessi non siano in conflitto con quelli comuni;
- tutela e promuove la reputazione e l'immagine degli Associati;
- favorisce la diffusione dell'educazione societaria, finanziaria e al risparmio.



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

ASSOGESTIONI

Assogestioni, l'associazione italiana dei gestori del risparmio, promuove e supporta lo sviluppo dell'industria italiana del risparmio gestito, attraverso la ricerca di condizioni normative e di mercato utili a garantirne la tutela e a favorirne la diffusione in Italia.

L'associazione è impegnata anche nella diffusione della cultura della sostenibilità e della responsabilità sociale. L'industria riconosce, infatti, l'importanza dell'integrazione delle logiche che indirizzano le scelte delle istituzioni finanziarie con una prospettiva di sviluppo sostenibile, intesa come ricerca di un equilibrio tra le dimensioni sociali, economiche ed ambientali nelle scelte di investimento.

ELABORAZIONE GRAFICA Damir Jellici, Laura Ribul

STAMPA Grafiche ATA

Finito di stampare nel mese di ottobre 2019

Forum per la Finanza Sostenibile
Via Ampère 61/A
20131 Milano
Tel. +39 02 30516028
www.finanzasostenibile.it