

ATTUALITÀ

Fondi ESG e investimenti nel comparto della difesa

Il ruolo del diritto in un equilibrio complicato

15 Giugno 2026

Alessandro Corno, Managing Partner, Alma
Francesco M. Stocco, Partner, Alma



Alessandro Corno, Managing Partner,
Alma

Francesco M. Stocco, Partner, Alma

> **Alessandro Corno**

Alessandro Corno è Equity e Managing Partner di Alma Società tra Avvocati presso la sede di Milano. È Head del Team di Fondi d'investimento. Ha maturato una lunga esperienza nei settori dell'asset management e dei fondi d'investimento. Alessandro Corno assiste regolarmente alcuni dei principali gestori e investitori istituzionali – italiani ed esteri – nell'avvio di fondi alternativi che investono nei settori del real estate, private equity, venture capital e nelle altre asset class alternative.

> **Francesco M. Stocco**

Francesco Stocco è Partner di Alma società tra Avvocati e Head della practice di Finance di Milano. Si occupa in prevalenza di finanza strutturata (emissione di titoli di debito quotati, cartolarizzazioni e costituzione di fondi di investimento) e crisi di impresa, con particolare focus sul tema della sostenibilità di impresa nell'ottica del raggiungimento degli obiettivi della SDG Agenda 2030.

Società tra Avvocati

Alma

1. Introduzione

Il rapporto tra finanza sostenibile e settore della difesa rappresenta uno dei nodi più controversi e, al tempo stesso, meno esplorati del dibattito regolatorio europeo. La classificazione dei fondi d'investimento ai sensi del Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR)¹, soprattutto nel testo di proposta modifica (SFDR 2.0), ha imposto agli operatori l'adozione di criteri di esclusione settoriale che includono il comparto delle armi e degli armamenti, con l'eccezione delle armi controverse². Osservando il *benchmark* di mercato i fondi con maggiore impatto (*i.e.* quelli Articolo 9 SFDR) registravano una radicale esclusione degli investimenti nel comparto degli armamenti, con alcune maggiori aperture nei fondi sostenibili (*i.e.* i fondi Articolo 8 SFDR). Tuttavia, il mutato contesto geopolitico – segnato dal protrarsi del conflitto in Ucraina, dall'instabilità nel Medio Oriente e dalla crescente enfasi europea sul riarmo – sta registrando una progressiva apertura ed estensione alla materia.

Il presente contributo si propone di esaminare criticamente se, in primo luogo, sia effettivamente coniugabile l'universo degli investimenti sostenibili con il comparto degli armamenti e con quello della difesa, anche alla luce dei rischi di *green washing* associati all'inclusione di tale *asset class* e, in secondo luogo, di valutare l'eventuale tenuta giuridica dei diversi modelli di clausole di esclusione adottati dai fondi ESG, proponendo una lettura che, valorizzando l'impianto normativo della Legge italiana 185/1990, offra un quadro non solo più rigoroso sotto il profilo della certezza del diritto, ma anche più coerente con le esigenze di tutela degli investitori e di azionabilità delle garanzie.

2. Le tendenze degli operatori: un'apertura in accelerazione

I dati più recenti attestano un'inversione di tendenza inequivocabile nella postura dei gestori europei nei confronti del settore della difesa. L'esposizione media dei fondi azionari europei classificati ex art. 8 SFDR al comparto aerospaziale e della difesa è quadruplicata, passando dallo 0,6% nel 2022 al 2,5%

¹ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR).

² Tanto si ritrae dal combinato disposto delle liste di esclusione previste dagli articoli 7, 8 e 9 della proposta di modifica della SFDR la lettera a) art. 12 del Regolamento Delegato (ue) 2020/1818 della Commissione del 17 luglio 2020

nel giugno 2025 per i fondi a gestione attiva, e dallo 0,2% all'1,2% per i fondi passivi.³ Il dato relativo al quarto trimestre 2024, pari allo 0,9%, è ulteriormente salito all'1,42% entro la fine del 2025.⁴

Ancora più significativo è il dato sulla diffusione: il 54% dei fondi azionari europei art. 8 presenta oggi un'esposizione al settore della difesa, in netto aumento rispetto al 33% registrato nel 2022. Il 19% di tali fondi alloca oltre il 5% del portafoglio alla difesa, rispetto ad appena il 3% di tre anni prima. In termini di volumi, il valore degli asset legati alla difesa nei fondi europei con marchio di sostenibilità è passato da 3 miliardi di dollari nel terzo trimestre 2022 a quasi 7 miliardi alla fine del 2024.

Sul fronte delle policy di esclusione, i dati evidenziano che solo il 31% dei fondi art. 8 e il 48% dei fondi art. 9 adottano politiche di esclusione relative al settore militare convenzionale, il che significa che la maggioranza dei gestori di fondi ESG non si oppone, in linea di principio, all'investimento nella difesa convenzionale.

Questo trend è promosso dalla Commissione Europea che ha progressivamente legittimato l'apertura dei fondi a questo mercato con il Defence White Paper del marzo 2025, nel quale ha precisato che lo SFDR non impedisce il finanziamento del settore della difesa, e con il Defence Readiness Omnibus del giugno 2025, volto a mobilitare fino a 800 miliardi di euro in investimenti nel comparto.⁵

3. Le criticità delle clausole ancorate a programmi dell'Unione europea

In questa prospettiva, si spiega perché numerosi fondi hanno adottato clausole di esclusione dal settore della difesa che prevedono un'eccezione per le imprese operanti a supporto o nel contesto dei programmi promossi o supportati dall'Unione europea. Tale formulazione, apparentemente ragionevole in un'ottica di allineamento alla politica europea, presenta criticità giuridiche di rilievo, prescindendo, per un attimo, dal tema superiore dei limiti di compatibilità tra finanza sostenibile e finanziamento del

³ I dati riportati nel presente paragrafo sono tratti da Sustainalytics, EU ESG Funds' Exposure to Defense Continues to Increase, 2025 e da MSCI, Rethinking Defense Exposure in Sustainable Funds, 2025.

⁴ Cfr. IPE, Article 8 funds lead defence exposure increase in sustainable funds, 2025.

⁵ Commissione europea, Defence White Paper, marzo 2025; Defence Readiness Omnibus, 17 giugno 2025, con l'obiettivo dichiarato di facilitare fino a 800 miliardi di euro in investimenti nel settore difesa.

comparto armi o difesa.

In primo luogo, il concetto di programma militare promosso o supportato dall'UE non ha confini normativi ben precisi e patisce di un difetto di legittimazione normativa "attenuata" dell'UE nel settore di riferimento. L'art. 24 TUE esclude, infatti, una competenza legislativa diretta dell'Unione in materia di difesa: la Politica di Sicurezza e Difesa Comune (PSDC) è demandata a decisioni da adottare all'unanimità, con esclusione specifica di atti legislativi.⁶ Lo stesso art. 42, comma 2, del Trattato UE subordina la politica di difesa comune a una decisione unanime del Consiglio europeo, rispettando il carattere specifico della politica di sicurezza di ciascuno Stato membro e gli obblighi derivanti dall'appartenenza alla NATO.

Ne consegue che l'Unione europea non dispone, allo stato, di un quadro normativo organico in materia di difesa, ma si è mossa attraverso strumenti settoriali e frammentari: il Fondo Europeo per la Difesa (Reg. UE 2021/697), il Regolamento EDIRPA (UE 2023/2418) in materia di appalti nel settore della difesa e il Regolamento ASAP (Act in Support of Ammunition Production Reg. UE 2023/1525), questi ultimi dettati dalla contingenza del conflitto ucraino, nonché i programmi Defence White Paper, marzo 2025; Defence Readiness Omnibus sopra citati.

L'ancoraggio dell'eccezione ad una serie di programmi dettati da contingenze storiche e strategiche con partecipazione non vincolante per i singoli stati membri produce conseguenze rilevanti sul piano della certezza del diritto. In primo luogo, la portata dell'esenzione rimane sostanzialmente rimessa all'interprete, con inevitabili margini di discrezionalità che mal si conciliano con l'esigenza di rigorosa disciplina dei limiti all'investimento in un prodotto finanziario classificato come ESG. In secondo luogo, l'assenza di parametri oggettivi, soprattutto quando l'investimento è in un'impresa che opera nel contesto di una *supply chain* e in modo non esclusivo in programmi finanziati dall'UE, impedisce l'attivazione di meccanismi di verifica preventiva o successiva della conformità dell'investimento: potrebbe considerarsi ammissibile, in via esemplificativa, un investimento in una società che produce un armamento

⁶ L'art. 24 TUE esclude una competenza legislativa diretta dell'UE in materia di difesa, essendo la materia demandata a decisioni da adottare all'unanimità e con esclusione specifica di atti legislativi. L'art. 42, co. 2, TUE conferma che la politica di difesa comune resta subordinata a una decisione unanime del Consiglio europeo.

finanziato a valere di un programma dell'UE (es. con un'incidenza nel volume di produzione complessivo del 20%) e per il resto armamenti destinati ad altri paesi (anche c.d. *white list*)?.

4. Le insufficienze degli indici fondati sulle Linee guida OCSE e sui principi ONU. Armi e sostenibilità possono convivere?

In questo stesso alveo e a un livello di criticità ancora più profondo si collocano gli approcci di quei fondi UCITS e dei relativi indici che, nell'ammettere l'investimento nel settore della difesa convenzionale, si limitano a richiedere il rispetto delle Linee guida OCSE per le imprese multinazionali⁷ o dei principi del Global Compact delle Nazioni Unite.⁸

È il caso, ad esempio, dell'indice VettaFi Army, che per i fondi UCITS adotta una metodologia che esclude gli investimenti in società in violazione dei principi del Global Compact e le attività legate ad armamenti controversi, ma non pone alcuna condizione specifica per il settore delle armi convenzionali.⁹

Il ricorso esclusivo a tali parametri come condizione per l'investibilità nel settore della difesa appare, pertanto, del tutto insufficiente per lo meno sul piano della specificità. Le Linee guida OCSE e il Global Compact non sono stati concepiti per valutare le peculiari problematiche del settore degli armamenti, quali il rischio di diversion, il rispetto dei regimi sanzionatori, la conformità al diritto internazionale umanitario o la valutazione delle destinazioni finali delle esportazioni. Ne consegue, quindi, un rischio significativo di *greenwashing*, nella misura in cui l'etichetta ESG viene applicata a prodotti finanziari i

⁷ OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct, aggiornamento 2023. Il framework prevede un processo di due diligence in sei fasi, ma non definisce criteri settoriali specifici per il comparto della difesa.

⁸ United Nations Global Compact, i cui dieci principi riguardano diritti umani, lavoro, ambiente e anticorruzione, senza contenere prescrizioni specifiche sul commercio di armamenti convenzionali.

⁹ Cfr. VettaFi Army Index che in punto ESG prevede "SG/Human Rights Filter: Constituent business operations must comply with United Nations Global Compact (UNGC) principles and Organization for Economic Cooperation (OECD) Guidelines for Multinational Enterprises¹. Companies involved in the production development or maintenance of anti-personnel mines, biological or chemical weapons, cluster munitions or depleted uranium are excluded from consideration for the index. Additionally, companies must derive less than 5% of their revenue from tobacco manufacturing, distribution, and the sale of tobacco products as well as not derive any revenue from the exploration, mining, or refining of thermal coal".

cui criteri di esclusione settoriale sono, in realtà, privi di effettiva capacità selettiva.

5. ESG e Armi: possibili soluzioni in un quadro di valori

Il tema così prospettato, anche alla luce della futura revisione del Regolamento SFDR (con il c.d. SFDR 2.0), ripropone un interrogativo di fondo: quello della coerenza dell'industria in oggetto con il Goal 16 dell'Agenda ONU 2030 (Pace, Giustizia e Istituzioni Forti).

Ci pare, infatti, come non possano sollevarsi criticità alla scelta operata dalla nuova SFDR 2.0 di ammettere l'investimento nel comparto delle armi ad eccezione delle "armi controverse". Ripercorrendo la genesi del fondamento economico dell'economia sostenibile e della finanza sostenibile, intesi come sistemi in grado di produrre esternalità positive (addizionalità) o internalizzare esternalità negative, non è chiaro comprendere quale valore positivo sia in grado di generare l'industria degli armamenti in sé e, in che limiti, del caso, la sotto classe dei sistemi di difesa.

Il tema, ci pare, non possa essere risolto delegando ad una scelta tecnico - tassonomica quali tipi di armamento possano essere eligibili (perché ad esempio con mera funzione difensiva) e quali invece no. L'industria delle armi, con qualche eccezione di segmenti di mercato (non rilevanti) afferenti a sistemi difensivi, resta di fatto soggetta ad un tema di *diversion* che si amplifica, ulteriormente, se si considera come uno stesso componente di un'arma possa essere utilizzato per un "arma offensiva" e per un "arma difensiva".

Più che una scelta tecnica tassonomica, quindi, una possibile soluzione si potrebbe rinvenire nell'adozione di una scala di valori idonea a prevenire i fenomeni maggiormente distorsivi nel mercato. In questo alveo, un possibile approccio, nel quadro normativo esistente, è offerto dalla Legge 9 luglio 1990, n. 185¹⁰ che, pur nel contesto del *framework* normativo europeo, offre un sistema di controllo con caratteristiche di particolare completezza, rigore e coerenza valoriale di particolare peso.

Il primo e più significativo profilo da segnalare risiede nel quadro valoriale che permea l'intera discipli-

¹⁰ Legge 9 luglio 1990, n. 185, recante «Nuove norme sul controllo dell'esportazione, importazione e transito dei materiali di armamento», come successivamente modificata e integrata.

na. L'art. 1, comma 6, della Legge 185/1990 non si limita a dettare un regime di autorizzazioni e controlli di natura tecnico-amministrativa, ma opera una vera e propria valutazione "finalistico - valoriale" del mercato degli armamenti, ancorandola ai principi fondamentali dell'ordinamento costituzionale e del diritto internazionale.

Il divieto di esportazione verso Paesi la cui politica contrasti con i principi dell'art. 11 della Costituzione introduce un parametro di matrice costituzionale che eleva il controllo sugli armamenti dal piano della mera legalità formale a quello della coerenza con l'ordine valoriale dell'ordinamento. A questo si aggiungono i divieti di esportazione verso Paesi in stato di conflitto armato in violazione dell'art. 51 della Carta delle Nazioni Unite, verso Paesi i cui governi siano responsabili di gravi violazioni dei diritti umani accertate dagli organi competenti delle Nazioni Unite, dell'UE o del Consiglio d'Europa, e verso Paesi che destinino risorse eccedenti le esigenze di difesa al bilancio militare, a detrimento degli aiuti allo sviluppo.

Sul piano del regime autorizzatorio, la Legge 185/1990 predispone, poi, un sistema di controlli capillari che copre l'intero ciclo di vita dei materiali di armamento. Il Registro nazionale delle imprese (art. 3) impone obblighi di iscrizione, sospensione e cancellazione. Le autorizzazioni preventive dell'UAMA (artt. 10-bis, 10-ter, 10-quater, 10-quinquies) subordinano ogni operazione di trasferimento al vaglio dell'Autorità competente sulla conformità alla politica estera e di difesa dello Stato. La certificazione delle imprese (art. 10-sexies) attesta l'affidabilità dell'operatore e l'esistenza di un programma interno di conformità. Il sistema è completato da obblighi informativi puntuali (art. 10-septies) e da un apparato sanzionatorio penale e amministrativo (artt. 24-26) che ne garantisce l'effettività.

L'ancoraggio dei criteri di esclusione al framework della Legge 185/1990 produce un ulteriore e decisivo effetto: consente l'attivazione di forme di tutela giurisdizionale e di *engagement* particolarmente incisive, che i modelli fondati su parametri di *soft law* non sono in grado di garantire¹¹.

¹¹ Sul piano contrattuale, l'inserimento nei documenti di investimento di clausole che subordinino l'investibilità al possesso delle autorizzazioni prescritte dalla Legge 185/1990 e prevedano obblighi di compliance continuativa a carico della società partecipata trasforma vincoli pubblicitici in obblighi civilistici direttamente azionabili dal fondo e, per suo tramite, dagli investitori (oltre che ai rimedi connessi ai c.d. "stop event" anche l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità o la declaratoria di nullità dei contratti sottoscritti in violazione della Legge 185/90).

6. La prospettiva dell'investitore istituzionale: la determinatezza come filtro e come leva

Quanto sopra, ci pare confermato anche dalla prospettiva degli investitori.

Negli ultimi quindici anni i fondi di investimento - OICVM e FIA - si sono affermati come uno dei principali canali di finanziamento dell'economia reale, e i capitali che li alimentano provengono in misura prevalente dagli investitori istituzionali europei, in primo luogo previdenziali e assicurativi. È una categoria che costituisce il baluardo europeo della finanza sostenibile: vincolati da doveri fiduciari e da un articolato apparato regolatorio settoriale¹², gli investitori istituzionali comunitari applicano agli investimenti gli standard di sostenibilità più rigorosi del mercato.

Rispetto a tali investitori, la determinatezza giuridica dei criteri di esclusione consentita da un modello come quello della Legge 185/1990 rivela una funzione speculare a quella di filtro contro il *greenwashing*: rende l'investimento di più semplice, sicuro e di immediata attuazione.

Nella prospettiva dell'investitore e del mercato, in altri termini, un criterio ancorato a parametri di *soft law* o al rinvio indeterminato ai programmi dell'Unione non si limita a esporre il prodotto a un rischio di *greenwashing*: rischia di limitare l'ingresso proprio dell'investitore più esigente, privo degli elementi oggettivi per giustificare la deliberazione. Il vuoto selettivo si traduce in un vuoto finanziario.

Il criterio ancorato alla Legge 185/1990 - determinato, vincolante e azionabile - rende invece la difesa eleggibile nel merito e, per ciò solo, ne abilita legittimamente il finanziamento. In un contesto socio-politico in cui l'Europa è chiamata a colmare un ritardo strategico nel comparto, la certezza del diritto non è un ostacolo all'investimento, ma la sua precondizione.

Queste forme di tutela aprono la strada a un modello di *engagement* forte, nel quale gli investitori non si limitano a esercitare pressioni di natura reputazionale o a esprimere il proprio dissenso in sede assembleare, ma dispongono di strumenti giuridici cogenti per pretendere il rispetto dei criteri di sostenibilità. L'azione di nullità e l'azione di responsabilità costituiscono, in questa prospettiva, la traduzione giuridica di quel «*stewardship attivo*» che la normativa europea e le *best practices* internazionali raccomandano ma che, in assenza di parametri normativi determinati, resta spesso confinato nel perimetro della *moral suasion*.

¹² Si pensi, per gli enti pensionistici, alla Direttiva (UE) 2016/2341 (IORP II), per le imprese di assicurazione alla Direttiva 2009/138/CE (Solvibilità II) e, nell'ordinamento italiano, al quadro di vigilanza della COVIP.

7. Considerazioni conclusive

L'analisi condotta evidenzia come il tema dell'investimento dei fondi ESG nel settore della difesa richieda un approccio che vada oltre la mera distinzione tra armi controverse e armi convenzionali o il riferimento ai piani finanziati o supportati dall'UE. La rapida apertura degli operatori al comparto – attestata dai dati statistici esaminati – impone una riflessione approfondita sulla qualità e sulla tenuta giuridica dei criteri di esclusione e delle relative eccezioni.

Ancor più, alla luce della scarsa coerenza tra finanza sostenibile e comparto dell'armamento, verrebbe in rilievo, un radicale ripensamento sul mantenimento in essere delle categorie dei fondi ESG Basic nel contesto della proposta riforma del regolamento SFDR 2.0 e del mantenimento di tale asset class nei fondi "sostenibili".

In questo periodo di transizione, il modello fondato sulla Legge 185/1990 supera molte criticità: offre un quadro normativo organico, dotato di forza vincolante, caratterizzato da criteri determinati e verificabili, e – elemento non meno rilevante – pervaso da un'impronta valoriale che eleva il controllo sugli armamenti al livello dei principi costituzionali e del diritto internazionale dei diritti umani. Questa impostazione non solo garantisce una maggiore certezza del diritto nella definizione del perimetro degli investimenti ammissibili, ma apre spazi di tutela giurisdizionale – attraverso le azioni di nullità e di responsabilità – che trasformano l'*engagement* degli investitori da strumento di pressione reputazionale a rimedio giuridico cogente.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

