

Finanza sostenibile

La finanza per lo sviluppo sostenibile

Tendenze, questioni in corso e prospettive
alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea

*N. Linciano, E. Cafiero, A. Ciavarella, G. Di Stefano, E. Levantini,
G. Mollo, S. Nocella, R. Santamaria, M. Taverna*



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

1

giugno 2021

La collana **Finanza sostenibile** raccoglie il risultato delle analisi e degli approfondimenti effettuati nell'ambito dello Steering Committee sulla sostenibilità, istituito per valorizzare gli interventi negli ambiti di regolazione e vigilanza attribuiti all'Istituto, nonché favorire, anche a legislazione data, l'incontro fra domanda e offerta di prodotti finanziari sostenibili.

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Elena Frasca

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

CONSOB

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

t +39.06.84771 centralino

f +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

t +39.02.724201 centralino

f +39.02.89010696

h www.consob.it

e studi_analisi@consob.it

La finanza per lo sviluppo sostenibile

Tendenze, questioni in corso e prospettive
alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea

*N. Linciano, E. Cafiero, A. Ciavarella, G. Di Stefano, E. Levantini,
G. Mollo, S. Nocella, R. Santamaria, M. Taverna **

Sintesi del lavoro

Il presente Quaderno effettua una rassegna sistematica dell'evoluzione della finanza a supporto dello sviluppo sostenibile, con l'obiettivo di fornire una mappa concettuale concernente il ruolo dei vari attori del sistema finanziario, le dinamiche di mercato e gli spazi per una regolazione in grado di promuovere la considerazione dei fattori ESG (*Environmental, Social and Governance*) nelle scelte degli attori finanziari. Partendo dalle nozioni di sviluppo sostenibile e di finanza sostenibile, il lavoro ricostruisce l'evoluzione della *corporate social responsibility* e l'integrazione dei temi ESG nelle strategie degli investitori istituzionali e nelle scelte degli investitori *retail*, per poi passare agli intermediari dell'informazione e concludere con il ruolo dei mercati finanziari nella valutazione dei rischi e delle caratteristiche ESG. Tale ricostruzione consente di individuare tra le frizioni più rilevanti allo sviluppo della finanza sostenibile la mancanza di un linguaggio comune per la descrizione di attività, prodotti e servizi finanziari sostenibili nonché l'insufficienza e la non comparabilità delle informazioni disponibili. Da questo fallimento del mercato discende la necessità di un intervento regolamentare, che a livello globale sta trovando il suo sviluppo più significativo nell'Unione europea. Il Piano di azione della Commissione europea del 2018 e le successive misure attuative sono incentrati sull'innalzamento dell'affidabilità e della comparabilità delle informazioni riguardanti la sostenibilità, al fine di favorire una maggiore canalizzazione di risorse verso le

(*) Il gruppo di lavoro CONSOB è stato coordinato da Nadia Linciano, Divisione Studi (n.linciano@consob.it).

Si ringrazia la Commissaria Prof. Anna Genovese, Chair dello Steering Committee CONSOB sulla sostenibilità, per gli utili commenti e suggerimenti. Si ringrazia inoltre Antonio Mazzilli per i commenti a una versione precedente del lavoro. Le opinioni espresse sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro, non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

attività sostenibili. La Commissione europea è inoltre intervenuta sulle regole di condotta degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento nonché su taluni meccanismi di *corporate governance*, mentre altre iniziative sono ancora in corso, come ad esempio quelle relative alla rendicontazione in materia di sostenibilità. In questo contesto, le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari si dovranno misurare con molteplici sfide concernenti fra l'altro: il rischio di *green/socialwashing*; il rischio di disallineamenti delle valutazioni di mercato rispetto al valore fondamentale degli investimenti sostenibili e di brusche correzioni dei corsi associate all'accelerazione della transizione ecologica impressa dalla rapida evoluzione del quadro normativo in atto; l'innovazione finanziaria legata alla sostenibilità. Per affrontare al meglio la transizione verso il paradigma della finanza sostenibile è sempre più importante che le Autorità di vigilanza adottino un approccio proattivo ed *evidence-based*. È altresì importante promuovere le applicazioni della tecnologia, al fine di innalzare qualità e comparabilità delle informazioni su caratteristiche e impatto degli investimenti sostenibili, incoraggiare l'accesso al mercato dei capitali da parte di investitori e imprese orientati alla sostenibilità, favorire l'efficienza dei processi di *compliance* dei partecipanti al mercato rispetto ai nuovi obblighi normativi e dei processi di vigilanza da parte delle Autorità.

Sustainable finance

Trends, issues and perspectives
amid the evolution of the EU regulatory framework

*N. Linciano, E. Cafiero, A. Ciavarella, G. Di Stefano, E. Levantini,
G. Mollo, S. Nocella, R. Santamaria, M. Taverna **

Abstract

This paper offers a systematic review of the evolution of sustainable finance and the related law & economics debate, with the purpose of providing a mind map encompassing the role of financial players, market dynamics and the contribution of a regulation fostering the consideration of ESG (Environmental, Social and Governance) factors in financial actors' decision-making. Starting from the definition of sustainable development and sustainable finance, it describes the evolution of corporate social responsibility and of sustainable investing by institutional and retail investors as well as the initiatives by third-party information providers and the ability of financial markets to price sustainable factors. The review allows to ascertain among the most relevant frictions to the development of sustainable finance the lack of a common language for the identification of sustainable financial activities, products and services, together with the inadequacy and non-comparability of the information made available by companies and information intermediaries. Such market failure implies the need for regulatory intervention, which at present finds its fullest expression at the European Union level. The European Commission 2018 Action Plan and its implementing measures focus on increasing the reliability and comparability of information on sustainability of economic activities and financial products, so as to increasingly channel financial resources to sustainable activities. The European Commission also intervened on the

(*) CONSOB team was led by Nadia Linciano, Head of Economic Research Unit (n.linciano@consob.it).

The authors thank Commissioner Professor Anna Genovese, Chair of the Steering Committee CONSOB on sustainability, for useful comments and Antonio Mazzilli for his comments on a previous version of the paper. The opinions expressed in this document are the authors' personal views and are in no way binding on CONSOB. In citing this paper, it is therefore not correct to attribute the arguments expressed therein to CONSOB.

rules of conduct for intermediaries in the provision of investment services as well as on certain corporate governance features. Additional initiatives are underway, such as those relating to sustainability reporting. Within this framework, securities markets authorities face some challenges concerning: the risk of green/socialwashing; the risk of misalignment between market valuations of sustainable investments and their fundamentals; abrupt price corrections associated with the acceleration of the green transition prompted by the ongoing evolution of the regulatory framework; the financial innovation that issuers may implement when designing ESG products. To best address the transition to the sustainable finance paradigm, it is increasingly important for financial supervisors to take a proactive and evidence-based approach. It is also crucial to promote the application of technology to sustainability, to enhance both the quality and comparability of information and the access to capital markets by sustainability-oriented investors and companies as well as the efficiency of compliance by market participants and supervision by securities markets authorities.

Indice

1	Introduzione	9
2	Dallo sviluppo sostenibile alla finanza sostenibile	12
2.1	La nozione di sviluppo sostenibile	12
2.2	La nozione di finanza sostenibile	14
3	Il ruolo della finanza a supporto dello sviluppo sostenibile	17
3.1	La <i>corporate social responsibility</i> (CSR) e la sostenibilità	17
3.2	L'integrazione della sostenibilità nelle scelte degli investitori istituzionali	32
3.3	L'integrazione della sostenibilità nelle scelte degli investitori <i>retail</i>	48
3.4	Score e rating ESG	50
3.5	Il <i>pricing</i> delle performance e dei rischi ESG	53
4	Gli ostacoli allo sviluppo della finanza sostenibile	59
4.1	L'assenza di una definizione condivisa dei fattori ESG e delle attività sostenibili	60
4.2	La bassa standardizzazione dell'informazione sulla sostenibilità prodotta dalle imprese	64
4.3	Le criticità relative all'informazione derivata sulla sostenibilità	69
4.4	Il <i>trade-off</i> percepito tra performance ESG e rendimento finanziario e il dovere fiduciario degli <i>asset managers</i>	70
4.5	La bassa conoscenza degli investimenti sostenibili da parte degli investitori <i>retail</i>	72
4.6	Le difficoltà nel <i>pricing</i> corretto dei fattori ESG	73
5	Il Piano d'Azione della Commissione europea e le misure applicative	75
5.1	Prime riflessioni sul Piano d'azione e sulle misure attuative a supporto della finanza sostenibile	79
6	Le iniziative della CONSOB a sostegno della finanza sostenibile	83
7	Prospettive di sviluppo della finanza sostenibile: considerazioni conclusive	86
7.1	L'impulso impresso dalla pandemia di COVID-19	86
7.2	Le opportunità offerte dalla tecnologia	87
	Bibliografia	91
	Appendice	107
	Le misure attuative del Piano d'azione sulla finanza per la crescita sostenibile	107

1 Introduzione

La comunità internazionale ha da tempo preso atto della necessità di agire per conciliare lo sviluppo economico con la tutela dell'ambiente e il raggiungimento di obiettivi definiti nell'interesse della collettività. Al Rapporto del 1987 della World Commission on Environment and Development (Rapporto Brundtland) sono seguite numerose iniziative, culminate nel 2015 nell'approvazione dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile e dei relativi 17 obiettivi (*Sustainable Development Goals* – SDGs), articolati in 169 Target da raggiungere entro il 2030. Nel dicembre dello stesso anno, la conferenza sul clima di Parigi (COP21) ha visto 195 paesi aderire al primo accordo universale e giuridicamente vincolante su un piano d'azione globale, con l'obiettivo di prevenire *'pericolosi cambiamenti climatici'* e contenere il riscaldamento globale al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali¹. La COP21 è stata poi seguita da ulteriori accordi globali e regionali. Nel corso del 2020 si sono registrati importanti sviluppi sul fronte delle azioni programmate dai Paesi maggiormente responsabili delle emissioni di anidride carbonica: la Cina ha dichiarato che intende portare la sua economia a zero emissioni entro il 2060 mentre gli Stati Uniti si propongono di raggiungere questo obiettivo entro il 2050.

L'Unione europea ha lanciato nel 2001 la strategia per lo sviluppo sostenibile², rivista successivamente in più tappe fino al 2010, quando lo sviluppo sostenibile è stato integrato nella strategia Europa 2020; essa ha inoltre svolto un ruolo determinante nella definizione dell'Agenda 2030. Con il *Green Deal* lanciato nel 2019, l'Unione ha sancito l'impegno ad azzerare le proprie emissioni nette di gas a effetto serra entro il 2050 e a rispettare obiettivi intermedi per il 2030 e il 2040³. Al fine di raggiungere la neutralità climatica, la Commissione europea si è posta l'obiettivo di mobilitare fino a mille miliardi di euro nei prossimi dieci anni. Il processo di transizione, tuttavia, necessita di un ammontare di investimenti superiore ai fondi del bilancio UE e ai fondi pubblici disponibili in generale: il fabbisogno supplementare, in particolare, si stima pari a 180 miliardi di euro l'anno. Per superare questo *funding gap*⁴ e favorire una transizione ordinata verso un'economia *low carbon* il sistema finanziario è chiamato a svolgere un ruolo centrale. Affinché tale ruolo possa dispiegarsi appieno è necessario creare un quadro normativo adeguato, attinente anzitutto il cosiddetto ecosistema dell'informazione.

Il *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, pubblicato dalla Commissione Europea a marzo 2018, delinea gli interventi regolamentari tesi a promuovere gli investimenti in attività sostenibili. Nel 2020, inoltre, la Commissione ha concluso la consultazione pubblica per l'adozione di una nuova strategia sulla finanza

1 Si veda https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_it.

2 Si veda la COM/2001/264, Sviluppo sostenibile in Europa per un mondo migliore: strategia dell'Unione europea per lo sviluppo sostenibile, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52001DC0264&from=it>.

3 Il *Green Deal* prevede un Piano d'azione articolato, tra l'altro, in una legge europea sul clima, che sancisce l'obiettivo della neutralità climatica entro il 2050, nel piano di investimenti del *Green Deal* europeo e nel meccanismo per una transizione giusta (si veda https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it).

4 Si veda Commissione Europea, Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, 8 marzo 2018, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>.

sostenibile (*Renewed sustainable finance strategy*), che fa seguito all'iniziativa del 2018 e definisce azioni e progetti mirati a innalzare gli investimenti privati per il raggiungimento degli obiettivi dello *European Green Deal*. Il programma straordinario denominato *Next Generation EU* (NGEU), adottato dall'Unione europea in risposta allo shock pandemico, riafferma l'obiettivo della transizione verde, stabilendo che almeno il 37% delle risorse debba essere destinato ad azioni per il clima e la sostenibilità ambientale e che i progetti finanziati dal programma non abbiano ripercussioni negative sull'ambiente.

Le iniziative in atto nell'Unione europea si innestano su dinamiche di mercato e su precedenti misure regolamentari frutto di una sensibilità crescente al tema della finanza sostenibile. Negli ultimi anni, infatti, è aumentata la considerazione dei fattori ESG (*Environmental, Social, Governance*) da parte delle società, degli investitori istituzionali, degli intermediari finanziari e degli intermediari dell'informazione attivi nella valutazione della sostenibilità di imprese e investimenti. Come già detto, tali dinamiche non sono sufficienti a liberare le risorse necessarie a sostenere la transizione ecologica nelle proporzioni e nell'orizzonte temporale concordati, perché sono ancora molti gli ostacoli che le forze di mercato non sono in grado di superare autonomamente.

Il presente Quaderno effettua una rassegna sistematica dell'evoluzione della finanza a sostegno della sostenibilità e del relativo dibattito economico e giuridico, nel tentativo di fornire una mappa concettuale concernente il ruolo dei vari attori del sistema finanziario, le dinamiche di mercato e gli spazi per una regolazione in grado di promuovere la considerazione dei fattori ESG nelle scelte degli attori finanziari⁵. Partendo dalle nozioni di sviluppo sostenibile, introdotta dal Rapporto Brundtland nel 1987, e di finanza sostenibile, progressivamente intesa come volano di un nuovo paradigma di produzione e consumo, il lavoro ricostruisce l'evoluzione della *corporate social responsibility* delle società e l'integrazione dei temi ESG nelle strategie degli investitori istituzionali e nelle scelte degli investitori *retail*, per poi passare agli intermediari dell'informazione e concludere con il ruolo dei mercati finanziari. Tale ricostruzione consente di individuare tra le frizioni più rilevanti allo sviluppo della finanza

5 Esula dagli obiettivi dello studio una ricognizione puntuale e dettagliata degli sviluppi normativi in atto, rispetto alla quale ogni pretesa di esaustività sarebbe vana vista, e l'analisi delle misure di carattere prudenziale che vedono coinvolte le autorità di vigilanza bancarie e per le quali si rimanda ad altre pubblicazioni. In questa sede ci si limita a ricordare il Piano d'azione sulla finanza sostenibile pubblicato dall'Autorità bancaria europea (EBA) con riferimento all'integrazione dei rischi ESG nei tre pilastri della vigilanza prudenziale (https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/EBA%20Action%20plan%20on%20sustainable%20finance.pdf), a seguito del Piano d'azione della Commissione europea. L'EBA ha inoltre pubblicato il 29 maggio 2020 le 'Linee guida sulla concessione e il monitoraggio dei prestiti', che si applicheranno a partire dal 30 giugno 2021, in base alle quali le istituzioni creditizie saranno tenute a integrare i fattori ESG nelle loro politiche di gestione del rischio, incluse le politiche e le procedure di gestione del rischio di credito (https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring/884283/EBA%20GL%202020%2006%20Final%20Report%20on%20GL%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring.pdf). A EBA sono stati conferiti ulteriori mandati nell'area della gestione dell'integrazione dei rischi climatici e ambientali dal cosiddetto pacchetto CRR II/CRD V rivisto e dal Regolamento (UE) 2019/2033 (Investment Firm Regulation - IFR). L'Autorità europea è inoltre chiamata a rilasciare orientamenti in materia di analisi di scenario e stress testing in grado di tener conto dei rischi legati al cambiamento climatico (per maggiori dettagli si veda Quaglia et al., 2021). Anche la BCE segue da vicino il tema (si veda al proposito la Guida sui rischi climatici e ambientali pubblicata il 27 novembre 2020).

sostenibile l'assenza di un linguaggio comune per l'identificazione e la descrizione di attività, prodotti e servizi finanziari sostenibili nonché l'insufficienza e la non comparabilità delle informazioni disponibili. Da questo fallimento del mercato discende la necessità di un intervento regolamentare, che a livello globale sta trovando il suo sviluppo più significativo nell'Unione europea. Il Piano di azione del 2018 e le successive misure attuative sono incentrati sull'innalzamento dell'affidabilità e della comparabilità delle informazioni sulla sostenibilità di attività economiche e prodotti finanziari. L'obiettivo è favorire l'emersione e la misurazione dei rischi ESG, garantire una migliore protezione degli investitori, con particolare riferimento al rischio di *green/socialwashing*, e creare le condizioni per l'integrazione consapevole della sostenibilità nei processi decisionali degli attori del sistema economico-finanziario, in funzione di una maggiore canalizzazione di risorse finanziarie ad attività sostenibili. La Commissione è inoltre intervenuta sulle regole di condotta degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento, nella prospettiva di attribuire adeguata considerazione ai fattori ESG, nonché su taluni meccanismi di *corporate governance*, al fine di rafforzare l'*engagement* degli investitori istituzionali su queste tematiche e di realizzare una concreta integrazione dei rischi ESG nella definizione dei processi di investimento. Altre iniziative sono ancora in corso come ad esempio quelle relative alla rendicontazione in materia di sostenibilità. Si tratta di un progetto molto ambizioso, per la pluralità dei soggetti coinvolti (dagli Stati membri all'industria agli investitori), l'ampiezza degli ambiti di intervento, l'esigenza di assicurare coerenza tra le misure riguardanti i vari ambiti. In questa prima fase si è data priorità al fattore ambiente, visti i cambiamenti climatici in atto e la portata sempre più vasta, ma anche il fattore *social* è nell'agenda dei regolatori e le riflessioni sono in corso, sebbene a uno stadio ancora iniziale.

In questo contesto, le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari si dovranno misurare con molteplici sfide concernenti tra le altre cose: il rischio di *green/socialwashing*; le ripercussioni sulla stabilità finanziaria derivanti dall'esposizione ai fattori ESG di operatori e comparti del sistema finanziario; il rischio di disallineamenti delle valutazioni di mercato rispetto al valore fondamentale dei titoli in funzione delle caratteristiche ESG dichiarate e/o di brusche correzioni dei corsi associate all'accelerazione della transizione ecologica impressa dalla rapida evoluzione del quadro normativo; l'innovazione finanziaria che gli emittenti potrebbero sperimentare per rendere più appetibili agli investitori i propri titoli qualificati come sostenibili.

Per affrontare al meglio la transizione verso il paradigma della finanza sostenibile è sempre più importante che le Autorità di vigilanza adottino un approccio proattivo ed *evidence-based*, nell'ambito di un dialogo costante con i propri *stakeholders*, rappresentati anzitutto dai risparmiatori sino alla comunità finanziaria tutta. È altresì importante promuovere le applicazioni della tecnologia alla sostenibilità, al fine di innalzare qualità e comparabilità delle informazioni su caratteristiche e impatto ESG degli investimenti, ridurre i costi di accesso al mercato dei capitali per gli investitori e le imprese (soprattutto quelle medio-piccole) orientati alla sostenibilità e favorire l'efficienza dei processi di vigilanza da parte delle Autorità e dei processi di *compliance* dei partecipanti al mercato rispetto ai nuovi obblighi normativi.

Come si evince anche dal Piano strategico 2019-2021, la finanza sostenibile è un tema centrale per la CONSOB, il cui obiettivo è sostenere la transizione verso il nuovo quadro di regole che va delineandosi al fine di favorire in tutti gli attori del mercato finanziario (emittenti, investitori, intermediari, mercati) un approccio sempre più aperto alla considerazione dei fattori di sostenibilità. L'Istituto partecipa all'evoluzione della regolazione, agendo nelle sedi istituzionali competenti in ambito sia domestico sia internazionale. Nelle sue funzioni di vigilanza, l'Autorità fornisce il proprio contributo presidiando la trasparenza, l'affidabilità e la qualità dell'informazione fornita al mercato. Al contempo, in linea con un approccio *evidence based*, la CONSOB ha intrapreso studi e approfondimenti delle dinamiche di mercato, ha avviato programmi di formazione del personale tesi a stimolare un orientamento proattivo alla vigilanza e ha avviato una transizione tecnologica che, accanto all'impegno nell'ambito della digitalizzazione della finanza, potrà contribuire alla transizione verso la sostenibilità.

Il lavoro è articolato come segue. Dopo la definizione della nozione di sviluppo sostenibile, di cui al paragrafo 2, il paragrafo 3 discute la nozione di finanza sostenibile così come emersa dal dibattito economico e giuridico. Il paragrafo 4 analizza gli elementi che possono ostacolare i progressi verso la finanza sostenibile, dedicando attenzione anche agli sviluppi nel contesto domestico, ed evidenzia i profili che giustificano l'intervento regolamentare. Il paragrafo 5 formula alcune riflessioni sul Piano d'azione e sulle relative misure attuative, quanto a portata e approccio, rimandando all'Appendice per il dettaglio delle iniziative europee. Il paragrafo 6 ricorda le attività intraprese dalla CONSOB, mentre il paragrafo 7 conclude evidenziando le questioni che rimangono aperte e le prospettive di sviluppo della finanza sostenibile anche alla luce dell'impulso che può derivare dall'innovazione tecnologica. La discussione dei paragrafi è integrata, ove ritenuto utile, da Riquadri di approfondimento, basati su indagini della CONSOB ovvero su ricognizioni della letteratura economica e giuridica pertinente.

2 Dallo sviluppo sostenibile alla finanza sostenibile

2.1 La nozione di sviluppo sostenibile

La nozione di sviluppo sostenibile viene introdotta per la prima volta dal Rapporto Brundtland (noto anche come *Our Common Future*), pubblicato nel 1987 dalla Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo (WCED). Secondo tale Rapporto, si definisce sostenibile uno sviluppo in grado di assicurare «*il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri*» (WCED, 1987). In questa prima accezione, lo sviluppo sostenibile viene collegato alla salvaguardia dell'ambiente, secondo un principio che verrà ripreso nella Conferenza delle Nazioni Unite su ambiente e sviluppo tenutasi a Rio de Janeiro nel 1992. Lo sviluppo sostenibile si è quindi consolidato quale principio di diritto internazionale e ha contribuito all'evoluzione del diritto internazionale ambientale attraverso la conclusione di accordi regionali e trattati

globali⁶. Tra questi, l'Accordo di Parigi (COP21) del 2015 è il primo accordo universale e giuridicamente vincolante su un piano d'azione globale, che ha raccolto l'adesione di 195 paesi. Sempre nel 2015 le Nazioni Unite hanno adottato l'Agenda 2030, che definisce 17 obiettivi (*Sustainable Development Goals* – SDGs), articolati in 169 Target, da raggiungere entro il 2030.

Come evidenziato da diversi autori (tra cui Campbell, 1996; Beatley e Manning, 1998; Berke e Conroy, 2000), il concetto di sostenibilità declinato dai primi accordi rimaneva troppo 'indefinito' per consentire di sviluppare un paradigma normativo in grado di guidare i *policy makers* nella realizzazione di azioni concrete. Né è stata di aiuto l'analisi economica, che per lungo tempo non ha chiaramente individuato la nozione di sostenibilità se non nell'ambito della contrapposizione (riferita solo all'uso delle risorse ambientali) tra economisti 'ortodossi', da un lato, e critici della crescita economica lineare, dall'altro (Timpano e Fedeli, 2019). A partire dalla Commissione Brundtland, tuttavia, tra gli economisti è aumentato il consenso sul fatto che la nozione di sviluppo sostenibile sia compatibile con il paradigma economico classico. Soppe (2004), ad esempio, ritiene possibile incorporare senza forzature il concetto di sostenibilità nel paradigma della finanza tradizionale se si riconoscono, rispettivamente, la funzione di riserva di valore della moneta e del capitale (che fa della finanza lo strumento ideale attraverso il quale soddisfare anche i bisogni delle generazioni future) e il carattere servente della finanza rispetto all'economia reale e ai relativi processi produttivi, nella maggior parte dei casi inquadrabili in un orizzonte temporale medio-lungo. In questo modo, il paradigma classico può integrare un modello di crescita economica basato su una visione dinamica e di lungo periodo, che tenga in conto gli interessi delle generazioni sia attuali sia future e riconosca l'interdipendenza tra le dimensioni economica, ambientale e sociale (le cosiddette 'tre E': *'environment, economy and equity'*; Pezzey e Toman, 2005)⁷. Nel corso del tempo è cresciuta la consapevolezza che l'integrazione nei processi economici di considerazioni ambientali e sociali non può prescindere dalla *governance* dei soggetti decisori, pubblici e privati, poiché se le imprese *'persistono nel trattare i problemi del cambiamento climatico esclusivamente come un problema di responsabilità sociale anziché di business non faranno altro che incorrere in grandi rischi'* (secondo quanto sostenuto da Porter, citato in Scattola, 2010). Si è arrivati, così, al riconoscimento dell'interdipendenza tra sviluppo sostenibile e fattori ESG.

6 Il principio verrà ripreso negli atti adottati a conclusione del vertice del 1992 (la Dichiarazione di Rio su ambiente e sviluppo, l'Agenda 21 e la Dichiarazione sulla gestione, la conservazione e lo sviluppo sostenibile delle foreste), nella Convenzione sulla diversità biologica, entrata in vigore nel 1993, e nella Convenzione sui cambiamenti climatici, entrata in vigore nel 1994, nonché nelle successive Conferenze delle Nazioni Unite (in particolare nella Conferenza di Johannesburg del 2002).

7 Come sostengono Girar e Nijkamp (1997), infatti, il funzionamento del sistema economico è legato all'ecosistema naturale (che può ritenersi 'gratuito' come implicitamente si assume nel paradigma economico tradizionale solo se i comportamenti umani non ne mettono a repentaglio la stabilità e la resilienza) e a profili concernenti l'equità, quali la distribuzione della ricchezza, il rispetto dei diritti umani fondamentali, l'inclusione economica e finanziaria. La stabilità è definita in generale come *'la capacità di un sistema di rimanere stazionario, cioè di mantenere la sua capacità di resistenza di fronte alle perturbazioni esterne. La resilienza è la capacità di un sistema di recuperare la sua struttura anche in presenza di forze esterne che lo modificano.'* (Scattola, 2010).

2.2 La nozione di finanza sostenibile

La declinazione del concetto di finanza sostenibile non è andata di pari passo con quella di sviluppo sostenibile. L'Agenda 2030 dell'ONU, pur includendo un obiettivo riferibile a profili macroeconomici (ossia l'obiettivo 8: *Decent Work and Economic Growth*), non assegna esplicitamente una rilevanza al sistema finanziario⁸, pur individuando negli investimenti il volano dello sviluppo sostenibile.

Il Sustainable Finance Study Group del G20, cogliendo lo spunto dell'Agenda 2030, ha fatto riferimento ai meccanismi di mercato che favoriscono una crescita forte, sostenibile e inclusiva, in grado di promuovere gli SDGs e migliorare la stabilità e l'efficienza del sistema finanziario attraverso un'adeguata gestione dei rischi e dei fallimenti di mercato (come quelli legati al mancato *pricing* delle esternalità negative dell'attività di impresa; G20, 2016).

La Banca Mondiale associa più esplicitamente il concetto al funzionamento delle imprese e dei mercati finanziari, facendo leva sulla nozione di forte impegno da parte di proprietari e manager delle imprese a integrare la sostenibilità nella strategia aziendale (World Bank Group Initiative 2017).

In ambito europeo, il ruolo del sistema finanziario è stato chiaramente riconosciuto stante l'insufficienza delle risorse pubbliche destinabili alla transizione ecologica. Il concetto di finanza sostenibile rimane tuttavia meno chiaramente identificato rispetto a quello di sviluppo sostenibile. Gli esperti dell'High-Level Expert Group on Sustainable Finance indicano nel Final Report (2018, p. 6) che: *'sustainable finance is about two imperatives. The first is to improve the contribution of finance to sustainable and inclusive growth as well as the mitigation of climate change. The second is to strengthen financial stability by incorporating environmental, social and governance (ESG) factors into investment decision-making'*. Inoltre, si afferma che *'Sustainable finance is about a joined-up approach to the development of financial services that integrates the ESG dimensions across market practices, products and policy frameworks'*, che essa è *'axiomatically linked to the long term'* e che comporta *'a commitment to the longer term, as well as patience and trust in the value of investments that need time for their value to materialize'* (Final Report 2018, p. 9)⁹. Seguendo questo approccio, la Commissione europea definisce sostenibile la finanza che tiene nella giusta considerazione fattori ambientali e sociali nel processo decisionale di investimento, grazie anche a una adeguata *governance* delle istituzioni pubbliche e private¹⁰.

8 Małgorzata et al. (2020).

9 Nella sua accezione più ampia, la nozione di finanza sostenibile si riferisce al rafforzamento della stabilità finanziaria di un'economia attraverso l'integrazione dei fattori ESG e di una visione di lungo periodo nei processi decisionali. In una accezione più ristretta, essa si associa alla riallocazione delle risorse a favore di investimenti *low-carbon* (Małgorzata et al., 2020).

10 In dettaglio, *'Sustainable finance generally refers to the process of taking due account of environmental, social and governance (ESG) considerations when making investment decisions in the financial sector, leading to increased long-term investments into sustainable economic activities and projects. More specifically, environmental considerations may refer to climate change mitigation and adaptation, as well as the environment more broadly, such as the preservation of biodiversity, pollution prevention and circular economy. Social considerations may refer to issues of inequality, inclusiveness, labour relations, investment in human capital and communities, as well as human rights*

La declinazione di questo approccio con riguardo a tutti gli attori del sistema finanziario – dalle imprese agli investitori (sia *retail* sia istituzionali), dagli intermediari finanziari agli intermediari dell'informazione, dai regolatori alle Autorità di vigilanza – comporta un'evoluzione dei processi decisionali che abbraccia l'identificazione degli obiettivi (creazione di valore finanziario nel breve e nel lungo termine) e la riorganizzazione dei processi di produzione e consumo (non più lineari ma circolari, basati su fattori di produzione che includono oltre al capitale finanziario il capitale naturale e quello sociale). Nella versione più evoluta di finanza sostenibile, si afferma un modello in cui i fattori ESG non sono più vincoli alla massimizzazione degli obiettivi bensì essi stessi parte degli obiettivi (Schoemaker e Schramade, 2019; Figura 1).

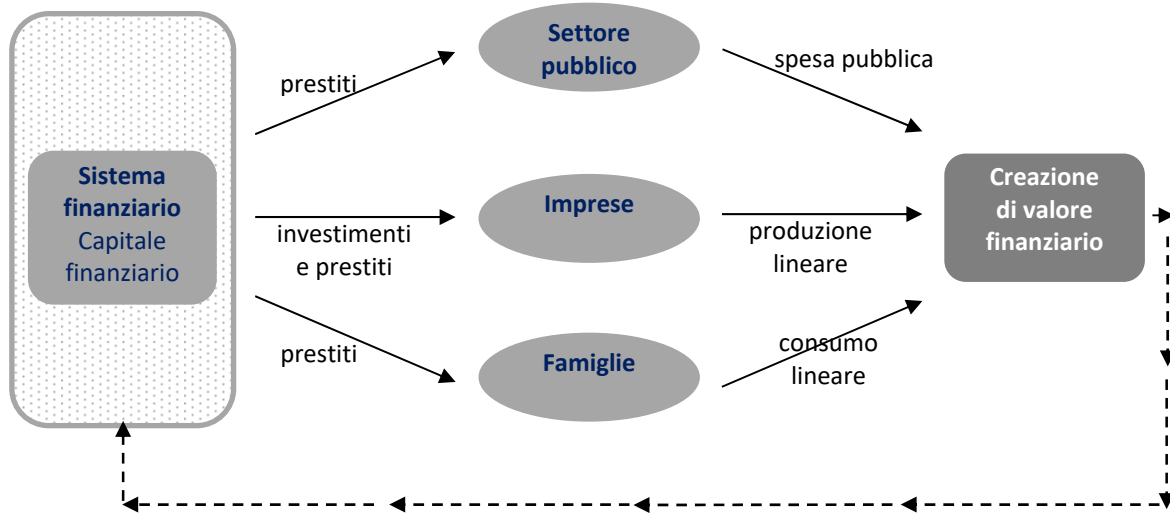
Affinché gli attori economici possano prendere decisioni rispettose degli obiettivi di sviluppo sostenibile è fondamentale che il mercato incorpori nei prezzi tutte le informazioni rilevanti in materia di performance e rischi ESG delle attività produttive e finanziarie. Perché ciò avvenga in modo efficiente e coerente con il passaggio a un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, sono necessari dati, informazioni, metriche e modelli di analisi adeguati per la misurazione e la rappresentazione delle caratteristiche ESG di attività economiche e finanziarie. A tal fine, svolgono un ruolo centrale sia i soggetti che 'producono' informazione (*in primis* le imprese) sia gli intermediari dell'informazione (quali i *providers* di *score* e rating ESG).

È dunque di interesse verificare quale sia lo stadio evolutivo della finanza sostenibile nel contesto europeo rispetto a ciascuno dei profili concernenti il processo decisionale degli attori rilevanti. Nei paragrafi che seguono la questione verrà esplorata esaminando la nozione di responsabilità sociale d'impresa (*corporate social responsibility* – CSR), i criteri alla base degli investimenti attenti alle tematiche della sostenibilità, il ruolo degli intermediari dell'informazione e la capacità dei mercati finanziari di veicolare, attraverso il meccanismo di formazione dei prezzi, segnali corretti ai fini della considerazione della sostenibilità nelle decisioni economiche e finanziarie.

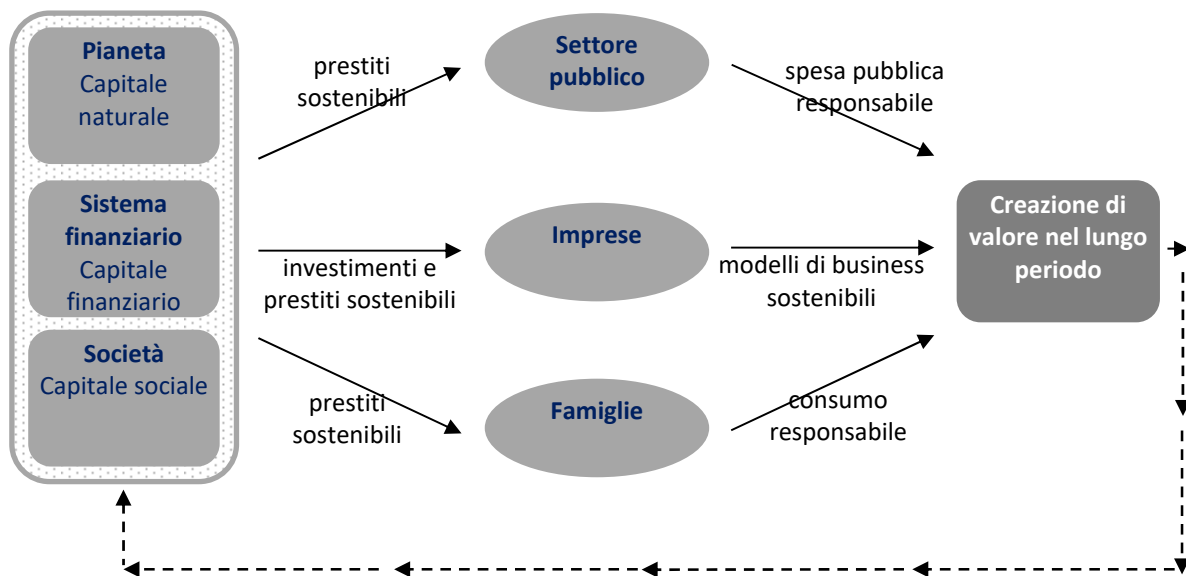
issues. The governance of public and private institutions, including management structures, employee relations and executive remuneration, plays a fundamental role in ensuring the inclusion of social and environmental considerations in the decision-making process. In the EU's policy context, sustainable finance is understood as finance to support economic growth while reducing pressures on the environment and taking into account social and governance aspects. Sustainable finance also encompasses transparency on risks related to ESG factors that may impact the financial system, and the mitigation of such risks through the appropriate governance of financial and corporate actors'. Si veda https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_it (ultimo accesso: 28 febbraio 2021).

Figura 1 – Dalla finanza tradizionale alla finanza sostenibile

CREAZIONE DI VALORE FINANZIARIO NELLA FINANZA TRADIZIONALE'



CREAZIONE DI VALORE DI LUNGO PERIODO NELLA FINANZA SOSTENIBILE



Fonte: Schoemaker e Schramade (2019).

3 Il ruolo della finanza a supporto dello sviluppo sostenibile

3.1 La *corporate social responsibility* (CSR) e la sostenibilità

L'evoluzione della corporate social responsibility

Il concetto di responsabilità sociale d'impresa si è evoluto in modo significativo nel corso del tempo sia nella letteratura manageriale sia nel dibattito istituzionale della comunità internazionale¹¹. Il filone manageriale, dopo l'avvio impresso da Bowen (1953) e dalla sua nozione di responsabilità sociale degli uomini d'affari¹², si è sviluppato negli anni '70 del secolo scorso attorno alla visione neoclassica della *Shareholder Theory* che, ispirandosi alle posizioni teorizzate da Milton Friedman fin dagli anni '60, guarda all'impresa come una *black box*, il cui obiettivo coincide con la massimizzazione dei profitti di breve periodo degli azionisti. In questo contesto, governare ed eventualmente introdurre correttivi per il raggiungimento di obiettivi ambientali e sociali è compito delle istituzioni pubbliche¹³.

Contestualmente alla *Shareholder Theory* maturano le prime premesse della *Stakeholder Theory*, secondo la quale il profitto è solo uno degli obiettivi da massimizzare nell'ambito di un processo decisionale che contempera gli interessi di diverse categorie di attori¹⁴. In questo contesto la CSR viene ancora considerata un costo (necessario) derivante dal dovere dell'impresa e dai vincoli posti all'impresa dalla società, mentre si moltiplicano le proposte definitorie di responsabilità di impresa¹⁵.

Negli anni '80 la *Stakeholder Theory* di Freeman (1984) contribuisce a definire meglio un concetto rimasto fino a quel momento troppo vago e aiuta a individuare i soggetti rispetto ai quali l'impresa deve assumere comportamenti responsabili.

Con Friederich (1986) e il concetto di *corporate social rectitude*, l'etica degli affari offre una giustificazione all'assunzione in positivo di responsabilità da parte delle imprese, superando l'impostazione dominante che interpretava la CSR come una risposta a pressioni esterne. Con il modello contrattualista dei primi anni '80, l'etica normativa viene usata per individuare i doveri dell'impresa nei confronti degli *stakeholders*: emerge la necessità di un contratto sociale e di un modello di governo societario allargato, che bilanci interessi differenti e/o confliggenti e che estenda i

11 Per una disamina dettagliata del tema si rimanda, tra gli altri, a Carroll (1999), Boatright (2014) e Zarri (2009).

12 Secondo Bowen (1953), la responsabilità sociale degli uomini d'affari si riferisce 'agli obblighi dei *businessman* di perseguire quelle politiche, di prendere quelle decisioni e di seguire quelle linee di azione che siano desiderabili in rapporto agli obiettivi e valori della nostra società'. Da ciò discende che i *businessman* in quanto servitori della società, non devono trascurare i valori socialmente accettati o anteporre i propri valori a quelli della società'.

13 Friedman (1970). Sul piano giuridico, Boatright (2014) definisce il *property right model*, che riconosce il carattere privatistico dell'impresa e legittima il fatto che i suoi proprietari perseguano esclusivamente il proprio interesse.

14 Ciò corrisponde alla cosiddetta *contractual right theory* secondo la quale l'impresa è un coacervo di diritti di proprietà di diversi capitali che diverse categorie di soggetti (azionisti, investitori, dipendenti, ecc.) mettono a disposizione secondo regole definite da un contratto.

15 Steiner (1971) diventa il riferimento per la cosiddetta CSR1, che fa leva sul ruolo degli aspetti etici e filosofici nel processo decisionale manageriale, pur rimanendo le imprese istituzioni essenzialmente economiche; Friederich (1978) va oltre con la nozione di *corporate social responsiveness* (CSR2), che entra nella sfera organizzativa aziendale per individuare gli strumenti più idonei a tradurre in pratica l'assunzione di responsabilità da parte dell'impresa; infine, Friederich (1986) introduce il concetto di *corporate social rectitude* (CSR3), di cui a breve.

doveri fiduciari di chi governa l'impresa dalla proprietà a tutti gli *stakeholder* coinvolti. Secondo questo filone di pensiero, una società che tenga in considerazione le aspettative dei propri *stakeholders* persegue anche il proprio profitto nel lungo periodo¹⁶.

Un passaggio ulteriore si deve alla teoria della *Corporate Social Performance* che guarda alla CSR come processo integrato nei meccanismi decisionali dell'azienda (Jones, 1980).

Negli anni '90, al crescere delle esperienze delle imprese nella CSR e in seguito all'affermazione della teoria degli *stakeholders*, il dibattito tende a incentrarsi sul tema dell'*accountability* e della rendicontazione, inteso anch'esso come processo volontario (Gray, Adams e Owen, 1996).

L'evoluzione del concetto di CSR nella letteratura manageriale ha dunque evidenziato un progressivo ampliamento della funzione obiettivo dell'impresa in relazione alla considerazione degli interessi di categorie di soggetti ulteriori rispetto agli azionisti. Il legame tra CSR e sostenibilità emerge, tuttavia, soprattutto in ambito istituzionale, grazie alle molteplici iniziative di ONU, OCSE e UE (Zarri, 2009). Gli sviluppi in ambito europeo, in particolare, riferiscono chiaramente tale approccio alla CSR, affermando il principio secondo il quale le performance dell'impresa devono essere valutate non solo in termini economici ma anche sociali e ambientali. L'impresa dunque non è di manager e azionisti ma è un bene sociale che interagisce con la società, mentre la CSR non è più un 'costo' ma un 'investimento', essendo connessa alla gestione strategica delle imprese e alla loro competitività.

A fronte di questi sviluppi in ambito istituzionale, anche la letteratura manageriale ha cominciato a riconoscere l'impresa come parte di un ambiente con il quale interagisce e dal quale è influenzata. Si è cominciato così a discutere di *Company Stakeholder Responsibility* e di meccanismi di *governance* partecipata¹⁷ (Riquadro 1).

16 Questo approccio riconosce i fallimenti del coordinamento dovuti all'incompletezza dei contratti e dei mercati e giustifica forme di regolazione sociale, codici di condotta, standard condivisi da gruppi e all'interno di gruppi sociali.

17 Porter (2006) ripropone la catena del valore come 'catena del valore sociale', che consente di rivedere i processi produttivi e organizzativi aziendali in modo da massimizzare la creazione di valore non solo per gli azionisti ma anche per la società. Freeman guarda al mercato come un sistema che crea meccanismi per lavorare sinergicamente alla creazione di valore 'gli uni per gli altri' e dunque valore sociale: in questo contesto l'impresa è uno dei vari attori in gioco per conseguire tale obiettivo comune (*Company Stakeholder Responsibility*). Per consentire all'impresa di coordinare le sue azioni con quella degli altri attori che contribuiscono alla creazione del valore sociale all'interno del medesimo ambiente di riferimento, Zadek (2004) propone il passaggio dal concetto di *governance* al concetto di 'governance partecipata' alla cui realizzazione prendono parte tutti gli attori che contribuiscono alla creazione del valore: il soggetto pubblico, il mondo imprenditoriale e la società civile organizzata.

Riquadro 1

Sostenibilità e remunerazioni dei vertici societari

Tra i meccanismi di *corporate governance* che possono incentivare comportamenti orientati alla sostenibilità le remunerazioni dei vertici societari giocano, come noto, un ruolo importante (Tirole, 2006). Se correttamente strutturate, le remunerazioni possono infatti incentivare l'integrazione dei fattori ESG nel modello di business aziendale, favorendo l'adozione di politiche a supporto della sostenibilità nel lungo periodo.

Il tema delle remunerazioni dei vertici societari in relazione alla sostenibilità è particolarmente sentito anche dagli investitori istituzionali. Già nel giugno 2012, i Principi per gli investimenti responsabili sostenuti dalle Nazioni Unite hanno ispirato una guida per l'integrazione delle tematiche ESG nei compensi degli amministratori esecutivi¹⁸. Tale guida individua tre passaggi necessari per una efficace integrazione dei fattori ESG in un sistema di remunerazione, ossia rispettivamente: l'identificazione delle metriche ESG più appropriate per ogni impresa; il collegamento di tali metriche con i compensi degli amministratori; un'informativa adeguata al mercato. Negli anni più recenti, alcuni investitori istituzionali hanno espresso una posizione in materia. BlackRock (2017), ad esempio, affronta il tema delle remunerazioni nelle società in Europa, Asia e Africa e sottolinea che i criteri ESG eventualmente utilizzati dovrebbero essere legati a temi materiali e riflettere le priorità strategiche dell'impresa.

Non sono molte le evidenze sulla struttura dei compensi dei vertici delle società quotate europee e sull'eventuale collegamento con metriche ESG. Reilly e Mahabier (2019) mostrano che, con riferimento alle società del FTSE 350 e dell'ISEQ 20, le remunerazioni degli amministratori esecutivi sono collegate a parametri ESG solo nel 27,4% dei casi. Il collegamento è più frequente nell'ambito della remunerazione di breve periodo e in crescita rispetto agli anni precedenti (in media il 25% dei compensi di breve termine nel 2018 a fronte del 12% nel 2008), mentre solo il 5% dei compensi di lungo periodo è legato a parametri ESG (1% nel 2008). Questi ultimi, inoltre, hanno un peso contenuto sulla remunerazione complessiva: in media, i criteri ESG incidono sui bonus per meno del 15%.

Nel contesto italiano, con riferimento alle remunerazioni dei vertici aziendali, l'evidenza disponibile mostra che la pratica di collegare i compensi a parametri non finanziari sta diventando più diffusa, sebbene si riferisca per lo

18 Integrating ESG issues into executive pay, disponibile al link: <https://www.unglobalcompact.org/library/302>.

più alle remunerazioni di breve periodo. In particolare, CONSOB (2020) mostra che a fine 2018 erano 33 le società italiane con azioni quotate che collegavano le remunerazioni variabili degli amministratori delegati ai parametri ESG e, in particolare, alle remunerazioni di breve termine in 32 casi e alla componente di lungo termine in nove casi¹⁹. L'anno successivo, 63 emittenti hanno dichiarato di aver integrato i fattori non finanziari nei compensi degli amministratori delegati, relativi al breve termine in 53 casi e al lungo termine in 29 casi (CONSOB, 2021).

A fine 2019, in particolare, le imprese che prevedono remunerazioni sostenibili sono in prevalenza quelle di maggiori dimensioni, appartenenti all'indice Ftse Mib (27 casi, pari al 79% dell'indice) o al Mid Cap (16 casi, pari al 43% dell'indice). Con riguardo alla distribuzione per settore, il collegamento tra compensi e fattori ESG si riscontra in 17 emittenti finanziari (34% del settore), 34 industriali (28% del settore) e 12 imprese di servizi (21%). Le imprese controllate dallo Stato o da enti pubblici e le imprese per le quali non è possibile individuare un soggetto che detiene il controllo sono quelle in cui la presenza di compensi sostenibili è più frequente (rispettivamente nel 70% e nel 50% dei casi). La quota media legata a fattori ESG oscilla tra il 17% e il 16% per le remunerazioni rispettivamente di breve e di lungo periodo.

In futuro i comportamenti delle imprese potrebbero risentire delle novità introdotte in materia di remunerazioni dalla direttiva (UE) 2017/828 – SHRD II – che modifica la direttiva 2007/36/CE. Ai sensi della direttiva, ove sia prevista una componente variabile, le politiche di remunerazione stabiliscono criteri basati su obiettivi di performance finanziari e non finanziari, se del caso tenendo conto di criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa. Inoltre, la direttiva introduce il voto vincolante sulle politiche di remunerazione, che potrebbe rappresentare un incentivo all'inclusione di obiettivi non finanziari tra quelli di performance, qualora gli investitori, in particolare istituzionali, decidessero di vincolare la loro approvazione alla presenza di un collegamento tra compensi e parametri ESG.

Sul piano giuridico, l'evoluzione della nozione di CSR e della considerazione dei fattori ESG tra gli obiettivi dell'attività dell'impresa si è riflessa in alcuni ordinamenti europei nella definizione di interesse sociale e degli obblighi degli amministratori, come emerge dal paragrafo successivo.

19 Alcune società quotate italiane prevedono remunerazioni collegate a fattori ESG anche per gli altri amministratori esecutivi. In particolare, i temi correlati alla sostenibilità sono tenuti in considerazione ai fini delle remunerazioni di breve e di lungo periodo rispettivamente in sei imprese e in una società e per entrambe le tipologie di compensi in un emittente.

Dalla CSR alla rimodulazione dell'interesse sociale in alcuni ordinamenti

Nel gennaio del 2018 la Consob ha adottato, con delibera n. 20267, il Regolamento sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario. Con tale provvedimento, che trova forza nella delega regolamentare stabilita dal d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, giunge a compimento il recepimento nell'ordinamento italiano della direttiva 2014/95/UE sulla rendicontazione non finanziaria (*Non-Financial Reporting Directive* o NFRD).

La NFRD affronta con lo stesso strumento due diverse problematiche connesse al tema della responsabilità sociale delle imprese. Il legislatore eurounitario, infatti, impone un obbligo informativo sia con riferimento alle informazioni di carattere non finanziario sia relativamente alla diversità – riguardante aspetti quali l'età, il genere o il percorso formativo e professionale – nella composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo dell'impresa. L'obbligo citato impone una riflessione nel continuare a ritenere la 'volontarietà' quale tratto caratterizzante le scelte gestorie orientate allo 'sviluppo sostenibile', come evidenziato sia dalla dottrina²⁰ sia dalle stesse definizioni fornite dalla Commissione europea²¹. Nella letteratura internazionale, peraltro, è tale tratto a essere sovente stigmatizzato (Fleisher, 2018; Bainbridge, 1992; Hale, 2003) mentre in alcuni ordinamenti la considerazione di interessi esterni all'impresa è entrata nel diritto positivo.

20 In tal senso si veda Buonocore (2006), Calandra Buonauro (2011), Libertini (2009), Angelici (2018), Montalenti (2018). Per Libertini (2009), l'idea di fondo che anima il movimento della CSR è che l'attività posta in essere dalle imprese sia ispirata non solo al criterio del massimo profitto ma anche a criteri di responsabilità sociale, 'nel senso della esigenza di costruire – al di là del rispetto dei doveri elementari di legge – un clima di fiducia reciproca (all'interno dell'impresa e nei rapporti esterni alla stessa), e la considerazione di questa fiducia come capitale collettivo'. Ciò che caratterizza la CSR è, quindi, che l'impresa svolga parte della propria attività nel perseguire finalità diverse da quelle statutarie e che ciò avvenga volontariamente e non per conformarsi a doveri giuridici (Angelici, 2018). È cioè il profilo della volontarietà 'quello che più di tutti è in grado di consentire un approfondimento della comprensione del movimento per la CSR: ciò intendendo tale volontarietà nel suo significato elementare di mancanza di norme giuridiche ovvero (e il punto credo non debba essere trascurato) etiche' (Angelici, 2018). Sono così esclusi dal novero dei comportamenti socialmente responsabili, nell'ambito dei rapporti contrattuali intrattenuti con soggetti esterni alla società, anche quei comportamenti tenuti in ossequio dei doveri di lealtà, correttezza e buona fede e di protezione dell'interesse altrui che trovano la loro fonte nei principi che disciplinano il contratto stipulato con tali soggetti (Calandra Buonauro, 2011). Anche secondo Maugeri (2019), qualunque sia la concezione della società per azioni a cui si faccia riferimento, restano estranee alla nozione di interesse sociale le tematiche ambientali e sociali. Se, infatti, si concepisce 'la s.p.a. quotata essenzialmente nella sua funzione produttiva di ricchezza finanziaria per i soci, sembrerebbe inevitabile identificare la direttiva di condotta degli amministratori nella massimizzazione del valore di mercato delle azioni (secondo la prospettiva dello shareholder value) e quindi sottolinearne l'idiosincrasia rispetto a regole che ammettano l'ingresso nell'agire societario di considerazioni legate a tematiche ambientali o sociali'. Ponendosi nell'ottica della stakeholder theory, riconoscendo cioè anche interessi diversi da quelli degli azionisti, si giunge alla stessa conclusione 'poiché nessuna delle moderne concezioni avanzate per tener conto di quelle ulteriori posizioni si spinge sino a ricomprendere nel concetto di 'interesse sociale' o di 'interesse dell'impresa' esigenze di matrice etica o aspettative legate alla protezione dell'ambiente, al rispetto dei diritti umani o alla prevenzione della corruzione internazionale'. Alle stesse conclusioni si giunge anche se si fa riferimento 'alla s.p.a. come a un nesso di relazioni contrattuali o all'organo amministrativo come a una istanza di mediazione tra le aspettative dei diversi contraenti con la s.p.a. (secondo l'impostazione della team production theory): assunti, questi, che in vario modo lasciano cadere l'accento sulla massimizzazione del benessere di tutti coloro che abbiano effettuato un investimento specifico (ossia infungibile) nell'impresa ma che non consentono ancora di stabilire 'se e in quale misura l'interesse sociale ricomprenda anche la CSR.

21 Commissione delle Comunità Europee, Libro verde, Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese, Bruxelles, 18/07/2001.

In particolare, in Germania, già dal 1937, si attribuisce rilevanza nella gestione dell'impresa a interessi diversi rispetto a quelli dei soci²².

In Austria il § 70 Abs, 1 öAktG statuisce²³ che *'il consiglio di gestione gestisce la società sotto la sua responsabilità nell'interesse dell'impresa, tenendo conto degli interessi degli azionisti e dei lavoratori, nonché dell'interesse pubblico'*. Nella prassi però, secondo la dottrina, tale norma ha sempre ricoperto un ruolo limitato poiché gli interessi degli azionisti, dei lavoratori e della collettività si pongono sullo stesso piano (Fleisher, 2018; Doralt, 2017; Kalss, 2017). Si è altresì evidenziato che la disposizione in esame ha una visione attenuata dell'interesse degli *stakeholders*, poiché *'il bene comune'* rappresenta solo parzialmente l'interesse dell'impresa sociale al quale, peraltro, resta subordinato (Kalss, 2012).

Negli Stati Uniti d'America – dove è consolidato il principio della *'supremazia degli azionisti'* (Davies, 1988) – numerosi Stati federati, a partire dagli anni ottanta del secolo scorso, hanno introdotto i cosiddetti *corporate constituency statutes*, in forza dei quali una *public corporation* può tener conto nelle sue scelte di gestione oltre che degli interessi degli azionisti anche degli interessi di altri *stakeholders* (Fleisher, 2018). Nella maggior parte degli oltre trenta Stati federati che hanno introdotto tale disciplina, solo in tre casi (Connecticut, Idaho e Arizona) l'ordinamento impone agli amministratori di considerare gli interessi degli *stakeholders* diversi dai soci mentre, nei restanti casi, la possibilità di valutare anche interessi diversi da quelli dei soci nell'assunzione delle scelte gestorie è rimessa agli amministratori (Fleisher, 2018). Nonostante l'ampia diffusione, i *corporate constituency statutes* hanno avuto un ruolo marginale nella prassi giurisprudenziale (Geczy et al., 2015), esauendo il loro principale effetto *'in una maggiore protezione degli amministratori contro azioni di responsabilità, senza avere contribuito in modo apprezzabile alla promozione degli interessi degli stakeholders'* (Fleisher, 2018).

Storicamente la *common law* britannica è risultata vincolante per gli amministratori orientandoli a perseguire *l'interest of the company* inteso, quest'ultimo, *'come equivalente all'interesse degli azionisti'* (Fleisher, 2018; Gower et al., 2016). Con la riforma del 2006 il legislatore britannico ha però attribuito rilevanza, nelle scelte di gestione, a interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci. Nella s. 172(1) del Companies act 2006, infatti, si stabilisce che *'a director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to (a) the likely consequences of any decisions in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationship with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company*

22 La normativa vigente, e cioè il § 76 Abs, 1 AktG stabilisce che *'il consiglio di gestione deve amministrare la società sotto la sua responsabilità'*. Nonostante il dato letterale, *'la giurisprudenza e la dottrina dominante danno per presupposta l'implicita vigenza del § 70 Abs. 1 AktG del 1937 e difendono una visione pluralistica dello scopo sociale'* (Fleisher, 2018, p. 806).

23 Per la traduzione del testo si veda Fleisher (2018), p. 807.

*maintain a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company*²⁴.

Infine, il legislatore francese è recentemente intervenuto dando rilievo nelle scelte di gestione a interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci. Infatti, la l. 22 maggio 2019, n. 486, ha modificato l'art. 1833 del c.c., inserendo il seguente comma: *'La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité'* (Riquadro 2).

Riquadro 2

La Loi Pacte e la nozione di interesse sociale nell'ordinamento francese

Nel 2019, la Loi Pacte (loi n. 2019-486 del 22 maggio 2019) ha riformato la nozione di interesse sociale²⁵. L'art. 1833 del codice civile francese dispone al primo comma che *'Toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés'*. A questa disposizione la Loi Pacte ha aggiunto un nuovo secondo comma, del seguente tenore *'la société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité'*, al fine di prevedere espressamente che la società sia gestita nell'interesse sociale, prendendo al contempo in considerazione gli effetti e le conseguenze sociali e ambientali della sua attività²⁶.

L'introduzione della nozione allargata di interesse sociale mediante una riforma del Codice civile, che costituisce la fonte giuridica fondamentale dei rapporti tra privati nell'ordinamento francese, manifesta il rilevante 'significato politico' della riforma. Tale modifica si pone in continuità con un costante processo di affermazione della responsabilità sociale di impresa nell'ordinamento giuridico francese, iniziato nel 2001 e intensificato dopo la crisi finanziaria del 2008. Peraltro, durante il corso dei lavori parlamentari alcuni senatori

24 Fleisher (2018), p. 812, rileva che *'secondo molti osservatori, questa disposizione non ha determinato apprezzabili modifiche della condotta degli amministratori nei confronti degli stakeholders. Nonostante opinioni di segno opposto, infatti, il nuovo approccio si distinguerebbe solo di poco rispetto a quello fondato sullo shareholder value'*. Si vedano, inoltre Keay (2007) e Williams (2012).

25 Le riflessioni che seguono sono tratte da Conac (2019).

26 La Loi Pacte ha modificato anche l'articolo 1835 del Codice civile francese, aggiungendo la previsione secondo cui *'Les statuts peuvent préciser une raison d'être, constituée des principes dont la société se dote et pour le respect desquels elle entend affecter des moyens dans la réalisation de son activité'*. Inoltre, il legislatore ha apportato talune modifiche anche al Codice di commercio, in linea con le nuove disposizioni introdotte nel Codice civile, in materia di disciplina del consiglio di amministrazione e dei dirigenti della società (cfr. gli articoli L. 225-35 e L. 225-64).

hanno contestato fortemente la riforma per i rischi di incertezza giuridica che a essa sarebbero potuti conseguire e le medesime preoccupazioni sono state sottolineate da una parte rilevante della dottrina giuridica francese²⁷.

La riforma dell'art. 1833 apportata dalla Loi Pacte è rilevante in relazione sia al profilo sostanziale, considerata la significativa estensione della nozione di interesse sociale, sia al suo campo di applicazione, atteso che l'art. 1833 come modificato trova applicazione nei confronti di tutte le società e non solamente di quelle che superano determinate soglie dimensionali (come da alcuni auspicato).

Con riferimento alla nozione di interesse sociale, infatti, il nuovo secondo comma dell'art. 1833 del Codice civile francese non impone in capo agli amministratori un ulteriore dovere di considerare le conseguenze sociali e ambientali dell'attività di impresa in aggiunta a quello già vigente, secondo il consolidato orientamento giurisprudenziale, di gestire la società nell'interesse sociale (come era stato suggerito dal Consiglio di Stato francese²⁸), bensì introduce una definizione di interesse sociale che comprende anche la considerazione dei profili sociali e ambientali della sua attività.

La riforma pone dunque rischi di incertezza giuridica, atteso il contenuto esteso e non definito nella nozione di interesse sociale introdotta. Il nuovo secondo comma dell'art. 1833 apre una zona grigia nei doveri degli amministratori, che dovrà essere chiarita e delimitata nei suoi contenuti dalla giurisprudenza. L'incertezza giuridica che ne deriva è tanto maggiore se si considera che essa trova applicazione con riferimento a tutte le società, siano esse quotate o meno.

Una violazione in capo agli amministratori potrebbe sussistere laddove essi non prendano o non prendano adeguatamente in considerazione le conseguenze sociali e ambientali dell'attività di impresa. In particolare, è possibile prevedere che le maggiori difficoltà si porranno nei casi in cui l'operazione deliberata dagli amministratori porterà vantaggi economici alla società, determinando al contempo una potenziale violazione dei doveri relativi alla responsabilità sociale di impresa. In tal caso, l'individuazione di un punto di equilibrio sarà rimessa alla valutazione, effettuata caso per caso, della giurisprudenza. Secondo Conac (2019) è probabile che i giudici adottino un approccio prudente nell'applicazione dell'art. 1833, dato l'elevato grado di discrezionalità sotteso

27 L'autore evidenzia, altresì, l'esistenza nel panorama francese di una corrente di pensiero che vorrebbe riformare in modo ancora più radicale la nozione di interesse sociale, sostituendola con quella di interesse collettivo. Sul punto, si veda il rapporto Notat-Sénart del 2018 denominato '*L'entreprise, objet d'intérêt collectif*', citato nel testo, nonché le considerazioni negative in Conac (2019; p. 510 e seguenti).

28 La formulazione elaborata su parere dal Consiglio di Stato disponeva, infatti, che '*la société est gérée dans son intérêt social et en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité*' (enfasi aggiunta).

alla valutazione relativa all'adeguata presa in considerazione delle conseguenze sociali e ambientali dell'attività di impresa e la mancanza di criteri oggettivi di misurazione.

Inoltre, l'Autore ritiene improbabile o, quantomeno, difficile che soggetti diversi dagli azionisti (come organizzazioni sindacali e organizzazioni non governative) possano agire in giudizio nei confronti degli amministratori, facendo valere la loro responsabilità per la mancata o insufficiente considerazione delle conseguenze sociali e ambientali dell'attività della società, atteso che sarebbe arduo per gli stessi dimostrare di possedere un interesse ad agire ai sensi dell'art. 31 del Codice di procedura civile francese.

Alla luce di queste considerazioni, secondo Conac (2019) le conseguenze giuridiche della riforma, anche in termini di responsabilità degli amministratori, saranno piuttosto limitate in concreto, mentre molto maggiori e più rilevanti saranno le conseguenze sul piano delle misure in materia di gestione e di organizzazione della società, tra le quali: a) la predisposizione di documentazione volta a dimostrare l'adeguata presa in considerazione, nelle sedi decisionali, delle conseguenze sociali e ambientali delle deliberazioni assunte; b) l'elaborazione e l'applicazione di processi aziendali idonei a monitorare e valutare tali conseguenze; c) la misurazione e il finanziamento dei costi addizionali derivanti dalla gestione dei rischi ambientali e sociali dell'attività della società; d) la costituzione di appositi comitati endoconsiliari per una corretta valutazione di questi profili; e) la consultazione preventiva di organizzazioni non governative al fine di acquisire una positiva valutazione su progetti ad alto impatto ambientale, in modo da ridurre il rischio di successive azioni giudiziarie; f) la possibilità che la riforma determini una preferenza per il modello dualistico di gestione della società, per la maggiore separazione delle responsabilità che tale modello potrebbe assicurare.

L'Autore prevede, infine, che la riforma possa determinare alcune conseguenze anche rispetto all'applicazione della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto, in quanto la nozione estesa di interesse sociale potrebbe consentire agli amministratori di una società target di dichiarare ostile l'offerta promossa da un soggetto con una reputazione negativa in merito alla considerazione delle conseguenze sociali e ambientali dell'attività della società.

In conclusione, l'Autore ritiene che l'estensione della nozione di interesse sociale al fine di prendere in considerazione anche *'les enjeux sociaux et environnementaux'* manifesti una mancanza di fiducia nei confronti delle società, dei loro dirigenti e azionisti, e del ruolo svolto dalla stessa autoregolamentazione, e ponga un ulteriore costo a loro carico per l'adozione di idonee misure gestionali e organizzative, determinando uno svantaggio competitivo dell'ordinamento francese.

Nell'ordinamento italiano non sono state introdotte finora modifiche normative di spirito analogo a quelle ricordate poc'anzi con riferimento ad altri ordinamenti. Tuttavia, appare rilevante che, in armonia con la 'volontarietà' che nell'ordinamento nazionale caratterizza le scelte gestorie orientate allo 'sviluppo sostenibile', il Codice di Corporate Governance, modificato nel 2020, abbia inserito un riferimento esplicito ai temi della sostenibilità, ponendo il 'successo sostenibile' quale obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti per la società²⁹.

Non si può escludere che questo approccio alla CSR muti in un prossimo futuro, come lascia presagire uno studio pubblicato dalla Commissione europea sulle cause dello *short termism* nella *corporate governance* (European Commission, 2020). In particolare, lo studio individua sette determinanti del fenomeno che includono: una interpretazione restrittiva dei doveri degli amministratori e dell'interesse sociale; schemi di remunerazione degli amministratori che orientano l'attenzione verso lo *shareholder value* di breve periodo a scapito della creazione di valore per l'impresa nel lungo termine³⁰; un *enforcement* contenuto del dovere degli amministratori di agire nell'interesse di lungo termine della società³¹. Il rapporto effettua poi un'analisi costi-benefici di diverse opzioni di intervento a livello europeo che dovrebbero tendere a rafforzare il ruolo degli amministratori nel perseguimento degli interessi di lungo periodo della società, migliorarne l'*accountability* rispetto all'integrazione della sostenibilità nel processo decisionale aziendale e promuovere prassi in grado di contribuire alla sostenibilità della società (ad esempio, nell'ambito della remunerazione e della composizione del *board*). Le opzioni considerate vanno da interventi di *soft-regulation*, tesi a favorire lo sviluppo di prassi virtuose, a interventi legislativi tesi a definire un insieme di regole comuni e che potrebbero comportare modifiche a direttive preesistenti. Sulle opzioni al vaglio in quest'ambito, la Commissione europea ha, da ultimo, lanciato una consultazione pubblica alla fine del 2020 (*Sustainable Corporate Governance Consultation*), di cui maggiori dettagli sono riportati in Appendice.

29 Deve evidenziarsi, comunque, la peculiarità per la quale il modello italiano prevede adeguati presidi anche in relazione all'autodisciplina, in quanto l'impegno che assumono le quotate con il mercato dichiarando di aderire al Codice e di darne adeguata informativa nella relazione sulla *corporate governance* trova un riconoscimento normativo nel Testo Unico della Finanza (art. 123-bis del d.lgs. 58/1998, TUF), che prevede l'obbligo per le società di dare trasparenza sull'adesione o meno ai Codici di Autodisciplina e sulle modalità pratiche di attuazione, obbligo presidiato da uno specifico potere sanzionatorio della Consob nonché da uno specifico dovere di vigilanza da parte dell'organo di controllo ai sensi dell'art. 149 del TUF.

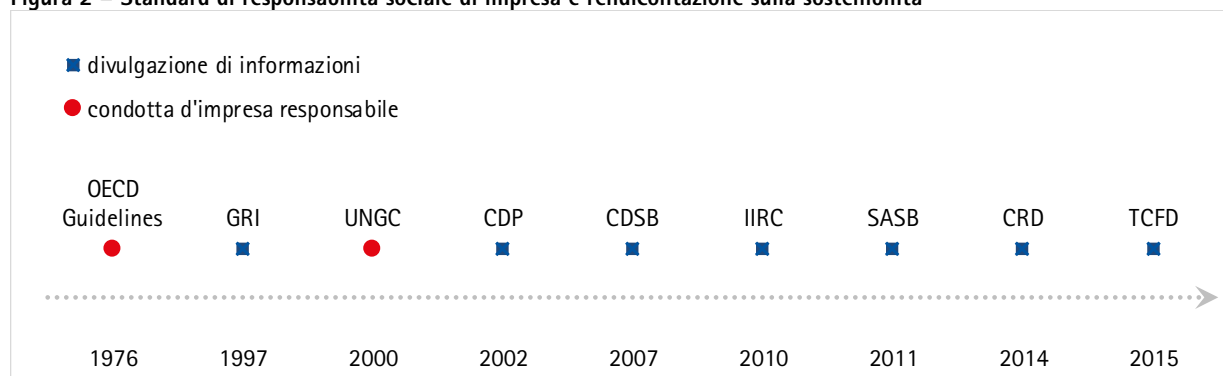
30 Per maggiori dettagli, anche con riferimento al contesto italiano, si rimanda al Riquadro 1.

31 Gli altri fattori individuati dallo studio sono: la pressione degli investitori con un orizzonte di breve periodo; la mancanza di una percezione dei rischi e dell'impatto derivanti da profili di sostenibilità; la composizione del *board*; gli attuali modelli e pratiche di *corporate governance* che non lasciano piena espressione alle istanze degli investitori con un orizzonte di lungo periodo.

La CSR e la rendicontazione non finanziaria: metriche e standard

A fronte della evoluzione della nozione di CSR e delle pressioni esercitate dal mercato, si sono sviluppate varie forme di rendicontazione (sociale, ambientale, di sostenibilità) e, parallelamente, diversi principi, linee guida, standard e metodologie di rendicontazione che tuttavia, in mancanza di un modello condiviso, non soddisfano l'esigenza degli investitori di accedere a informazioni comparabili tra emittenti (Figura 2). Si tratta comunque di standard e metriche elaborati e validati da esperti della materia sulla base di criteri professionali non arbitrari, che hanno concorso a definire il contesto in cui è stata varata la già citata Direttiva europea sulla rendicontazione non finanziaria.

Figura 2 – Standard di responsabilità sociale di impresa e rendicontazione sulla sostenibilità



Fonte: elaborazioni degli autori su IMF Global Financial Stability Report (2019) e Schoemaker e Schramade (2019). OECD Guidelines for Multinational Enterprises; GRI - Global Reporting Initiative; UNGC = UN Global Compact; CDP = Carbon Disclosure Project; CDSB = Climate Disclosure Standards Board; IIRC = International Integrated Reporting Council; SASB = Sustainability Accounting Standards Board; CRD = Corporate Reporting Dialogue; TCFD = Task Force on Climate-related Financial Disclosures (www.cdsb.net).

Il modello teorico di rendicontazione CSR più accreditato, ma anche più criticato negli ultimi tempi, è il *triple bottom line*, elaborato nel 1994 dall'imprenditore britannico John Elkington per incoraggiare le aziende a includere nella rendicontazione contabile le performance sociali e ambientali accanto a quelle economiche, partendo dalla base dello 'sviluppo sostenibile' (*bottom*) e proseguendo nella rendicontazione coordinata lungo tre pilastri: 'equità sociale', 'ambiente' e 'profitto' (*triple-line*). Secondo alcuni, tale modello nasce come tentativo di misurare le esternalità negative dell'attività di impresa, sociali o ambientali, che si riflettono in un rischio economico (boicottaggio dei prodotti, controversie legali, proteste, ecc.)³².

Anche secondo le indicazioni del Global Reporting Initiative (GRI), le performance dell'impresa devono essere rendicontate con un approccio di tipo *triple bottom line* cui va aggiunto il quarto pilastro della *governance*³³. Pubblicate in via provvisoria

32 La Commissione europea ha raccomandato alle grandi imprese quotate di adottare il *triple bottom line reporting* per informare annualmente gli azionisti sulle misure adottate per bilanciare protezione ambientale, responsabilità sociale e prosperità economica (cosiddette 3Ps; comunicazione n. 347 del 2 luglio del 2002).

33 La GRI è un'organizzazione internazionale indipendente e senza scopo di lucro, con sede ad Amsterdam. È supportata da alcuni Governi e agenzie governative soprattutto del nord Europa e dell'Australia.

nel marzo 1999 e poi, nella versione definitiva, nel giugno del 2000, le *Sustainability Reporting Guidelines* della GRI per la performance economica, ambientale e sociale dell'impresa mirano a garantire un approccio integrato fra le tre dimensioni dell'attività imprenditoriale. I GRI rappresentano in Europa la prima e più importante cornice di riferimento per la rendicontazione non finanziaria e la loro applicazione è sempre più richiesta agli emittenti anche da parte dei grandi investitori istituzionali³⁴. Va notato tuttavia che, nonostante l'impegno profuso, resta comunque difficile ottenere dall'applicazione di tali standard informazioni omogenee, complete e comparabili nelle rendicontazioni non finanziarie.

Il SASB (Sustainability Accounting Standards Board), istituito nel 2011, ha introdotto alcuni standard contabili in materia di sostenibilità, adottati dagli emittenti USA per i *filing* con la SEC³⁵ e fondati sul principio della 'materialità finanziaria' dei fattori ESG che devono essere oggetto di disclosure³⁶. Dopo aver assicurato la coerenza dei propri standard con le indicazioni della *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD), istituita dal Financial Stability Board, da circa due anni il SASB si sta concentrando sugli standard relativi alla gestione del capitale umano (S). I SASB non si pongono come alternativi ai GRI, ma come sottoinsieme incentrato sulla materialità finanziaria.

Infine, l'Integrated Reporting Council istituito nel 2015, promuove un reporting integrato, concentrato sulla capacità di un'impresa di creare valore nel breve, medio e lungo termine (<IR> framework). In questa ottica, il reporting dovrebbe valorizzare la sintesi, il focus strategico, l'orientamento al futuro e il pensare integrato all'interno dell'organizzazione. Quest'ultimo, fondato sulla considerazione delle relazioni fra le unità operative e le funzioni di un'organizzazione, è visto come il motore del processo decisionale integrato e delle azioni tese alla creazione di valore nel breve, medio e lungo termine.

34 Ad esempio, la società di gestione del fondo pensione governativo della Norvegia, dal 3 marzo 2020, ha introdotto come requisito per gli emittenti strumenti finanziari l'adozione degli standard GRI nella *disclosure* dei fattori ESG.

35 Il SASB ha elaborato una matrice di materialità tenendo conto dei temi di sostenibilità che una società dovrebbe comunicare ai propri investitori in quanto rilevanti dal punto di vista finanziario. Per maggiori dettagli si veda <https://www.sasb.org/standards/materiality-map/>.

36 Negli Stati Uniti, si segnalano diverse iniziative al riguardo, sebbene prevalga l'avversione a introdurre nuovi oneri a carico delle imprese. Molti emittenti USA, comunque, grazie alla pressione degli investitori istituzionali, già pubblicano una rendicontazione non finanziaria su base volontaria. Nel 2018 inoltre la SEC ha ricevuto una petizione sottoscritta da gestori, fondi pensione pubblici e ONG avente ad oggetto l'elaborazione di un framework unitario per la *disclosure* non finanziaria, successivamente sfociata nel 2019 nella proposta dell'*ESG Disclosure Simplification Act*, ora all'esame del Congresso, che attribuirebbe alla stessa SEC il compito di stabilire le metriche per la *disclosure* non finanziaria delle società quotate, con l'ausilio di un comitato di esperti. Tali metriche ESG diventerebbero automaticamente 'material' ai fini della *disclosure* ai sensi del Securities Act e dell'Exchange Act. In base alla proposta, gli emittenti sarebbero anche obbligati a descrivere la relazione tra le metriche ESG della SEC e le strategie di lungo periodo. La proposta è stata criticata da diversi emittenti, perché obbligherebbe le aziende ad adottare metriche standard che per il singolo settore di attività potrebbero non produrre impatti materiali; inoltre imporrebbe nuovi costi e scoraggerebbe le IPO. La SEC per contro sottolinea il pericolo che in assenza di standard regolamentari si alimenti il business di presunti esperti ESG, che sfruttano il vuoto di definizioni, parametri e benchmark ('*ESG is broad enough to mean just about anything to anyone*'). La SEC ha anche proposto un cambiamento delle regole sulla raccolta di deleghe (proxy) per fare proposte in assemblea, che secondo alcuni (ad esempio, il fondo pensione Calpers) renderebbe più difficile raccogliere adesioni per sostenere iniziative ESG.

Le Linee guida e gli standard utilizzati ad oggi affrontano in modo differente diversi profili rilevanti ai fini della disclosure, quali: l'approccio (che può essere incentrato più su principi, come ad esempio nel caso dell'<IR> framework, o sulle regole, come ad esempio nel caso del GRI); i destinatari (dai fornitori di capitale finanziario a tutti i soggetti potenzialmente interessati a valutare la capacità dell'impresa di creare valore, come nel caso dell'<IR> framework, a tutti gli *stakeholders* e nel breve/medio/lungo termine all'impatto sulla sostenibilità, come nel caso del GRI); la nozione di materialità adottata (ossia i criteri di individuazione dei fattori ESG rispetto ai quali è necessario dare informativa, in funzione della rilevanza per l'impresa e per gli *stakeholders* destinatari della stessa)³⁷; le categorie di risorse rispetto alle quali l'attività di impresa genera un'influenza (ad esempio, l'<IR> framework aggiunge al capitale finanziario e al capitale produttivo quelli intellettuale, umano, sociale e relazionale, naturale); indicatori quali/quantitativi e metriche utilizzate per la misurazione dei fattori ESG e il grado di specificità a livello di industrie e settori; le modalità di presentazione dell'informazione e la relazione con altre tipologie di informazioni (ad esempio, l'<IR> framework postula l'integrazione tra informativa finanziaria e non finanziaria)³⁸.

L'esperienza in ambito domestico prima e dopo il d. lgs. 254/2016

Il tema della sostenibilità sta assumendo sempre maggiore rilevanza nell'ambito del tessuto produttivo italiano. Il Censimento permanente delle imprese pubblicato dall'ISTAT nel 2020 mostra che nel 2018 sette imprese su dieci risultano impegnate in azioni 'sostenibili', concernenti profili che vanno dall'impatto ambientale al benessere delle proprie risorse umane.

Un quadro aggiornato dell'evoluzione della CSR in ambito domestico è fornito dall'Osservatorio Socialis, che nel 2020 ha pubblicato la IX edizione dell'Indagine sull'impegno sociale delle aziende in Italia. La ricerca, basata su un campione di 400 imprese con più di 80 dipendenti, mostra che nel 2019 il 92% delle aziende dichiara di perseguire obiettivi di CSR (era l'85% nel 2018 e il 70% nel 2002). L'ammontare complessivo degli investimenti è stimato pari a 1.771 milioni di euro (+25% rispetto

37 Sia il *framework* dell'IIRC che gli standard emanati dal SASB sono fondati sul 'principio della materialità finanziaria', nozione di derivazione contabile. Per il SASB deve essere rendicontata ogni informazione la cui omissione o errata misurazione è probabile che abbia un impatto sulla condizione finanziaria o sulla performance operativa di breve, medio e lungo periodo della società e che pertanto possa influenzare le decisioni di un investitore. IIRC definisce come 'materiale' un'informazione che potenzialmente è in grado di colpire la capacità dell'impresa di creare valore nel tempo. I GRI Standards adottano, invece, un concetto più ampio: la 'doppia materialità', per la quale devono essere rendicontati tutti i temi che riflettano gli impatti significativi dell'impresa in ambito economico, ambientale e sociale o che possano condizionare le scelte degli *stakeholders*. Con 'impatto' i GRI fanno riferimento a conseguenze positive, negative, attuali, potenziali, dirette, indirette, sul breve termine, sul lungo termine, intenzionali o non intenzionali.

38 Anche in ambito domestico si sono registrate alcune specifiche iniziative (si veda ad esempio il Gruppo di lavoro sul Bilancio Sociale o GBS che, con specifico riferimento al fattore S, ha delineato le caratteristiche di uno strumento di rendicontazione sociale dapprima per le imprese e in seguito per le amministrazioni pubbliche). Nei Principi di redazione del Bilancio Sociale del 2001, il GBS indica un contenuto minimo di informazioni al di sotto del quale non è consentito scendere a garanzia di completezza del bilancio sociale. Il documento deve essere articolato in tre parti concernenti rispettivamente l'identità aziendale, la produzione e distribuzione del valore aggiunto, la relazione sociale.

al 2018 e quadruplicato rispetto al dato rilevato nel 2002), mentre quello medio annuo si attesta a 203 mila euro, in lieve flessione rispetto agli anni precedenti (il 37% delle imprese ha dichiarato di aver diminuito il budget riservato alla CSR a causa della pandemia). I temi oggetto di maggiore attenzione sono la responsabilità sociale e la sostenibilità ambientale. Se si includono le iniziative per il benessere dei dipendenti nella prima categoria, la responsabilità sociale risulta largamente prevalente, anche se nel corso del 2019 la maggioranza delle imprese ha pianificato azioni per entrambe le aree³⁹. Con riferimento alle modalità di intervento, il 42% delle imprese ha applicato nuove tecnologie per diminuire l'impronta ambientale, mentre il 30% ha instaurato rapporti di collaborazione con università o enti di ricerca (quota raddoppiata in quattro anni). Risultano invece in diminuzione le donazioni (20%, erano al 40% nel 2015) a vantaggio di un coinvolgimento più diretto delle aziende nella sostenibilità. In prospettiva, il 79% dei rispondenti individua nella sostenibilità uno degli obiettivi principali del proprio modello di business e il 42% ritiene che essa avrà un'importanza crescente in futuro. Venendo alle motivazioni alla base dell'attenzione alla sostenibilità, il 75% delle imprese dichiara di voler migliorare il proprio posizionamento competitivo, mentre il 55% riferisce di un ritorno positivo dal territorio o dagli *stakeholders*.

La comunicazione esterna adottata dalle imprese italiane in materia di responsabilità sociale varia con le dimensioni aziendali⁴⁰, secondo un approccio che può essere *esplicito* o *implicito* (Matten & Moon, 2008). Nel primo caso le imprese comunicano costantemente all'esterno le loro strategie CSR al fine di conseguire un vantaggio competitivo nel rapporto con gli *stakeholders*; nel secondo, le imprese non includono la CSR nella propria strategia e di conseguenza fanno *disclosure* sul tema in maniera saltuaria e limitata⁴¹.

Romolini et al. (2014) evidenziano la crescente attenzione alle aspettative dei portatori d'interesse da parte delle imprese quotate appartenenti al FTSE MIB, per

39 Il 66% delle imprese investe all'interno dell'azienda in attività per i dipendenti e i collaboratori e il 47% sul territorio di radicamento dell'impresa. È predominante la quota di investimenti nazionali in confronto a quelli esteri.

40 Il tessuto economico italiano è storicamente caratterizzato dalla prevalenza di imprese di piccole e medie dimensioni. Secondo i dati dell'ultimo rapporto annuale ISTAT riferito al 2017, infatti, le attività di grandi dimensioni (ossia con un numero di addetti maggiore a 250 unità) sono solo lo 0,1% dei 4,4 milioni circa di imprese: a loro corrisponde il 20,7% dell'occupazione e il 31,7% del valore aggiunto. Sono viceversa molto diffuse le micro imprese (ossia le attività con personale inferiore a 9 unità), che nei settori dell'industria e dei servizi rappresentano il 95,2% del totale, impiegando circa il 46,1% degli occupati e pesando per il 29,3% del valore aggiunto prodotto.

41 Del Baldo (2015) analizza i Report di sostenibilità di 4 mila società italiane, giungendo a delineare cinque modalità di approccio alla CSR sulla base della tipologia d'impresa e della qualità delle azioni intraprese. La prima è quella delle cosiddette *cohesive companies* (circa 11%), che sviluppano il massimo livello di attenzione nel coinvolgimento degli *stakeholders* interni ed esterni svolgendo la loro attività aziendale con l'obiettivo di apportare un contributo sociale positivo; si tratta generalmente di imprese medio-grandi, appartenenti perlopiù al settore finanziario, che utilizzano la CSR come una leva manageriale strategica. Il secondo gruppo è quello delle *multi-certificate companies* (11% circa del totale) il cui approccio è basato sull'applicazione di standard e certificazioni internazionali (ISO, EMAS, ecc.); sono imprese di dimensione medio-grande, operanti in diversi settori. La terza categoria è denominata *aware enterprises* (circa il 9% del totale), il cui impegno sociale è minore e, anche in questo caso, attestato principalmente da certificazioni, ma con un coinvolgimento degli *stakeholders* più limitato; sono imprese di medie dimensioni appartenenti principalmente al settore ICT. Il quarto gruppo, definito *mobilisable companies* e pari al 54% del totale, rappresenta l'approccio più diffuso caratterizzato da una certa passività rispetto al tema della CSR. Le cosiddette *sceptical companies*, infine, (15%) sono imprese in genere di dimensione medio-piccola, che difficilmente intraprendono azioni correttive per venire incontro alle aspettative degli *stakeholders*.

le quali al progressivo sviluppo della CSR si è accompagnata la diffusione volontaria di periodici report di sostenibilità. L'analisi precede l'introduzione della direttiva 2014/95/UE sul *non-financial reporting* (di cui si dirà a breve) e lascia emergere come, in assenza di un obbligo normativo, per un numero ristretto di aziende la CSR rimanga un tema marginale e non collegato con la *business strategy*, al quale può associarsi il rischio di rappresentazioni opportunistiche.

Birindelli et al. (2019) si concentrano sul settore finanziario e sulla *disclosure* di sostenibilità fornita dalle banche *significant* nel 2018. Nell'ambito delle componenti del cosiddetto Capitale Intellettuale (Umano, Strutturale e Relazionale), emerge una prevalenza del Capitale Relazionale in termini sia di quantità sia di accuratezza delle informazioni e dei *Key performance indicators* (KPI). Secondo gli autori, tuttavia, permangono lacune nella qualità della reportistica rilasciata, soprattutto rispetto alla quantificazione delle azioni e alla valorizzazione delle informazioni di tipo prospettico.

La maggior parte delle analisi citate precede l'introduzione di una disciplina specifica sulla rendicontazione non finanziaria, cogliendo evoluzioni della CSR trainate principalmente dalle associazioni locali tra imprese e dalla diffusa forma giuridica cooperativa delle aziende, che impone di prestare attenzione ai rapporti con il territorio.

La direttiva 2014/95/UE, recepita in Italia con il d. lgs. 254/2016, a partire dal 2018 ha imposto agli enti di interesse pubblico rilevanti di rilasciare annualmente una dichiarazione non finanziaria (si veda il successivo paragrafo 4.2). Tale obbligo può dare impulso a una trasformazione culturale che partendo dalla considerazione dei fattori non finanziari, primi fra tutti quelli ESG, può estendersi alla definizione di modelli di *business*, strategie aziendali e modelli di governo societario secondo un approccio *multicapital* e improntato a una visione di lungo periodo.

Prime evidenze in tal senso si colgono nelle varie edizioni del Rapporto CONSOB sull'informativa non finanziaria pubblicato in collaborazione con Methodos e Nedcommunity (CONSOB et al., anni vari). Il Rapporto esamina le modalità attraverso cui le società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA hanno dato attuazione al d.lgs. 254/2016, analizzando i documenti pubblicati come dichiarazione non finanziaria (DNF), ulteriori eventuali documenti in materia di sostenibilità e le analisi di materialità predisposte. Un approfondimento è dedicato anche al coinvolgimento degli organi di amministrazione nella rendicontazione non finanziaria, alla luce delle informazioni pubblicate dalle imprese e di una Survey rivolta ai membri di Nedcommunity. Nei tre anni oggetto di rilevazione emergono alcuni segnali di cambiamento, lungo un percorso che, partendo dalla fase di adempimento formale degli obblighi normativi, passa attraverso lo sviluppo di capacità da parte della struttura aziendale e del Consiglio di amministrazione, fino all'*engagement*, la fase più avanzata della trasformazione, in cui i nuovi comportamenti vengono spontaneamente posti in essere a prescindere dagli obblighi legislativi.

3.2 L'integrazione della sostenibilità nelle scelte degli investitori istituzionali

Prima di analizzare come si declina l'integrazione della sostenibilità nelle decisioni degli investitori istituzionali, è utile ricordare la definizione degli investimenti sostenibili e responsabili e le strategie di investimento più diffuse.

EUROSIF (2018) connota i *sustainable and responsible investments* (SRI) nell'ambito di un *'long-term oriented investment approach which integrates ESG factors in the research, analysis and selection process of securities within an investment portfolio. It combines fundamental analysis and engagement with an evaluation of ESG factors in order to better capture long-term returns for investors, and to benefit society by influencing the behaviour of companies.'*

Questa definizione fa riferimento dunque a un approccio di lungo periodo che mira sia al rendimento finanziario per l'investitore sia alla creazione di valore per la società tutta, grazie all'impegno a orientare il comportamento degli emittenti verso la considerazione dei fattori ESG e la *disclosure* non finanziaria.

Gli SRI dunque attribuiscono rilevanza non solo alle dimensioni finanziarie dell'investimento ma anche all'impiego dei fondi raccolti dalle società⁴². Questa chiave di lettura permette di individuare le due direttrici lungo le quali si sono sviluppati gli SRI. Da un lato si collocano i *green bonds*, ossia obbligazioni la cui emissione è legata a progetti tesi al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità ambientale (ad es., prevenzione e controllo dell'inquinamento o infrastrutture per i trasporti) e che attribuisce all'investitore il ruolo di mero finanziatore⁴³; ai *green bonds* si sono poi affiancati altri strumenti obbligazionari legati a obiettivi ESG, tra cui i cosiddetti *social bonds*. Dall'altro, si colloca l'investimento azionario in un'impresa che tiene in considerazione i profili ESG e che assegna all'investitore il ruolo di azionista, in grado di orientare le scelte dell'impresa attraverso l'*engagement*.

42 Nel concreto gli obiettivi finanziari possono essere prevalenti (*financial intentionality*), nel qual caso si parla di investimenti responsabili che riconoscono rilevanza alla sostenibilità nella misura in cui essa abbia un impatto finanziario misurabile attraverso un prezzo, ovvero coniugarsi con obiettivi sociali e ambientali misurabili (*dual intentionality*), nel qual caso si parla di *impact investing* (Morse, 2019). L'*impact investing* è diverso dalla filantropia, che si cura solo dell'impatto sociale e ambientale senza alcuna aspettativa di rendimento finanziario. L'espressione *impact investing* è stata coniata nel 2007 (in occasione del Bellagio Summit, organizzato negli Stati Uniti dalla Fondazione Rockefeller) come sinonimo di *social investment*, inteso come l'insieme degli investimenti riguardanti la cosiddetta *social integration* (attinenti, ad esempio, alla disponibilità di alloggi a prezzi accessibili, la salute, l'istruzione, l'occupazione, il microcredito) e progetti correlati allo sviluppo sostenibile di attività e settori produttivi. Dal momento della sua prima apparizione, l'espressione *impact investing* è stata dettagliata in numerose pubblicazioni curate da istituzioni internazionali, quali OCSE (2015), la Commissione europea (2019), GIIN (2020), il World Economic Forum (2013). Secondo EUROSIF (2014), tra gli elementi distintivi indicati nelle varie definizioni, sono due quelli che connotano in maniera esclusiva l'*impact investing*: '(a) the explicit expectation of measurable social impacts and (b) the active measurement of these. Impact investors seek to generate measurable benefits and actively measure these. This is a core characteristic of Impact investors and is what makes them distinct from other SRI investors, at least at this stage of the SRI market development. This can be explained in part by the way Impact investing is implemented in practice. Typically, Impact Investors invest in a portfolio of social enterprises that are seeking to generate social benefits for a specific local community (whether in an OECD country or a developing one). This proximity with the investee company and the geographical focus of the latter makes the measurement of social impacts in many ways less cumbersome than for an investment in a listed company, sometimes with global presence'.

43 Sempre nell'ambito degli strumenti legati al raggiungimento di finalità ambientali si ricordano i cosiddetti *transition bonds*, emessi dalle società ad alta intensità di carbonio interessate a raccogliere fondi destinati a finanziare progetti funzionali a favorire la transizione verso modelli di *business* più allineati agli obiettivi di sviluppo sostenibile.

Con riferimento al comparto dei *green bonds*, le emissioni erano riferibili in una prima fase soprattutto a istituzioni finanziarie sovranazionali, come la Banca mondiale o la Banca Europea per gli Investimenti, mentre una seconda fase ha registrato il ruolo crescente delle imprese private. Proprio queste ultime hanno contribuito in modo significativo al raddoppio delle emissioni lorde nell'Unione europea nella seconda metà del 2020, quando il dato si è portato a 86 miliardi di euro. In prospettiva, tale trend sembra destinato a rafforzarsi, a fronte sia dell'intenzione della Commissione europea di finanziare i programmi di decarbonizzazione attraverso l'emissione di *green bonds* (funzionali anche al finanziamento del 30% dei 750 miliardi di euro del piano *Next Generation EU*⁴⁴) sia dell'interesse crescente degli operatori privati, testimoniato dall'incremento del numero di società che emettono più volte *green bonds* (ESMA, 2021).

Nel contesto italiano, le obbligazioni *green* e altre forme di finanziamento *green* diverse dalle obbligazioni (ossia i cosiddetti finanziamenti sostenibili) cominciano a muovere i primi passi (Riquadro 3). Il lancio del *BTP green* nel febbraio 2021 ha inoltre sancito l'ingresso dell'Italia nel mercato dei titoli del debito sovrano legati alla sostenibilità⁴⁵.

Riquadro 3

Le obbligazioni *green* e *social* negoziate sui mercati di Borsa Italiana e i finanziamenti sostenibili (*)

Da marzo 2017, Borsa Italiana redige un elenco di obbligazioni (Lista dei *Green* e *Social Bonds*) negoziate sui mercati MOT ed ExtraMOT (incluso il segmento Pro), destinate al finanziamento di progetti che tengono in considerazione profili ambientali (*green bonds*) e/o sociali (*social bonds*) oppure una

44 Si veda lo State of the Union Address by President von der Leyen at the European Parliament Plenary del 2020, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_20_1655. Si ricorda, inoltre, che nella seconda metà del 2020 sono state effettuate tre emissioni di *social bond* nell'ambito del programma europeo SURE (Temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) per un totale di 39,5 milioni di euro: le emissioni complessive sono così cresciute da 23 milioni nel primo semestre dell'anno a 74 miliardi di euro alla fine del secondo semestre.

45 L'iniziativa è coerente con gli obiettivi dello *European Green Deal*, le linee di azione del Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima, e con i recenti sviluppi a livello europeo legati al *Next Generation EU*. Il lancio del primo *Green bond* sovrano dell'Italia, in linea con le previsioni della Legge di Bilancio per il 2020, è stata accompagnata dalla pubblicazione da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze del Quadro di riferimento per le emissioni dei nuovi BTP Green, i Titoli di Stato dedicati al finanziamento delle spese per la transizione ecologica del Paese, già preannunciati nelle Linee Guida sulla gestione del debito pubblico 2021. Con l'emissione di titoli di Stato Green, l'Italia finanzia le spese statali destinate a contribuire alla realizzazione degli obiettivi ambientali delineati dalla Tassonomia europea delle attività sostenibili (si veda il paragrafo 5) e al perseguimento degli obiettivi dell'Agenda ONU 2030. Il Quadro di riferimento sarà aggiornato regolarmente in relazione agli sviluppi del settore, in particolare con riguardo ai *Green Bond Principles* dell'ICMA, alla Tassonomia europea delle attività sostenibili e ai futuri *Green Bond Standards* dell'Unione europea (si veda il paragrafo 5).

combinazione di entrambi (*sustainable bonds*).

Le obbligazioni sono inserite nella suddetta Lista a seguito della certificazione di un soggetto terzo in merito alla natura ambientale e/o sociale dei progetti finanziati. Le emissioni di Stati o di enti sovranazionali sono inserite su iniziativa di Borsa Italiana, mentre le emissioni di soggetti privati sono ammesse su domanda dell'emittente.

A dicembre 2020, risultano inclusi nella Lista di Borsa Italiana 136 titoli obbligazionari sostenibili, in aumento dell'89% circa rispetto al 2019, per un ammontare complessivo pari a 230,6 miliardi di dollari USA. La maggiore parte delle obbligazioni sono *green* (il 52% circa) oppure *sustainable* (il 36% circa), mentre solo il 9% rientrano nella categoria dei *social bonds*.

Le obbligazioni sono emesse in prevalenza da enti sovranazionali (51%), seguiti da società non finanziarie (29%, soprattutto nel settore *utility*), banche (10% circa), Stati esteri (l'8% circa) e, infine, assicurazioni (2%)⁴⁶. Gli emittenti hanno sede legale soprattutto negli Stati Uniti (a esse si riferisce il 32% circa delle obbligazioni totali) e in Italia (a esse si riferisce il 29% del totale dei titoli).

La maggioranza delle obbligazioni negoziate sui mercati di Borsa Italiana sono a tasso fisso (*plain vanilla*) e solo residualmente Index Linked e indicizzate all'Euribor. La maggior parte dei titoli è stata emessa e ha iniziato le negoziazioni tra il 2017 e il 2019. Al momento dell'emissione, il 69% circa delle obbligazioni presentava una durata superiore ai 6 anni.

Il grado di frammentazione rispetto ad altri mercati è superiore per i *green bonds*, negoziati esclusivamente su Borsa Italiana nel 13% dei casi a fronte dei 29% dei *sustainable bonds*.

Con riferimento ai soggetti destinatari, le obbligazioni sovranazionali, i titoli di Stato esteri e le obbligazioni bancarie risultano spesso accessibili anche agli investitori al dettaglio, mentre i titoli *corporate* appaiono destinati soprattutto agli investitori professionali.

* * * * *

Una nuova modalità di finanziamento collegata a fattori ESG è rappresentata dai prestiti sostenibili. Il *Report del Technical Expert Group on Sustainable Finance* (TEG) sull'*EU Green Bond Standard* pubblicato nel giugno 2019 ha evidenziato tre principali tipologie di finanziamento *ESG linked*: i *green loans*, tipicamente *term loans* sindacati o *revolving credit facilities*, concessi esclusi-

46 La classificazione degli emittenti (*corporate* non finanziario, Stato, ente sovranazionale, banca, assicurazioni) è stata effettuata sulla base dei criteri adottati da Borsa Italiana.

vamente per finanziare o rifinanziare investimenti in attività green; i *bilateral green loans*, concessi a clienti *corporate* o istituzionali; i prestiti concessi a debitori *retail* per specifiche esigenze, quali ad esempio interventi di miglioramento dell'efficienza energetica.

Tali finanziamenti risultano ancora poco diffusi nel contesto domestico, sebbene negli ultimi anni vi abbiano fatto ricorso alcuni rilevanti emittenti italiani, sia quotati sull'MTA sia non quotati.

(*) A cura di Maria Giovanna Altamura, Monica Gentile, Kristine Ragusa.

Le esigenze di incontro tra la domanda e l'offerta di capitali volti a finanziare investimenti con impatto sociale sta sollecitando diverse iniziative in ambito sia internazionale sia domestico (Riquadro 4).

Riquadro 4

La borsa sociale

Negli ultimi anni sono state avviate alcune iniziative tese a favorire l'incontro tra domanda e offerta di investimenti con impatto sociale. In ambito internazionale si contano progetti molto eterogenei, che includono diverse tipologie di piattaforme: dal *crowdfunding* a 'vetrine sociali' per gli emittenti, da piattaforme di *screening* delle imprese meritevoli e aperte a un network predeterminato di investitori istituzionali a piattaforme sviluppate in partnership con società di gestione dei mercati. Nessuna di queste iniziative individua un modello di vera e propria 'borsa sociale' che possa costituire un riferimento per gli investimenti a impatto sociale. Sono peraltro pochi gli emittenti coinvolti a livello globale.

In Italia, come già ricordato, Borsa Italiana ha istituito una Lista di obbligazioni *green*, *social* e *sustainable*. Altri progetti in via di elaborazione mirano a creare segmenti dedicati alle imprese a impatto sociale su mercati di negoziazione già esistenti, per trarre beneficio dalle infrastrutture di negoziazione e da *expertise* finanziarie già consolidate. Si tratta tuttavia di progetti che presuppongono l'elaborazione di un ecosistema dedicato di regole/incentivi e di funzionamento e che richiederanno tempi di lavorazione non brevi, dovendo

tenere conto di profili concernenti le particolari caratteristiche degli investimenti a impatto sociale, la natura degli emittenti, la loro dimensione e la necessità di competenze aggiuntive del tutto diverse da quelle proprie dei mercati finanziari.

Obiettivo e sfida comuni delle iniziative ricordate sono quindi definire il modello organizzativo e il framework regolamentare adatti a un mercato di strumenti finanziari (di capitale o di debito) che rappresentano investimenti con obiettivi sociali predeterminati ex-ante (intenzionalità), rendicontabili ex-post (misurabilità) e in grado di intervenire su aree e settori poco 'serviti' dal mercato finanziario tradizionale (addizionalità).

Il tema si presenta di particolare complessità perché si confronta con imprese che adottano forme giuridiche diverse (in Italia, ad esempio, società di capitali e cooperative; imprese profit e *not-for-profit*; società benefit e B-corp; imprese sociali) e che, di conseguenza, sono assoggettate a diversi regimi di governance, trasferibilità e liquidabilità dei titoli, distribuzione di dividendi, misurazione del risultato, rendicontazione e trasparenza.

L'idea di una 'borsa sociale' in via di principio non dovrebbe riguardare le imprese già quotate sui mercati (o singole emissioni di titoli sostenibili di tali imprese) e considerate particolarmente virtuose, perché 'socialmente responsabili' o con alte valutazioni dei fattori ESG. Essa dovrebbe rivolgersi a un insieme di imprese che attualmente non è presente sul mercato del capitale proprio o di debito e che, per larga parte, non avrebbe i requisiti dimensionali e organizzativi per accedere a un mercato organizzato e osservarne le regole, assicurando al contempo un livello adeguato di tutela degli investitori.

Sul piano regolamentare, inoltre, si è in attesa dell'elaborazione di metriche diffuse e omogenee per valutare l'impatto quantitativo e qualitativo degli investimenti di natura *social*, area sulla quale i lavori – anche in sede europea – sono attualmente in fase iniziale. La *UE Platform on Sustainable Finance* ha infatti presentato nel febbraio 2021 l'impostazione che intende dare ai lavori per lo sviluppo di una tassonomia *social* e che potrebbe confluire in un primo rapporto da porre in consultazione alla fine del 2021.

Riprendendo il tema dell'approccio all'investimento di cui all'inizio del presente paragrafo, seguendo EUROSIF (2018) è possibile distinguere tra la semplice esclusione di titoli e settori dall'universo investibile (*exclusion*⁴⁷) e processi più incisi-

47 La strategia di Esclusione prevede a priori o a posteriori l'esclusione di un settore produttivo o di una società il cui *business* risulta incompatibile con i criteri ESG o con gli standard normativi internazionali. Secondo EUROSIF (anni vari), il processo di esclusione comporta tipicamente la valutazione dell'incidenza sul totale dei ricavi o degli altri

vi di selezione dei titoli, basati rispettivamente sul cosiddetto *norms-based screening*⁴⁸, sul criterio *best-in-class*⁴⁹ e su un tema prescelto (*sustainability themed investments*⁵⁰). A queste strategie si aggiungono l'integrazione dei fattori ESG (*integration of ESG factors in financial analysis*⁵¹), pratiche di azionariato attivo (*engagement and voting on sustainability matters*⁵²) e l'*impact investing*.

La classificazione EUROSIF (2018) presenta analogie con quelle di altri network e associazioni internazionali, per esempio la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), i Principles for Responsible Investment (PRI) e la European Fund and Asset Management Association (EFAMA; Tavola 1).

Tavola 1 – Confronto tra le classificazioni delle strategie di investimento

EUROSIF	GSIA	PRI	EFAMA
Exclusion	ESG negative screening	ESG negative/ exclusionary screening	
Norms-based screening	Norms-based screening	Norms-based screening	Norms-based approach
Best-in-class	ESG positive screening and best-in-class	ESG positive screening and best-in-class	Best-in-class policy
Investimenti a tema sostenibile	Investimenti a tema sostenibile	ESG-themed investments	Thematic investment
ESG integration	ESG integration	Integration of ESG issues	
Engagement and voting	Corporate engagement and shareholder action	Engagement (three types)	Engagement (voting)
Impact investing	Impact/community Investing		

Fonte: Eurosif (2014).

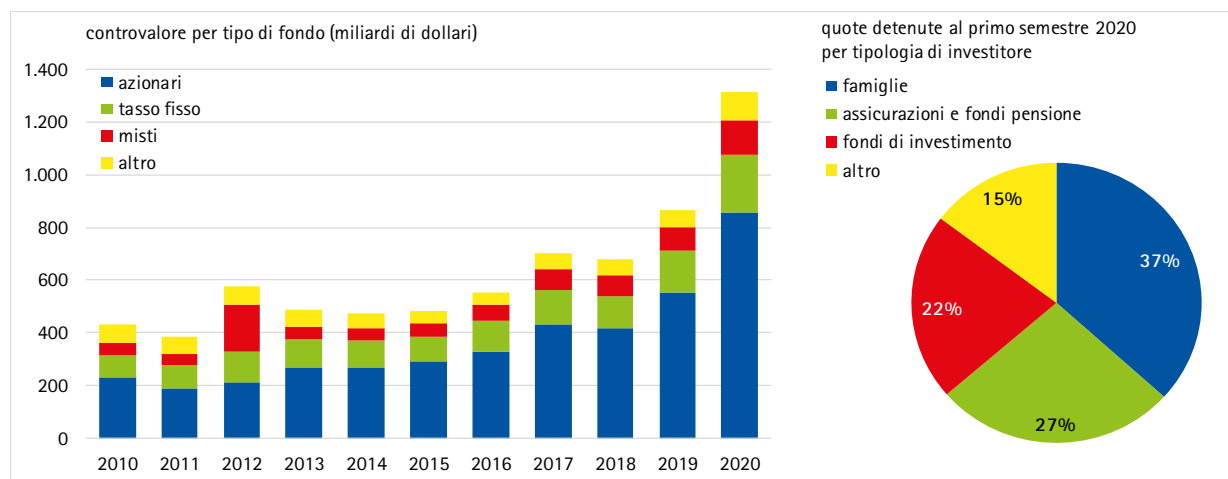
profitti aziendali generati dal prodotto escluso. Le esclusioni più comuni riguardano il settore degli armamenti, seguite dai settori del tabacco, energia nucleare, pornografia, gioco d'azzardo, alcol e test sugli animali.

- 48 La strategia basata sullo *screening* normativo valuta la compatibilità delle imprese in portafoglio con gli standard minimi di *business practice* basati sulle normative internazionali di riferimento (tra cui il Global Compact delle Nazioni Unite, le Convenzioni ILO e le Linee guida OCSE per le imprese multinazionali). La strategia in parola si sviluppa in due passaggi: il primo definisce l'universo investibile in base alla normativa internazionale relativa agli investimenti responsabili e alle tematiche ESG; il secondo individua all'interno del portafoglio le imprese che operano in contrasto con le norme di riferimento e può portare all'*engagement*, mirato ad indurre l'impresa a cambiare comportamento, o all'esclusione del titolo dal portafoglio.
- 49 La strategia *best-in-class* seleziona le imprese che nel settore di appartenenza registrano le migliori performance ESG. La strategia può trovare applicazione a tutti i settori, anche a quelli controversi (ad esempio, una società operante nel settore gas e petrolio può essere selezionata se è la migliore della categoria sulla base dello screening ESG).
- 50 La strategia Investimenti a tema sostenibile consiste nella scelta di aree di attività tipicamente correlate con l'idea di 'sviluppo sostenibile', a partire da quelle ambientali. In questo ambito, i gestori europei si sono orientati prevalentemente verso il finanziamento dei progetti legati all'efficienza energetica e all'energia rinnovabile. Rientra in questa categoria di investimenti anche il fenomeno dei *green bonds*.
- 51 L'*ESG integration*, secondo i PRI, consiste nella inclusione esplicita e sistematica dei fattori ESG nell'analisi finanziaria tradizionale.
- 52 L'azionariato attivo può essere *soft*, se si sostanzia in un dialogo con il management, ovvero *hard* se si sviluppa attraverso l'esercizio del voto. Le motivazioni sottostanti a questa strategia possono essere molteplici: massimizzare i rendimenti ponderati per il rischio; migliorare la condotta dell'impresa; sottoporre all'attenzione del management questioni etiche o morali; contribuire allo sviluppo sostenibile. Molti investitori giudicano l'*engagement* come un dovere nei confronti dei loro beneficiari (EUROSIF, 2018); inoltre l'azionariato attivo trova un sostegno anche nella normativa europea e, in particolare, nella revisione del 2017 della Shareholders Rights Directive (SRD) 2007/36/EC (entrambi gli aspetti verranno sviluppati in seguito).

Sebbene l'assenza di una definizione standardizzata e condivisa renda difficile stimare le dimensioni globali del comparto degli investimenti sostenibili, è indubbio che la considerazione dei fattori ESG nelle strategie di investimento sia molto aumentata negli ultimi anni⁵³. Gli investimenti sostenibili si sono sviluppati anzitutto nell'ambito del comparto azionario, anche a seguito del varo dei PRI nel 2006, per poi estendersi al segmento dei titoli a reddito fisso, a seguito del diffondersi di iniziative di *self-labeling* da parte degli emittenti e/o di certificazione da parte di soggetti terzi circa l'utilizzo dei fondi raccolti per il finanziamento di progetti 'sostenibili' (IMF, 2019)⁵⁴.

Il patrimonio gestito da fondi ESG domiciliati nell'area euro si è portato da 250 miliardi nel 2015 a 660 miliardi di euro nel 2020. Il 60% del patrimonio è riferibile a famiglie, compagnie di assicurazione e fondi pensione (Figura 3).

Figura 3 – Fondi di investimento ESG nell'area euro per classe di attività e tipologia di investitore



Fonte: ECB (2020).

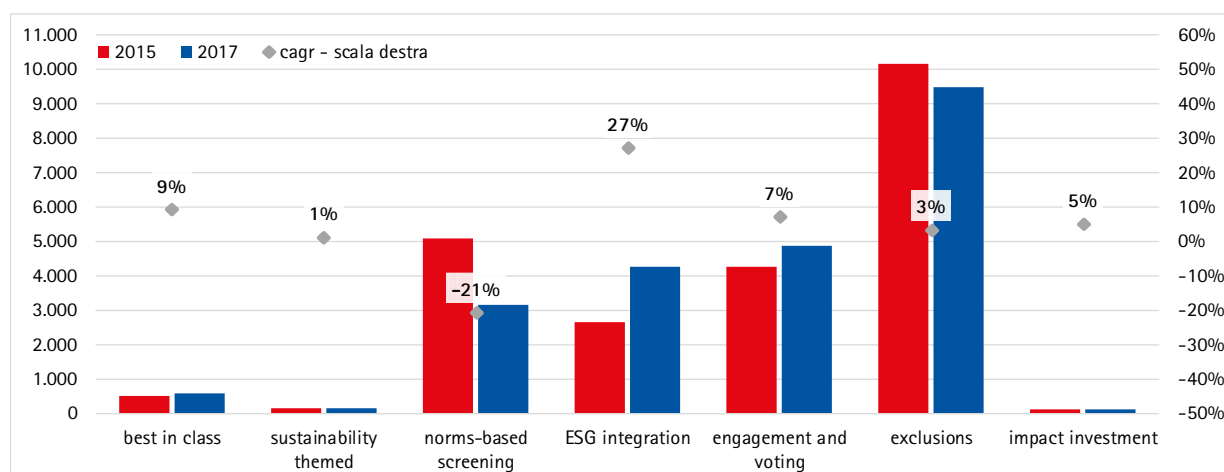
In Europa, la strategia basata sull'esclusione ha sperimentato negli anni una crescita esponenziale, fino a divenire la più diffusa, anche se ha mostrato una lieve contrazione delle masse gestite tra il 2015 e il 2017 (Eurosif, 2018)⁵⁵. Nello stesso

- 53 Secondo le stime dell'IMF (2019), il patrimonio dei fondi di investimento ESG ha sfiorato, a fine settembre 2019, i 2.000 miliardi di dollari, grazie soprattutto ai prodotti del comparto azionario. I dati disponibili per i primi nove mesi del 2019 indicano volumi oscillanti tra 3 trilioni di dollari (J.P. Morgan, 2019) e 31 trilioni di dollari (Global Sustainable Investment Alliance, 2019), a fronte di un incremento che tra il 2004 e il 2018 si attesterebbe al 144% secondo Morgan Stanley e a circa il 70% su base annuale secondo Global Sustainable Investment Alliance. Sul fronte della distribuzione geografica degli investimenti sostenibili, secondo i dati di survey riportati in GSIA (2019) le masse gestite oscillerebbero tra il 18% del Giappone e il 63% di Australia e Nuova Zelanda. L'Europa si conferma al primo posto con 14 mila miliardi di dollari, pari a circa il 49% delle masse gestite complessive. L'Italia, nonostante i progressi registrati negli ultimi anni, mostra un ritmo di crescita ancora moderato (PwC, 2019 e Mornigstar, 2021).
- 54 Agli investimenti sostenibili che verranno passati in rassegna in questo paragrafo si aggiungono i prestiti e gli investimenti di *private equity* e *venture capital* che tengono in considerazione i fattori ESG.
- 55 L'ultimo studio EUROSIF, relativo ai dati 2017, copre 13 Paesi (Austria, Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Italia, Olanda, Norvegia, Polonia, Spagna, Svezia, Svizzera e Regno Unito), per un totale di 263 gestori e *asset owners* corrispondenti a 20 mila miliardi di euro di masse gestite (79% del totale). Poiché i gestori possono adottare più di una strategia, non è possibile risalire a un dato aggregato degli investimenti sostenibili e responsabili dalla semplice somma dei dati relativi alle singole categorie di investimento (Cavallito et al., 2019). È altrettanto difficile individuare

periodo, gli investimenti soggetti a *screening* normativo sono calati del 21%, mentre quelli *best-in-class* sono aumentati del 9%, anche se (insieme agli investimenti tematici) rimangono i più contenuti. Tra il 2015 e il 2017, le masse gestite riferibili a *ESG integration* hanno registrato un incremento del 27%: il livello di integrazione resta tuttavia di difficile valutazione, poiché non è chiaro il perimetro di integrazione dei fattori ESG, le prassi variano tra gestori e paesi e non è agevole confrontare le strategie che recano la stessa denominazione (Cavallito et al., 2019). L'azionariato attivo rappresenta la terza strategia di investimento, che ha visto aumentare le masse gestite anche nel biennio 2015-2017 (+7%). Infine, sebbene abbia sperimentato significativi tassi di crescita in passato, l'*impact investing* resta un fenomeno contenuto in Europa, dove include, oltre al *social investment* di cui spesso viene considerato sinonimo, anche le attività che generano un impatto positivo in termini ambientali (Figura 4)⁵⁶.

Figura 4 – Strategie SRI in Europa

(valori monetari in milioni di euro)



Fonte: Eurosif, European SRI study 2018. Cagr = compound annual growth rate.

La crescita del comparto dei prodotti ESG del risparmio gestito si è associata allo sviluppo di indici 'specialistici', ovvero indici di sostenibilità o ESG. Al pari di quelli convenzionali, gli indici ESG sono utilizzati come benchmark, ossia come parametro di riferimento per la descrizione ex ante delle caratteristiche dell'investimento e la valutazione ex post del contributo della gestione alla generazione di rendimenti. Gli indici, inoltre, possono essere utilizzati nell'ambito della gestione passiva per replicare il portafoglio di riferimento, nei limiti in cui tale logica si concilia con la strategia di investimento prescelta (Riquadro 5)⁵⁷.

con precisione le cifre per i mercati dei singoli Paesi, visto che per effetto del forte carattere internazionale del settore i fondi SRI possono essere domiciliati in un Paese, essere gestiti in un altro e raccogliere quote di investimento in un altro ancora: per questo motivo, EUROSIF definisce la nazionalità con riferimento al Paese in cui i fondi sono gestiti (Cavallito et al., 2019).

56 L'*impact investing* è una strategia onerosa poiché richiede un'elevata *expertise* con riferimento sia alla selezione del progetto d'investimento sia alla fase contrattuale.

57 Si può ipotizzare, ad esempio, che la gestione passiva sia più conciliabile con una strategia basata sull'esclusione di quanto non lo sia con strategie di *engagement* o di impatto.

Riquadro 5

Gli indici ESG

Obiettivo del benchmark (o indice di riferimento) è offrire un parametro di valutazione del rischio di mercato in cui uno specifico portafoglio investe, consentendo di confrontare le performance generate da quest'ultimo con l'andamento del mercato di riferimento e supportando, in tal modo, l'investitore nella valutazione dei risultati ottenuti.

Lo sviluppo degli investimenti ESG si è accompagnato alla diffusione di indici ESG, caratterizzati da specifici focus su particolari settori di attività ovvero anche trasversali a più settori, ma comunque orientati a cogliere comuni approcci operativi alla sostenibilità tra le singole componenti dell'indice stesso. Tra i soggetti più attivi nella costruzione degli indici di riferimento si ricordano ECPI (specializzato in indici tematici), FTSE Russel, Morningstar, MSCI, Refinitiv, S&P Global Ratings e Vigeo Eiris.

Gli indici risultano composti da strumenti finanziari individuati in base alle performance ESG degli emittenti. In generale, vengono costruiti effettuando una valutazione delle possibili componenti mediante uno o più dei seguenti criteri: a) l'esclusione di emittenti o interi settori caratterizzati da *core business* apertamente non in linea con tematiche di sostenibilità (ad esempio, i settori delle armi e dei combustibili fossili); b) la concentrazione su uno o più temi di sostenibilità (ad esempio, i cambiamenti climatici e l'efficienza energetica); c) l'individuazione degli emittenti maggiormente rispondenti a tali caratteristiche (*best-in-class*).

I benchmark ESG così costruiti sono tipicamente declinati in azionari, obbligazionari e tematici (sottoinsieme di quelli azionari). Essi permettono sia l'ideazione di prodotti caratterizzati da strumenti finanziari compatibili con le tematiche di sostenibilità (fondi comuni di investimento, ETF, ecc.) sia il confronto con gli indici tradizionali al fine di verificare se l'integrazione dei criteri ESG nei processi d'investimento penalizzi o meno il rendimento. In funzione della tipologia di indice considerata, la metodologia seguita per la sua costruzione viene calibrata al fine di tenere in adeguata considerazione le specificità dell'indice stesso. Con riferimento a talune tipologie di indici sviluppati da MSCI, ad esempio, la metodologia adottata è basata sull'utilizzo dei rating ESG che riflettono la contemporanea combinazione dei tre fattori ESG nel caso di indici ESG generalisti come i Broad ESG Indexes, ovvero sull'utilizzo di dati riferiti, di volta in volta, solo a taluni aspetti della sostenibilità nel caso dei Themes ESG Indexes.

Dal punto di vista finanziario, tali indici risultano, nella sostanza, equivalenti agli indici di riferimento tradizionali con l'unica eccezione della specifica connessione che i primi hanno con la tematica della sostenibilità e che si riflette primariamente sulle scelte adottate in sede di costruzione dell'indice stesso. Anche per ciò che attiene alle diverse tipologie di utilizzo, gli indici ESG risultano sostanzialmente allineati a quelli tradizionali. Oltre al classico utilizzo di *benchmarking* (già evidenziato), infatti, tali indici vengono impiegati anche come sottostanti di prodotti finanziari passivi come gli ETF (Exchange Traded Funds), certificati, polizze *unit* o *index linked*. In tali casi, l'indice ESG, replicato in modo passivo dal gestore, diventa in effetti un paniere di investimento, costruito, però, secondo regole scritte e non discrezionali, comunicate preventivamente all'investitore.

L'engagement degli investitori istituzionali alla luce dell'evoluzione del quadro giuridico

Il ruolo degli investitori istituzionali nello sviluppo della finanza sostenibile è cresciuto nel corso del tempo, dispiegando effetti positivi che la letteratura economica ha evidenziato con riferimento sia al legame tra presenza nel capitale degli investitori istituzionali e *corporate social performance* sia agli effetti dell'*engagement* diretto degli investitori istituzionali con le società (Riquadro 6).

Riquadro 6

Investitori istituzionali, engagement e riflessi sulle performance ESG delle società

Diversi studi relativi prevalentemente alle società quotate statunitensi trovano che la presenza di investitori istituzionali nel capitale ha effetti positivi sulla performance ESG delle imprese, soprattutto su quelle ambientali. L'impatto è maggiore quando gli investitori sono firmatari degli *UN Principles on responsible investing* (PRI) e per alcune tipologie di fondi (fondi index, fondi pensione e fondi SRI); la presenza degli investitori locali, inoltre, ha un impatto sulle performance ambientali maggiore di quello associato agli stranieri, a testimonianza della rilevanza della prossimità geografica (Kölbel et al., 2020).

Gli investitori istituzionali possono influenzare i comportamenti delle imprese attraverso forme di impegno (*engagement*) che vanno dal dialogo con gli emittenti (tramite incontri con il management e richieste trasmesse per lettere ed e-mail) all'attivismo nell'esercizio dei diritti sociali loro spettanti in qualità di azionisti di minoranza (ad esempio, tramite presentazione di liste per il rinnovo degli organi sociali, richiesta di convocazione delle assemblee, integrazione dell'ordine del giorno delle assemblee).

Alcune analisi evidenziano un *engagement* crescente da parte degli investitori istituzionali su temi ESG (si veda, tra gli altri, Elst, 2018, con riferimenti alle società quotate olandesi). Le imprese per le quali è più probabile osservare azioni di *engagement* sono in genere di dimensioni maggiori, mature, presentano performance deludenti, rating ESG più bassi e una *governance* scadente; inoltre esse sono più di frequente attente alla reputazione e hanno una copertura da parte degli analisti maggiore rispetto alle imprese concorrenti (Dimson et al., 2015; Barko et al., 2017). La prossimità geografica degli investitori istituzionali sembra essere un fattore importante nel determinare la probabilità dell'*engagement*, a conferma di un possibile fenomeno di *home bias* (Bauer et al. 2013). Le richieste degli investitori istituzionali sono accolte soprattutto dalle società più attente alla propria reputazione, più pronte ai cambiamenti e in grado di sfruttare economie di scala.

Al successo delle attività di *engagement* si associano numerosi effetti positivi: un aumento del tasso di crescita delle vendite e degli extra-rendimenti azionari (Barko et al. 2017); il miglioramento della redditività operativa e dei profitti; l'innalzamento della qualità della *governance* e della presenza degli investitori istituzionali nel capitale (Dimson et al. 2015); una riduzione del rischio relativo alle aree del governo societario o a temi ambientali (Hoepner et al. 2018); il miglioramento del rating concernente le performance ambientali (Motta and Uchida, 2018).

Il ruolo assunto dagli investitori istituzionali nello sviluppo della finanza sostenibile è stato supportato, se non alimentato, anche da mutamenti del quadro giuridico che regola le attività di investimento. Sotto questo profilo, anche nel contesto della disciplina della gestione del risparmio si è assistito nel tempo a un fenomeno analogo a quello osservato con riferimento alla disciplina dell'impresa.

L'integrazione di temi ambientali e sociali nelle politiche di investimento degli investitori istituzionali è all'inizio un fenomeno caratterizzato dall'assoluta

volontarietà e dall'assenza di doveri, giuridici o di correttezza professionale, in tal senso⁵⁸.

In seguito, in particolare a partire dai primi anni del secolo in corso, si è assistito a una larga diffusione di codici di autoregolamentazione o di *stewardship*, volti a raccomandare non solo il perseguimento di valore nel lungo periodo ma, in alcuni casi, anche l'integrazione di criteri ESG sia nelle decisioni di investimento sia nelle stesse attività di *engagement* o di *stewardship*⁵⁹.

Decisivi nell'inaugurare tale fase sono stati i PRI, lanciati dalle Nazioni Unite nel 2006 con l'intento, nell'ambito di una più ampia iniziativa sulla questione ambientale, di favorire proprio la diffusione di prassi di investimento sostenibile e responsabile tra gli investitori istituzionali. L'adesione ai PRI comporta, infatti, il rispetto e l'applicazione di parametri ESG nelle fasi fondamentali sia dell'analisi finanziaria e delle scelte d'investimento sia dell'*engagement*⁶⁰. Raccomandazioni analoghe a quelle dei PRI sono oggi presenti anche in altri codici di *stewardship* ampiamente applicati come, ad esempio, gli *ICGN Global Stewardship Principles*, che dal 2016 contengono un principio dedicato all'integrazione dei fattori ESG nelle attività di *stewardship* (principio 6).

È attraverso l'autoregolamentazione, quindi, che la prospettiva di lungo periodo e l'idea di valore sostenibile prendono piede nei processi di investimento degli investitori istituzionali. Lo strumento della *self regulation*, seppur flessibile e non vincolante, rappresenta comunque una risposta più sofisticata alla comune esigenza, sempre più avvertita a livello internazionale⁶¹, che le scelte delle imprese in cui investire siano orientate a promuovere una crescita di valore sostenibile nel lungo termine, obiettivo perseguibile facendo leva innanzitutto sul ruolo degli investitori istituzionali nel governo societario *as shareholder* (professionali).

Nel contesto europeo, l'entrata in vigore della Direttiva 2017/828/UE (*Shareholders' Rights II* o SHRD II) che modifica la Direttiva 2007/36/CE segna un ulteriore sviluppo dell'investimento responsabile sul piano giuridico⁶².

La SHRD II prevede l'obbligo per gli investitori istituzionali (gestori di attivi, fondi pensione e imprese assicurative) di sviluppare e pubblicare una politica di

58 La storia dell'investimento socialmente responsabile o sostenibile ha tradizionalmente le sue origini nelle attività di investimento ispirate a principi religiosi o etici realizzate da comunità o enti religiosi negli Stati Uniti fin dal XVII secolo (Quaccheri e metodisti), per poi trovare ulteriori basi e applicazioni nella contestazione politica e sociale degli anni '70, legata in particolare ai movimenti studenteschi che si opponevano alla guerra nel Vietnam e alle politiche di apartheid in Sudafrica. È in questo periodo che vengono istituiti i primi fondi di investimento responsabili che, sulla base di tali motivazioni, applicano principi di esclusione di alcune attività dai propri portafogli (armi e società americane che applicavano la segregazione razziale nelle proprie sedi sudafricane).

59 Per un'ampia disamina del fenomeno e dei contenuti dei codici di *stewardship*, si rinvia ad Alvaro et al. (2019).

60 Nel 2017, i PRI contavano 1.184 sottoscrittori per un equivalente di 70.000 miliardi di dollari di AuM (PRI Reporting Framework, 2017).

61 Si veda ad esempio il Libro Verde della Commissione europea *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, del 2010, COM (2011) 164.

62 In Italia, la direttiva è stata recepita con il d.lgs. n. 49/2019 e le norme di attuazione relative alle disposizioni in commento sono state approvate con la delibera CONSOB del 10 dicembre 2020, n. 21623, che ha modificato il Regolamento n. 11971/1999 sulla disciplina degli emittenti.

engagement che descriva le modalità con cui monitorano le società partecipate o, in caso contrario, di rendere note le motivazioni circa la mancata adozione della stessa (*comply-or-explain*). Inoltre, nell'intento di favorire il superamento di una prospettiva di investimento orientata al breve termine, la nuova Direttiva richiede, altresì, agli investitori istituzionali di fornire informazioni sulla coerenza della propria strategia di investimento in azioni con una gestione dei loro portafogli di medio-lungo termine⁶³.

Gli obblighi appena citati si inseriscono nel solco della disciplina informativa e di trasparenza, vincolando gli investitori istituzionali *to report* e non *to do*. Tuttavia, è noto come lo 'sforzo di consapevolezza' imposto da obblighi di *reporting* sui soggetti a essi tenuti generi a sua volta mutamenti del *modus operandi*. È per questo che l'approccio seguito dal legislatore europeo della SHRD II, oltre a consentire il superamento dei classici profili di inefficacia connessi alla *soft law* e al principio *comply-or-explain*⁶⁴, rappresenta per alcuni l'affermarsi di un nuovo paradigma di *corporate governance*, basato sull'individuazione di precisi doveri giuridici in capo agli investitori istituzionali *as shareholders*, volti a favorire in ultimo l'allineamento della gestione delle imprese agli interessi degli investitori finali non solo sotto il profilo del rendimento finanziario ma anche della tutela di interessi generali dell'intera collettività e in un'ottica di lungo periodo. Secondo questa prospettiva, il passaggio della *law of stewardship* dall'ambito della volontarietà e della *soft-law* a quello della vincolatività e dell'*hard-law*, realizzato dalla SHRD II, riflette il profilo 'pubblicistico' degli

63 In particolare, con riguardo ai contenuti della politica di impegno eventualmente adottata, l'art. 3-*octies*, par. 1, della Direttiva prevede che siano descritte 'le modalità con cui [gli investitori istituzionali e i gestori] monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno'. Inoltre, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi devono comunicare al pubblico, 'su base annua, le modalità di attuazione di tale politica di impegno, includendo una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto. Essi comunicano al pubblico come hanno votato nelle assemblee generali delle società di cui sono azionisti. Tale comunicazione può escludere i voti ritenuti non significativi alla luce dell'oggetto della votazione o delle dimensioni della partecipazione nella società'. Con riguardo alla strategia di investimento, l'art. 3-*novies* della Direttiva prevede che gli investitori istituzionali forniscano informazioni sulla coerenza dei principali elementi della propria strategia di investimento in azioni con il profilo e la durata delle proprie passività, in particolare delle passività di lungo periodo, nonché sul contributo di tale strategia alla generazione di un rendimento di medio-lungo termine dei loro portafogli. Inoltre, quando un gestore di attivi investe per conto di un investitore istituzionale, su base individuale o collettiva, l'investitore istituzionale deve comunicare al pubblico diverse informazioni relative all'accordo con il gestore degli attivi volte a descrivere in che modo tale accordo incentiva il gestore ad allineare la propria strategia di investimento con gli interessi di medio-lungo periodo dell'investitore istituzionale. In particolare, sono richieste informazioni con riguardo ai seguenti profili: modalità con cui il gestore degli attivi assume decisioni di investimento basandosi su valutazioni relative ai risultati finanziari e non finanziari a lungo e medio termine della società partecipata; modalità con cui il gestore si impegna con le società partecipate al fine di migliorarne i risultati a medio e lungo termine; modalità con cui è valutata e remunerata la prestazione del gestore in linea con il profilo e la durata delle passività dell'investitore istituzionale, in particolare delle passività a lungo termine, e dei risultati assoluti a lungo termine; modalità di controllo dei costi di rotazione del portafoglio sostenuti dal gestore degli attivi.

64 Per un'analisi dei possibili limiti dell'efficacia dei codici di *stewardship* si rinvia al lavoro di Alvaro et al. (2019). Vale la pena di evidenziare che gli obblighi informativi riguardanti gli elementi della strategia di investimento sono pienamente vincolanti, non essendo applicabile a questi il principio del *comply-or-explain* previsto, invece, con riguardo alla trasparenza sulla politica di impegno.

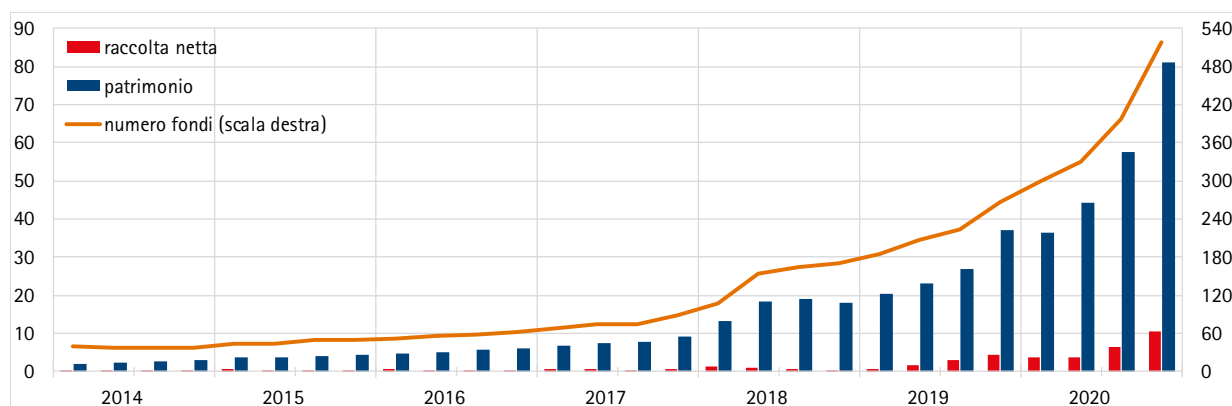
interessi – alla sostenibilità ambientale e sociale – che le nuove norme intendono tutelare (Chiu e Katelouzou 2016 e 2017)⁶⁵.

Nella stessa direzione puntano da ultimo i nuovi e più pregnanti obblighi previsti dal Regolamento (UE) n. 2019/2088 (Regolamento Disclosure), concernenti tutti i vari aspetti dell'operatività degli investitori istituzionali nei quali possono essere integrati fattori ESG (si vedano il paragrafo 5 e l'Appendice).

Il contesto domestico

In ambito domestico il comparto dei fondi di investimento italiani che seguono strategie sostenibili è cresciuto in maniera significativa negli ultimi anni. In particolare, nel 2020, secondo Assogestioni, la raccolta netta riferibile a questa tipologia di fondi ha superato i 24 miliardi di euro, in netto aumento rispetto ai 10 miliardi dell'anno precedente, portando il patrimonio complessivo a oltre 80 miliardi di euro per 518 prodotti (rispettivamente, 27 miliardi per 266 fondi a fine 2019; Figura 5).

Figura 5 – Raccolta, patrimonio e numero di fondi italiani che seguono strategie sostenibili
(dati trimestrali; valori monetari in milioni di euro)



Fonte: Elaborazioni CONSOB su dati Assogestioni. Il dato sul patrimonio si riferisce al patrimonio promosso.

Tale tendenza trova corrispondenza anche nelle indicazioni fornite da 21 gestori partecipanti a una survey con la quale CONSOB ha raccolto informazioni in materia di *engagement* e integrazione dei fattori ESG nelle strategie di investimento (Riquadro 7).

65 Una lettura simile è offerta da Paccès e Martino (2020), che parlano di *'semi-hard stewardship duties'*. In senso critico, Birkmose e Sergakis (2019) evidenziano i pericoli associati a questa nuova fase regolatoria della *law of stewardship* e, in generale, dei doveri di reporting in materia di investimento responsabile. Secondo gli Autori, un eccessivo ricorso all'*enforcement* di tipo pubblicistico – in questo caso, come per altre Direttive, derivante dalla circostanza che gli Stati membri sono tenuti a prevedere misure sanzionatorie efficaci, proporzionate e dissuasive in caso di mancato rispetto degli obblighi della SHRD II in materia di trasparenza degli investitori istituzionali – aumenta il rischio che l'attività degli investitori istituzionali si focalizzi sulla pura *compliance* formalistica con la disciplina piuttosto che sulla definizione di processi interni, attività di *engagement* e strategie di investimento efficaci e coerenti con i rischi e le prospettive di medio-lungo periodo associati agli attivi gestiti.

Riquadro 7

Engagement e integrazione dei fattori ESG nelle strategie di investimento degli investitori istituzionali italiani

La CONSOB, in collaborazione con Assogestioni, ha svolto una survey sull'applicazione dei criteri ESG nell'ambito delle politiche di investimento e delle attività di *stewardship* da parte degli investitori istituzionali. Al questionario hanno risposto 13 investitori istituzionali italiani, quattro gestori europei passaportati e quattro global *asset managers*, pari a poco più di un terzo del totale degli associati di Assogestioni e rappresentativi di circa il 45% degli *asset under management* (AUM)⁶⁶.

Tutti i gestori tranne uno dichiarano di considerare i fattori ESG nell'ambito delle proprie strategie di investimento e/o nell'attività di *engagement* o *stewardship* anche attraverso specifiche *policy* formalizzate (11 casi). In media la quota di AUM investita secondo criteri ESG è pari al 45% circa.

Tra le motivazioni che spingono i gestori rispondenti a considerare criteri di sostenibilità nella politica di investimento risultano molto rilevanti la volontà di sviluppare una visione di lungo periodo nell'attività di investimento, la crescente domanda da parte dei clienti e motivazioni legate alla massimizzazione dei rendimenti aggiustati per il rischio. Poco rilevante è invece il desiderio di imitare il comportamento dei concorrenti.

Per quanto concerne le strategie attraverso cui la società impiega le informazioni ESG nel processo di investimento e/o nella gestione delle partecipazioni, tutti i rispondenti dichiarano di adottare un approccio di integrazione, vale a dire di includere esplicitamente nel portafoglio strumenti finanziari emessi da soggetti valutati positivamente nell'analisi dei fattori ESG. Anche la strategia di *engagement* e *voting* (intesa come instaurazione di un dialogo costruttivo con gli emittenti e/o esercizio del diritto di voto su questioni di sostenibilità) risulta ampiamente diffusa tra gli intervistati.

Le strategie di investimento sono allineate con gli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'ONU (SDGs) in sette casi, mentre otto gestori dichiarano di averne pianificato l'allineamento per il futuro.

⁶⁶ A marzo 2020, gli AuM delle associate ammontano a circa 2 mila miliardi di euro. In particolare, la massa gestita è superiore a 70 miliardi di euro in 10 casi, compresa tra 30 e 70 miliardi di euro in quattro casi, compresa tra 10 e 30 miliardi di euro in due casi, inferiore a 10 miliardi di euro in cinque casi.

Nell'ambito delle analisi relative al fattore *Environmental*, tra gli aspetti presi in considerazione ricorre anzitutto il cambiamento climatico, seguito dall'inquinamento e dalle energie rinnovabili. Con riferimento al fattore *Social*, il tema dei diritti umani è considerato molto importante da tutti gli intervistati, seguito dai temi delle pari opportunità/diversità, della sicurezza dei dipendenti e degli standard di lavoro, mentre sono meno considerate le relazioni con la comunità. Rispetto alla *Governance*, i temi citati (composizione e funzionamento del *board*, compensi, diritti degli azionisti, anticorruzione) ricevono una considerazione analoga.

Tra i fattori in grado di agevolare l'integrazione dei criteri ESG nelle strategie di investimento, tutti i rispondenti sottolineano l'importanza di una maggiore trasparenza nel *reporting* da parte degli emittenti. Nel valutare le performance ESG delle società gli intervistati utilizzano un set di strumenti variegato che include metodologie proprietarie, *score* di sostenibilità prodotti da terzi e rendicontazione non finanziaria prodotta dagli emittenti; meno frequente è invece il ricorso a *investment rating* rilasciati da terzi o la raccolta di informazione dai media.

Per valutare se attuare prassi di *engagement* con le società partecipate i gestori si avvalgono soprattutto di team interni e meno di *proxy advisors* e consulenti esterni.

Sul fronte delle criticità operative, le normative di livello europeo di recente adozione in materia di *disclosure*, *benchmark* e tassonomia sono valutate positivamente dalla maggioranza degli intervistati.

Per quanto concerne il *non-financial reporting*, metà degli intervistati ritiene che gli obblighi vigenti in Europa siano adeguati, mentre i quattro gestori che rispondono negativamente lamentano la mancanza di informazioni comparabili e coerenti nonché l'assenza di vincoli stringenti sulle informazioni da rendere al mercato; i cinque gestori che li giudicano migliorabili sottolineano che sarebbe utile rendere obbligatorie alcune metriche/KPI e introdurre disposizioni più stringenti.

La metà degli intervistati prende in considerazione per le scelte d'investimento l'informativa contenuta nelle dichiarazioni di carattere non finanziario delle società investite europee. Tuttavia, i rispondenti concordano sulla necessità di una maggiore standardizzazione delle informazioni da rendicontare, suggerendo l'adozione di un set di KPI predefinito e comune a tutti gli emittenti e l'utilizzo di standard di rendicontazione comuni e condivisi a livello internazionale.

3.3 L'integrazione della sostenibilità nelle scelte degli investitori *retail*

La considerazione dei fattori ESG comincia a crescere anche tra gli investitori *retail*, a fronte di profili attinenti ad aspetti socio-demografici, preferenze individuali e conoscenza degli investimenti sostenibili⁶⁷.

La propensione a investire tenendo in considerazione i fattori ESG sembrerebbe più frequente tra gli individui più giovani, con un livello di istruzione più elevato e tra le donne (si veda Diouf et al., 2016, per riferimenti bibliografici). Sembrerebbero essere rilevanti anche le cosiddette preferenze sociali degli individui (*social preferences*, ossia la propensione a spendersi per una buona causa senza attendersi nulla in cambio), come evidenziato da alcune analisi teoriche (tra cui Heinkel, Kraus, and Zechner, 2001; Gollier e Pouget, 2014) e confermato da indagini empiriche (Riedl e Smeets, 2017 e Bassen et al., 2019)⁶⁸. Un'associazione positiva emergerebbe anche con le conoscenze finanziarie e la conoscenza percepita dei temi ambientali (Anderson e Robinson, 2019).

Un ulteriore movente è riconducibile ai profili finanziari degli investimenti sostenibili, ossia la convinzione che tali investimenti abbiano performance superiori alle opzioni tradizionali (Nilsson, 2008, Bauer and Smeets, 2015), soprattutto nel lungo termine (Anderson e Robinson, 2019). Alcuni autori evidenziano, al contrario, che gli investitori attenti alla sostenibilità sono disposti a rinunciare a parte del rendimento finanziario, ad esempio pagando commissioni più elevate e accontentandosi di un rendimento aggiustato per il rischio inferiore (Riedl e Smeets, 2017), ovvero trattenendo in portafoglio fondi ESG con basse performance più a lungo di quanto non siano disposti a fare *ceteris paribus* con fondi non-ESG (Bollen, 2007, e Renneboog, Ter, Horst, e Zhang, 2011).

Il possesso di prodotti ESG si associa positivamente anche all'informazione accessibile agli investitori⁶⁹ (Barreda-Tarrazona et al., 2011; Diouf et al., 2016; Bassen et al., 2019) e può essere influenzato dalle modalità di rappresentazione delle performance ambientali (*climate performance information*), poiché queste incidono sulla percezione del rischio e sulla componente emozionale associata alle scelte di investimento (Bassen et al., 2019).

67 Come evidenziato da alcuni osservatori, il peso degli investitori *retail* negli assetti proprietari delle società si è ridotto significativamente nel corso del tempo (essendo la maggior parte dei loro investimenti intermediata da investitori istituzionali, banche, consulenti finanziari). La partecipazione dei *retail* alla vita societaria e l'effettiva espressione delle loro preferenze ESG possono avvenire dunque solo indirettamente, tramite l'*engagement* degli investitori che ne intermediano i fondi. In questa ottica, sono fondamentali la declinazione della nozione di mandato fiduciario anche con riferimento ai temi della sostenibilità (sul tema si rimanda al paragrafo 4.4) e la valutazione di adeguatezza, che dovrebbe rilevare anche le preferenze di voto degli investitori *retail* rendendole vincolanti (2DII, 2020).

68 Riedl e Smeets (2017) hanno ipotizzato che possa rilevare anche un movente di *social signaling*, ossia l'utilizzo dell'investimento socialmente responsabile per finalità reputazionali.

69 Young et al. (2010), con riferimento al consumo di prodotti *green* in ambito non finanziario, mostrano che le etichette dei prodotti possono colmare il cosiddetto *attitude-behaviour gap* in virtù del quale gli individui non riescono ad esprimere i propri valori etici nelle scelte di consumo anche a causa dei costi di raccolta dell'informazione.

Alcune indagini sottolineano, infine, il ruolo dei consulenti finanziari nel promuovere l'interesse degli investitori *retail* negli investimenti sostenibili⁷⁰. Una survey condotta da Schroders (2019)⁷¹ e un'indagine condotta dall'Autorità di controllo dei mercati finanziari francese (AMF, 2019) mostrano che nella maggioranza dei casi l'interesse e la propensione a investire in prodotti sostenibili aumenterebbe se gli intervistati ricevessero informazioni comprensibili dalla propria banca o dal proprio consulente finanziario⁷². I consulenti, tuttavia, sembrano proporre raramente prodotti sostenibili per diversi motivi: conoscono poco i prodotti; ritengono di non avere informazioni sufficientemente dettagliate; non sono disposti a svolgere un ruolo proattivo, attendendo invece una chiara manifestazione di interesse da parte del cliente; non hanno molti prodotti sostenibili 'in catalogo'; ritengono che il livello di rischio di questi prodotti non sia adeguato per il cliente medio, avverso al rischio.

Il contesto domestico

Nel contesto italiano, gli investitori *retail* conoscono poco gli investimenti sostenibili e responsabili. Al contempo, per i consulenti finanziari sembrano molto ampi i margini per un ruolo attivo nell'orientare i propri clienti verso la considerazione della sostenibilità nelle proprie scelte di investimento.

Le edizioni 2019 e 2020 del Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane (di seguito Rapporto) mostrano che più della metà dei decisori finanziari italiani non conosce gli investimenti sostenibili, mentre nei restanti casi solo il 5% si ritiene bene informato. Il 40% degli intervistati non è in grado di esprimere un'opinione sulla rilevanza dei fattori ESG nelle scelte di investimento. Per quanto riguarda i tratti individuali nonché le aspettative e le percezioni dei risparmiatori, il Rapporto CONSOB per il 2019, in linea con la letteratura economica sul tema, lascia emergere una netta associazione positiva tra *social preferences* e sensibilità verso la sostenibilità.

L'indagine Mirroring 2020 approfondisce il tema della finanza sostenibile e l'integrazione dei cosiddetti fattori ESG nel processo di investimento nell'ambito di un'intervista doppia, somministrata a un campione di consulenti e a un sottogruppo dei rispettivi clienti (CONSOB, 2020b). L'indagine evidenzia che tra le aspettative e le

70 Statman (2008), in particolare, evidenzia il ruolo di una corretta rilevazione delle preferenze ESG degli investitori da parte dei consulenti finanziari. L'autore propone una segmentazione degli investitori che vede ai due estremi, rispettivamente, i cosiddetti *utilitarian investors*, che si curano solo degli aspetti finanziari dell'investimento, e i cosiddetti *expressive investors*, che si curano solo degli aspetti valoriali e si aspettano di generare un impatto non finanziario con le proprie decisioni. L'Autore suggerisce l'uso da parte dei consulenti finanziari di strumenti di profilatura (quali i questionari) in grado di rilevare entrambe le attitudini.

71 Schroders (2019) fornisce evidenza relativa a un campione di oltre 25.000 investitori selezionati su scala globale. Secondo le risultanze della survey, il 57% degli intervistati tiene sempre conto dei fattori ESG nelle proprie scelte di investimento. Nella scala delle priorità, tuttavia, generare un impatto positivo sul piano della sostenibilità viene dopo gli obiettivi finanziari, quali evitare le perdite, raggiungere un rendimento prefissato, pagare commissioni ragionevoli.

72 AMF (2019) approfondisce anche la fiducia degli intervistati nei sistemi di certificazione della sostenibilità di un prodotto finanziario (quale l'ecolabel nazionale denominato GreenFin), rilevando che uno dei maggiori deterrenti all'affidamento e all'utilizzo di ecolabel è la percezione di una mancanza di trasparenza.

percezioni che orientano le decisioni dei risparmiatori rilevano, in particolare, le performance attese sul piano sia finanziario sia della sostenibilità, eventuali incentivi fiscali, il timore di costi più elevati di altre opzioni di investimento e il timore del cosiddetto *greenwashing*⁷³. Gli investitori indicano nel consulente il principale canale in grado di soddisfare il loro bisogno di informazione. I professionisti, per contro, pur riconoscendo l'interesse della maggior parte degli investitori a ricevere informazioni in merito ai prodotti finanziari responsabili, tendono a sopravvalutare le aspettative dei clienti nei confronti delle istituzioni pubbliche e a sottovalutare il ruolo attribuito alla figura del consulente.

3.4 Score e rating ESG

Al crescere dell'interesse per gli investimenti sostenibili e della conseguente richiesta di indicatori delle performance ESG, è aumentato il numero di fornitori di score e rating che valutano le performance ambientali, sociali e di *governance* di emittenti e prodotti (*ESG impact ratings*), l'esposizione a rischi connessi ai fattori ESG (*ESG risk ratings*) e altri indici di valutazione ESG (attinenti ad esempio alla rilevanza dei fattori ESG per il rating del merito di credito, alla *disclosure* ESG, ecc.)⁷⁴. Tali valutazioni sono rilasciate da agenzie di rating 'tradizionali', in parallelo alla eventuale considerazione di profili di sostenibilità nel processo di attribuzione di un rating di credito, da agenzie di rating 'etici' e da intermediari specializzati nella ricerca relativa a strumenti finanziari ed emittenti⁷⁵. A partire dal 2015, il settore ha sperimentato sia un'intensa attività di M&A, che ha consolidato la posizione di operatori già attivi nell'ambito della ricerca, sia l'ingresso di nuovi soggetti i cui *business models* sono riconducibili a tre tipologie: organizzazioni *for-profit*, che hanno aggiunto la valutazione di sostenibilità a servizi preesistenti (MSCI, S&P, Moody's); organizzazioni *for-profit* specializzate nelle valutazioni e servizi ESG (tra questi Sustainometric, Solactive, RepRisk, Truvalue Lab, poi acquisita da FactSet nell'ottobre 2020, Sustainable Value Investor); organizzazioni *not-for-profit*, che offrono valutazioni e servizi correlati alla sostenibilità (CDP, ShareAction WDI, As You Sow; per maggiori dettagli vedi European Commission, 2020c).

I processi di valutazione delle 'prestazioni' ESG di un'impresa o di un prodotto pongono le criticità tipiche della valutazione del merito di credito⁷⁶, essendo

73 Con l'espressione *greenwashing* si fa riferimento a quelle pratiche commerciali che descrivono un prodotto finanziario come 'verde' oppure 'sostenibile', al solo fine di migliorarne l'immagine e renderlo più attraente per gli investitori, anche laddove non rispetti standard ambientali di base.

74 Si veda il documento disponibile al sito <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-responds-european-commission-consultation-renewed-sustainable-finance>.

75 Si tratta di un mercato in forte crescita le cui modalità di accesso sono di tipo *make or buy*. In particolare, la maggior parte dei *providers* hanno sede legale negli Stati Uniti o nel Regno Unito, se si esclude ISS *corporate* acquisita da Deutsche Börse nel 2020, e sono entrati nel mercato europeo attraverso acquisizioni (ad es., tra le agenzie di rating di merito di credito, S&P ha acquisito l'inglese Trucost nel 2016 e la svizzera Robeco SAM nel 2019, mentre Moody's è diventata azionista di maggioranza della francese Vigeo Eiris nel 2019). Altri operatori hanno invece sviluppato al proprio interno nuove competenze (ad es., Fitch ESG Scope). Per maggiori dettagli si veda European Commission (2020c).

76 In ambito europeo, le *Guidelines on Disclosure Requirements applicable to credit ratings* del 18 luglio 2019, tese a migliorare la qualità e la trasparenza di tutte le informazioni relative ai fattori che sono alla base dell'emissione di un

rilevanti per l'affidabilità del giudizio le informazioni usate⁷⁷, la metodologia impiegata, eventuali conflitti di interesse, ecc.

Nel corso del tempo alcune associazioni o istituzioni *not-for-profit* hanno cercato di definire standard e principi applicabili volontariamente da analisti e *third-party data providers*, che tuttavia non hanno trovato grande seguito tra gli operatori di mercato (Tavola 2):

Tavola 2 – Standard di mercato per le istituzioni specializzate nella produzione di ricerca, rating e score ESG

	GISR (Global Initiative Sustainability Rating)	ARISTA	DDDS (Deep Data Delivery Standard)
anno	2011	2012	2016
promotore	Ceres and Tellus Institute	Association of Responsible Investment Services	Team of international investment professionals and academics
aree e standard	12 principi	Presidi organizzativi per indipendenza, obiettività e professionalità; sistemi di gestione della qualità; trasparenza; validazione (assurance); sviluppo best practices	10 standard e tre livelli di 'recognition': Gold, Silver e Bronze

Fonte: European Commission (2020c).

CONSOB ha condotto un'analisi delle modalità attraverso cui alcune agenzie di rating di sostenibilità (inclusi soggetti rientranti tra i *data providers*) e alcune agenzie di rating del credito valutano la sostenibilità di un emittente. Tale analisi fa emergere una certa eterogeneità negli approcci alla valutazione (Riquadro 8).

Riquadro 8

Gli approcci alla valutazione della sostenibilità(*)

Agenzie di rating di sostenibilità e *Data providers*

Standard Ethics attribuisce rating di sostenibilità basati su informazioni provenienti da *Report* pubblici dell'Emittente e da questionari predisposti dalla stessa. I rating vengono attribuiti solo su richiesta delle imprese (*solicited*).

rating, rivolgono particolare attenzione a quelle che attengono i fattori ESG, nel caso in cui questi costituiscano elementi alla base della valutazione del merito di credito (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-320_final_report_guidelines_on_disclosure_requirements_applicable_to_credit_rating_agencies.pdf).

77 I fornitori di rating usano sia fonti esterne (informazioni pubbliche, documenti aziendali, dati provenienti da fonti esterne quali autorità di vigilanza, associazioni di categoria, sindacati, ONG) sia fonti interne (informazioni fornite dall'azienda e/o acquisite tramite sopralluoghi e incontri con il management).

L'approccio metodologico fa riferimento a tre macro aree di analisi: capacità dell'azienda di rispettare i propri concorrenti, capacità del management di gestirsi e capacità dell'azienda di gestire i rapporti con i terzi. Ogni macro area si articola in vari ambiti a cui sono collegati complessivamente 200 indicatori specifici.

Integrate (acquisita nel maggio 2020 da Cerved Rating Agency) elabora un rating di sostenibilità non richiesto dagli emittenti (*unsolicited*) attraverso algoritmi proprietari in grado di misurare quali-quantitativamente le informazioni non finanziarie. La valutazione di Integrate è finalizzata a supportare scelte di investimento attraverso l'identificazione e la selezione di società *best in class* secondo parametri di sostenibilità. Integrate utilizza circa 180 indicatori ripartiti in 4 sezioni: *Environmental, Social, Governance, Economic Impact*. Tali indicatori sono raggruppati in 27 macro-indicatori tematici definiti *Key indicators*, ciascuno dotato di un peso specifico, che esprime il valore della società e lo *score* assunto dalla stessa rispetto al settore di riferimento.

La valutazione ESG elaborata da Thomson Refinitiv, anch'essa di tipo *unsolicited*, fornisce informazioni a supporto delle decisioni finanziarie degli investitori. Il calcolo del punteggio si basa su indicatori applicati a dati e informazioni prevalentemente pubblicati dallo stesso emittente in relazione a dieci macrocategorie di rischio (uso delle risorse, emissioni, innovazione, diritti umani, diritti dei lavoratori, *community, product responsibility, management, azionisti, corporate social responsibility*).

Agenzie del rating del credito

Le agenzie di rating del credito incorporano nella valutazione sul merito di credito delle società l'analisi del grado di esposizione a fattori di rischio legati ad ambiente, società e *governance*. La valutazione del profilo di rischio ESG è parametrata al settore di appartenenza dell'impresa e alla sua localizzazione geografica (il cosiddetto rischio Paese) e può variare nel tempo a fronte di cambiamenti dei fondamentali della società oppure del quadro normativo di riferimento.

Tra le maggiori agenzie, Fitch comunica il cosiddetto *relevance ESG score*, ossia un punteggio che quantifica l'impatto dei profili di rischio ESG sulle proprie *rating actions* e la capacità dell'emittente di gestirli. Il *relevance ESG score* ha quindi la finalità di spiegare l'incidenza dei fattori di rischio ESG sulle valutazioni del merito di credito.

Standard&Poors' fornisce separatamente rispetto al rating del credito una valutazione ESG, che include un proprio giudizio sulla capacità dell'impresa nel medio-lungo periodo di anticipare e affrontare eventuali problematiche connesse a questioni ambientali e sociali. La misurazione dei profili di rischio connessi a fattori ESG si basa su modelli quantitativi e viene espressa in termini relativi rispetto al settore di appartenenza.

Infine, l'approccio valutativo adottato da Moody's si articola nell'individuazione dei fattori di rischio ESG, nell'analisi dell'impatto di tali fattori sulle principali variabili economico-finanziarie e nel computo del rating finale, che incorpora anche i fattori di rischio ESG.

(*) A cura di Monica Gentile, Neomio Susi e Francesca Valeri

3.5 Il *pricing* delle performance e dei rischi ESG

Lo sviluppo della finanza sostenibile è legato alla capacità dei mercati di incorporare nei prezzi le informazioni disponibili sulle caratteristiche ESG di attività economiche e opzioni di investimento e di fornire, per questa via, elementi segnaletici in grado di orientare le scelte delle imprese, soddisfare le esigenze conoscitive degli investitori che intendano tenere in considerazione la sostenibilità, favorire una transizione ordinata verso un'economia climaticamente neutra.

Su questo punto, l'evidenza disponibile, riferibile sia a studi accademici sia a ricognizioni dell'industria, non fornisce indicazioni univoche (Riquadro 9). Come si discuterà nel paragrafo successivo, le difficoltà di valutare le performance ESG delle imprese e i rischi a cui sono esposte sono legate all'insufficienza di dati, metriche e metodi di analisi *forward looking* condivisi. Un impulso alla capacità dei mercati di incorporare i fattori ESG nel *pricing* delle attività verrà dall'evoluzione del quadro regolamentare in atto, tesa a promuovere una maggiore trasparenza, standardizzazione e comparabilità delle informazioni⁷⁸.

78 In questo contesto, lo schema teorico di riferimento non sembra essere l'ipotesi di mercati efficienti quanto invece la cosiddetta *adaptive market hypothesis*, secondo la quale l'efficienza informativa dei mercati si evolve nel tempo e dipende dal numero e dalla qualità dei partecipanti al mercato che sono sensibili all'informazione e dalla relativa capacità di adattamento (Lo, 2015).

Riquadro 9

Sostenibilità e valutazione di mercato delle imprese

Negli ultimi anni numerosi studi, sia accademici sia dell'industria finanziaria, hanno indagato il legame tra i profili ESG e la performance economico-finanziaria delle imprese. Il tema incontra alcune difficoltà sul piano metodologico attinenti anzitutto alla misurazione delle performance ESG delle imprese e degli strumenti finanziari: ad esempio, l'uso di rating e scoring di sostenibilità può risultare poco informativo, dati i possibili limiti di questi indicatori (si veda il successivo paragrafo 4.3). In secondo luogo, emerge un potenziale problema di endogeneità: come sottolinea Krüger (2015), un'impresa con una buona performance ESG e risultati economici soddisfacenti può aver conseguito entrambi questi obiettivi grazie alla qualità del suo management senza che i due temi siano necessariamente legati da una relazione di causa-effetto; in alternativa i risultati economici positivi possono essere la causa dell'elevato standing ESG, e non viceversa, poiché gli utili sono stati investiti per l'applicazione, o il rafforzamento della strategia ESG dell'impresa.

Le evidenze raccolte sinora mostrano un'associazione tra performance di sostenibilità e finanziarie nel complesso positiva. Eccles et al. (2014) trova, per un campione di imprese statunitensi, che le società registrano performance di lungo periodo superiori rispetto ai propri *peers* se hanno (volontariamente) tenuto conto dei temi della sostenibilità nelle scelte organizzative, di *business* e nella definizione degli incentivi (quali le remunerazioni dei manager). Clark et al. (2015) e Gunnar et al. (2015) confermano la complementarità tra redditività e responsabilità sociale attraverso una meta analisi di un numero significativo di studi. Khan et al. (2016) evidenziano sovraperformance solo per le imprese con un rating elevato in relazione a temi di sostenibilità materiali. Auer (2016) mostra che un portafoglio azionario europeo diversificato con titoli assistiti da rating ESG registra performance migliori (peggiori) di un portafoglio benchmark diversificato di azioni simili se il rating ESG è positivo (negativo). Allo stesso risultato giungono Nagy et al. (2016), trovando che le performance di un portafoglio che integra strategie ESG superano quella dell'indice MSCI World. Polbennikov et al. (2016) studiano la relazione storica tra rating ESG, e spread e performance delle obbligazioni societarie, concludendo che a parità di condizioni le obbligazioni corporate con rating elevati hanno spread leggermente inferiori rispetto agli altri bond. Giese e Nagy (2018) evidenziano che i prezzi di borsa reagiscono maggiormente alle informazioni ESG se l'impresa non possiede, a priori, una valutazione ESG agli estremi del range positivo o negativo e che la reazione del mercato è asimmetrica, ossia maggiore nel caso di un miglioramento del rating. Anche Pollard et al. (2018) giungono alla conclusione

che l'attenzione ai temi della sostenibilità produce un extra rendimento per le attività finanziarie, mentre Hong, Li and Xu (2016) rilevano una scarsa capacità dei mercati azionari di prezzare i rischi di siccità nel comparto alimentare nell'ambito di un'analisi comparata.

Lu et al. (2014), sulla base di una meta-analisi, sostengono che la relazione tra performance finanziaria, valore di mercato e performance ESG delle società non è stabile ma varia nel tempo. Naughton et al. (2019) mostrano che la disclosure di attività di CSR genera extra rendimenti positivi nei periodi in cui il *sentiment* verso la CSR è elevato; Azevedo et al. (2020) confermano tale evidenza, stimando un extra rendimento nullo nel lungo termine e variabile al variare del *sentiment* degli investitori nel breve periodo, a riprova del fatto che la difficoltà di valutare l'impatto della considerazione dei fattori ESG aumenta la soggettività delle valutazioni di mercato.

Un tema sempre più centrale nel dibattito di *policy* concerne la capacità dei prezzi di mercato di riflettere i rischi associati al cambiamento climatico per la stabilità finanziaria delle imprese, delle banche e del sistema tutto. Al cambiamento climatico, in particolare, sono riferibili due tipologie di rischi. Il rischio fisico (*physical risk*) deriva dall'impatto dei cambiamenti climatici sulla solidità finanziaria di famiglie e imprese e può essere acuto o cronico⁷⁹. Il rischio di transizione (*transitional risk*⁸⁰) discende dall'impatto sull'equilibrio economico-finanziario dei settori *carbon-intensive* di politiche di decarbonizzazione, innovazioni tecnologiche o cambiamenti nell'opinione pubblica che comportano una brusca correzione dei valori di mercato delle imprese esposte (esso si articola infatti in rischi reputazionali, di contenzioso, tecnologici e di mercato; Riquadro 10). Tali rischi dovrebbero essere valutati assieme ai vantaggi della transizione verde, riferibili sia alla crescita e alla resilienza economica di settori di attività e dei paesi (OECD, 2017a, stima un incremento del PIL globale fino a 5 punti percentuali a seguito dell'attuazione dell'Accordo di Parigi) sia al raggiungimento di altri obiettivi di sviluppo sostenibile (come ad esempio la lotta alla povertà; Ansari e Holz, 2020).

79 Il rischio acuto è legato alla maggiore gravità e periodicità di eventi meteorologici estremi; il rischio cronico si associa a cambiamenti climatici strutturali e di lungo periodo (ad esempio, l'innalzamento del livello del mare).

80 In particolare, il rischio tecnologico è legato alle innovazioni che permettono la transizione verso un'economia a basse emissioni e che determinano l'obsolescenza delle tecnologie meno efficienti. Il rischio di mercato, invece, è legato agli effetti potenziali su domanda e offerta di determinate materie prime, prodotti e servizi in funzione del relativo impatto ambientale.

Riquadro 10

I rischi economici del cambiamento climatico

I rischi climatici sono una branca dei rischi ambientali che sta assumendo un'importanza crescente nell'ambito del *risk management*, in virtù dell'impatto potenziale che essi possono avere sulla posizione economico-finanziaria delle imprese (per maggiori dettagli, si vedano ESRB, 2016; G20 2016; NGFS, 2018; NGFS, 2019). I rischi climatici sono comunemente classificati in due tipologie: *physical risk* e *transitional risk*⁸¹.

Il *physical risk* deriva dagli effetti fisici del cambiamento climatico, inclusi i potenziali effetti su persone, comunità, capitale fisico, capitale naturale e attività economica, e le implicazioni per aziende, istituzioni finanziarie, individui e governi. Esso è legato direttamente al *climate-change* (McKinsey Global Institute, 2020) e si manifesta in due modi: a) *acute risk*, che fa riferimento a singoli eventi naturali dirompenti, la cui frequenza di accadimento è acuita dal cambiamento climatico quali, ad esempio, tempeste, inondazioni, siccità e incendi che danneggiano la produzione e/o le vendite delle imprese; b) *chronic risk*, dovuto all'aumento significativo della temperatura media globale e del livello dei mari che sta mutando gradualmente il contesto operativo delle imprese. Gli impatti potenziali sulle attività economiche sono significativi: si pensi, ad esempio, alle variazioni permanenti delle condizioni meteorologiche e agli effetti sulla produzione agricola di un'area⁸². Il *physical risk* comporta, inoltre, una diminuzione del valore di mercato di attività e garanzie reali che può compromettere la stabilità degli intermediari finanziari e assicurativi esposti verso imprese vulnerabili, con conseguenze potenzialmente rilevanti anche sul piano sistemico (Giuzi et al., 2019).

La transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio può comportare ingenti cambiamenti politici, legali, tecnologici e di mercato per venire incontro ai requisiti di mitigazione e adattamento, come è stato osservato nel caso del Piano d'azione sulla finanza per la crescita sostenibile della Commissione UE (paragrafo 5). Il *transitional risk* (o *adaptation risk*) si colloca

81 Altri autori considerano anche il Liability Risk, ossia il rischio che può derivare dall'azione di parti che hanno subito perdite o danni da fattori di rischio fisici o di transizione (KPMg, 2019).

82 La quantificazione di tali impatti richiede una grande disponibilità di dati. BlackRock (2019), ad esempio, ha illustrato il suo processo di gestione del *physical risk*, articolato in quattro fasi/attività: individuazione delle attività che hanno una posizione geografica certa e facilmente identificabile (si pensi ad investimenti immobiliari relativi a costruzioni in località prossime al mare che possono essere messe a rischio dall'innalzamento del livello delle acque); combinazione dei dati sulla posizione geografica con le serie storiche degli eventi meteorologici ordinari o straordinari (come gli uragani); stima della probabilità di accadimento degli eventi climatici estremi e calcolo del relativo impatto finanziario e socio-economico; verifica che questi rischi siano prezzati e/o assicurati e che le istituzioni finanziarie e le imprese esposte siano in grado di sostenerli e di adattarsi al cambiamento.

in questo contesto: a seconda della natura, della velocità e dell'attenzione al tema del passaggio a una economia a basse emissioni, i rischi della transizione possono comportare diversi livelli di rischio finanziario e reputazionale con eventuali impatti sulla performance economica delle imprese. Alla transizione si associano quindi ulteriori rischi. Il *policy risk* si riferisce alle politiche di contrasto al *climate change* promosse da governi e istituzioni. Il *legal risk* esprime la possibilità di essere coinvolti in una disputa legale a tema ambientale-climatico. Il *technology risk* si associa ai potenziali oneri derivanti dall'applicazione di nuove tecnologie mirate a contenere i cambiamenti climatici: si pensi all'approvvigionamento di energia elettrica da fonti sostenibili in sostituzione di quelle fossili. Il *market risk* si riferisce agli effetti sull'offerta e sulla domanda di prodotti e si lega anche al *reputation risk*, dovuto alla cattiva percezione delle imprese ad alto impatto climatico da parte dei consumatori.

Tra gli ambiti più rilevanti ai quali si associa il *policy risk*, un tema oggetto di dibattito riguarda il prezzo delle emissioni di anidride carbonica, considerato da molti ancora troppo basso per orientare efficacemente i comportamenti degli attori di mercato (attraverso l'internalizzazione degli effetti esterni delle loro attività inquinanti) verso il raggiungimento degli obiettivi di decarbonizzazione definiti nei trattati internazionali. Tale prezzo può emergere sia dalle dinamiche di un mercato delle emissioni di CO₂ attivato dal regolatore pubblico, di cui il Sistema per lo scambio di quote emissione di gas a effetto serra dell'UE costituisce un esempio di funzionamento⁸³, sia dall'applicazione volontaria da parte delle stesse imprese di un prezzo interno alle proprie emissioni (cosiddetto *shadow pricing* o *virtual carbon pricing*⁸⁴). Diverse analisi mettono in dubbio l'efficacia di questi meccanismi, poiché il prezzo delle emissioni rimane ancora troppo lontano da quello ritenuto necessario per eliminare le esternalità e troppo eterogeneo tra imprese e aree geografiche⁸⁵.

83 Lo European Union Emissions Trading Scheme (EU ETS) è tra le più importanti misure dell'Unione Europea per la riduzione delle emissioni di gas a effetto serra nei settori industriali a maggior impatto sui cambiamenti climatici. In particolare, la direttiva 2003/87/CE (direttiva ETS, modificata da ultimo dalla direttiva UE 2018/410) ha imposto dal primo gennaio 2005 che gli impianti grandi emettitori della UE debbano essere autorizzati ad emettere gas serra e debbano compensare annualmente le proprie emissioni con quote acquistabili dai singoli operatori interessati (nell'ambito di aste pubbliche europee, ai sensi della Direttiva ETS) o a titolo gratuito). In Italia, il Comitato nazionale per la gestione della direttiva ETS e per la gestione delle attività di progetto del Protocollo di Kyoto è l'Autorità nazionale competente per l'attuazione dell'ETS.

84 Secondo il *Carbon Disclosure Project*, un'organizzazione internazionale attiva tra le altre cose anche nell'ambito della *disclosure* del prezzo interno delle emissioni di anidride carbonica, i gruppi interessati allo *shadow pricing* sono in costante aumento a livello globale, per vari motivi, tra cui gestire le possibili ripercussioni degli effetti ambientali della propria attività e prevenire il rischio che autorità pubbliche impongano prezzi 'esterni' penalizzanti, in assenza di iniziative private (si veda https://avieco.com/guides-reports/cdp/?gclid=Cj0KCCQjw38-DBhDpARIsADJ3kjlz8HTTrVRdi99tZB647bJbePFhxB4NT7ihqIVESVJN_mQWzh6WCo0EaAvuPEALw_wcB).

85 Lo *shadow price* di una tonnellata metrica di anidride carbonica varia da un valore medio di 18 dollari in Asia a 27 dollari in Europa, mentre i valori indicati come ottimali ai fini del raggiungimento degli obiettivi COP21 oscillano tra 40 e 100 dollari per tonnellata metrica, a seconda degli effetti esterni e quindi del tasso di sconto considerati (si veda Fan et al., 2021).

Alcuni autori evidenziano tuttavia l'opportunità di distinguere tra misure pubbliche e iniziative private. Bayer e Aklin (2020), ad esempio, stimano che tra il 2008 e il 2016 il Sistema UE ha permesso un risparmio di circa 1,2 miliardi di tonnellate di CO₂, ossia circa la metà dell'obiettivo che l'Unione si era prefissa nell'ambito dell'applicazione del Protocollo di Kyoto.

I rischi connessi alla transizione verso un'economia *green* spiegano l'attenzione crescente al tema delle maggiori banche centrali e delle Autorità di vigilanza che, nell'ambito di un network istituito nel 2017, hanno individuato una serie di raccomandazioni tese a mitigare l'impatto del *physical risk* e del *transitional risk* sul sistema finanziario e a definire linee guida per gli stress testing (NGFS, 2019). Alcune Banche centrali hanno stimato il *carbon risk* dei propri portafogli, sperimentando concretamente metriche e metodi analitici *forward-looking* (Battiston e Monasterolo, 2020).

La Commissione Europea è intervenuta per migliorare l'informazione disponibile con gli 'Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima'. La comunicazione integra le raccomandazioni della Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD), istituita dal Financial Stability Board, e fornisce alle imprese orientamenti coerenti con la Direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e con le suddette raccomandazioni. In particolare, le linee guida contengono una specifica appendice per le imprese appartenenti al settore finanziario al fine di aiutare banche e assicurazioni nella *disclosure* delle principali metriche e indicatori relativi al clima. Nel novembre 2020 la BCE ha infine rilasciato una 'Guida sui rischi climatici e ambientali' in cui specifica quali sono le sue aspettative sulla gestione di tali temi da parte delle banche vigilate. In particolare, l'aspettativa di vigilanza 13 specifica che la banca centrale europea si attende che gli enti applichino gli orientamenti sul clima della Commissione europea nel prossimo futuro.

Le due tipologie di rischio (fisico e di transizione) sono di fatto strettamente collegate: in assenza di misure a tutela dell'ambiente, gli operatori di mercato dovrebbero fronteggiare costi legati ai cambiamenti climatici sempre più incisivi; viceversa, interventi tesi a limitare le emissioni inquinanti possono comportare un aumento dei tassi di insolvenza delle imprese attive nei settori *carbon-intensive*. In altri termini, misure di decarbonizzazione generano rischi di transizione nel breve termine ma al contempo riducono il rischio fisico nel lungo periodo. Questo aspetto è stato tenuto in considerazione dalla BCE in un esercizio *top-down* di valutazione delle esposizioni dirette e indirette al rischio fisico e al rischio di transizione di circa 2 mila banche europee (pari a quasi tutti gli istituti di credito dell'Eurozona) e circa 4 milioni

di imprese a livello globale, su un orizzonte temporale di 30 anni e in corrispondenza di diversi scenari: quello di una transizione 'ordinata' a fronte di misure di contenimento dei cambiamenti climatici tempestive ed efficaci; quello in cui nessuna misura viene adottata; quello di una transizione 'disordinata' e imprevedibile dal mercato in cui le misure vengono introdotte in ritardo e in modo brusco. Le simulazioni della BCE mostrano che in ogni caso è preferibile il primo scenario, in quanto i costi associati alla transizione verso un'economia *low-carbon* (anche in termini di aumento dei tassi di insolvenza delle imprese e delle relative ripercussioni sulle banche) risultano nel lungo periodo inferiori ai costi legati a eventi climatici estremi (ECB, 2021)⁸⁶.

Con riferimento al caso italiano, una prima stima dell'esposizione dell'industria bancaria al rischio di transizione mostra che a fine 2018 il peso dei prestiti concessi alle imprese non finanziarie operanti in settori *high-carbon* sul totale oscilla (a seconda della metodologia utilizzata) tra il 37% e il 53% circa (ovvero tra il 10% e poco più del 14% del totale degli attivi; Faiella e Lavecchia, 2020)⁸⁷.

4 Gli ostacoli allo sviluppo della finanza sostenibile

Le dinamiche di mercato illustrate nel paragrafo precedente, pur fornendo un impulso significativo al passaggio dal paradigma della finanza 'tradizionale' al paradigma della finanza sostenibile non sono riuscite a superare gli attriti rivenienti dal cosiddetto ecosistema dell'informazione. In particolare, come evidenziato anche da numerose survey condotte da istituzioni pubbliche e private e rivolte a un'ampia platea di operatori di mercato, le maggiori criticità riguardano: l'assenza di una tassonomia condivisa per l'identificazione di attività, prodotti e servizi finanziari sostenibili (incluse espressioni come ESG o investimenti responsabili); la pubblicazione di informazioni insufficienti e/o non comparabili da parte delle imprese; l'opacità delle metodologie alla base di rating e scoring ESG, che si fondano su analisi *backward-looking* e non sempre colgono temi materiali per gli *stakeholders* che li usano; la mancanza di un dialogo soddisfacente tra imprese, investitori e *data providers*⁸⁸. Tutti gli operatori convergono verso la richiesta di maggiore trasparenza, accuratezza e standardizzazione dell'informazione sulle caratteristiche ESG delle attività economiche, dei prodotti e dei servizi finanziari.

86 I risultati di questo esercizio (definito *economy-wide climate stress test*) fornirà elementi utili per il *supervisory climate stress test* delle singole banche, pianificato per il 2022. Esercizi simili sono in corso di realizzazione presso diverse Banche centrali nell'area euro e a livello globale (ECB, 2021).

87 Gli autori evidenziano che, nel confronto con i maggiori paesi europei, in Italia l'impronta carbonica dei prestiti (ossia l'ammontare di emissioni di gas serra mediamente prodotto per ogni euro prestato a un'impresa di un certo settore) risulta tra le più basse dell'Eurozona.

88 Si veda, tra gli altri, European Commission (2020c), che con specifico riferimento alle criticità riferite dalle società evidenzia che: '*Based on the survey conducted for this report, companies spend an average of 316 days per year completing their own company sustainability reports and other disclosures, and an average of 155 days per year responding to and managing sustainability-related ratings and ranking providers. This would equate to approximately one full time employee equivalent for sustainability reporting and disclosures and half a full time employee equivalent to respond to requests from sustainability-related rating, data and research providers.*'

4.1 L'assenza di una definizione condivisa dei fattori ESG e delle attività sostenibili

Un ostacolo sempre più rilevante allo sviluppo della finanza sostenibile riguarda l'assenza di una tassonomia condivisa delle attività sostenibili e di una terminologia standardizzata in materia di investimenti sostenibili e prodotti ESG. Ciò corrisponde, a monte, all'assenza di una chiara definizione di cosa ricada nell'ambito dei fattori E, S e G. Il tema è particolarmente rilevante per il fattore S, il più inafferrabile della triade, essendo la categoria più generale, ampia, qualitativa, di lungo periodo e indefinita della sostenibilità: di fatto, in assenza di una tassonomia riconosciuta, è socialmente (e genericamente) sostenibile tutto ciò che è sostenibile ma non riguarda l'ambiente e la *governance* (Riquadro 11).

Riquadro 11

La valorizzazione del fattore social

Il fattore S si presenta di difficile misurazione e analisi, tanto da essere spesso connotato solo qualitativamente, a differenza del fattore E, per il quale con riferimento ai cambiamenti climatici si è giunti a quantificare un obiettivo comune di compromesso a livello internazionale, e del fattore G, per il quale è possibile individuare strumenti organizzativi e procedurali applicabili in modo standardizzato.

Le difficoltà di definizione e misurazione del fattore S sono riconducibili a diversi profili. Anzitutto, esso è strettamente correlato con il principio della responsabilità sociale dell'impresa e quindi con una moltitudine eterogenea di *stakeholders* permanenti, dalla comunità dei lavoratori a quella dei consumatori, dalla comunità locale a quella umana globale.

Il fattore S, inoltre, è quello che più risente delle diverse declinazioni dei principi etici in funzione del contesto culturale, economico e giuridico di riferimento. Per effetto della globalizzazione, infatti, le grandi imprese di frequente delocalizzano le attività produttive e utilizzano catene di fornitura in aree che soddisfano le istanze sociali (per esempio, diritti civili, diritti minimi dei lavoratori, lotta al lavoro minorile o alla discriminazione) in modo insufficiente e spesso non controllabile, compromettendo anche il rispetto di principi minimali, dati per acquisiti nelle legislazioni delle cosiddette economie avanzate. Tali circostanze espongono in misura crescente a rischi reputazionali e legali e a conseguenti sanzioni, da parte sia dei consumatori (boicottaggio) sia delle pubbliche autorità, che possono costituire un efficace disincentivo economico all'adozione di pratiche scorrette.

Infine, sebbene l'idea originaria dello sviluppo sostenibile desse uguale rilievo alle questioni sociali e a quelle ambientali, nel corso tempo l'emergenza climatica e le difficoltà concrete di misurazione e comparabilità dei profili relativi al fattore S hanno portato a dare priorità agli aspetti relativi al fattore E. Alcuni sostengono, infatti, che gli impatti sociali, essendo qualitativi e difficili da monetizzare, finiscono inevitabilmente per essere considerati marginali (per esempio, come valorizzare l'impennata degli affitti nelle zone dove hanno insediato i propri quartieri generali colossi come Google o Twitter?). Altri sottolineano che la sostenibilità relativa al fattore S non possa neanche essere concepita a livello globale fino a quando alcune condizioni sociali minime saranno così eterogenee nel mondo.

L'elaborazione concettuale relativa alla sostenibilità sociale, dovendo considerare tutti gli *stakeholders*, incontra ostacoli applicativi molto difficili da superare. Le istanze sociali sono rimaste quindi confinate ai gesti di liberalità degli imprenditori, a strumenti associativi 'di nicchia' (terzo settore ovvero ONG, cooperative, ecc.), all'intervento di soggetti pubblici pressati da emergenze sociali contingenti.

La priorità acquisita dal fattore climatico e, in parte, dal fattore *governance*, può essere comunque considerata una via di uscita pragmatica a una difficoltà di sistematizzazione unitaria, teorica e pratica, di tutti gli elementi costitutivi del concetto di sviluppo socialmente sostenibile.

Il fattore S evoca, come detto, la nozione di responsabilità sociale d'impresa (di cui al paragrafo 3.1) che nasce dalle istanze sociali delle comunità coinvolte nell'attività economica, prima di tutte quella dei lavoratori rispetto alle condizioni di lavoro. Tali istanze hanno nel tempo generato corpose normative a tutela del lavoro attraverso obblighi, divieti e standard imposti alle imprese. Una volta acquisiti stabilmente alcuni diritti fondamentali per il lavoratore, è venuta meno la tensione a continuare l'identificazione dei parametri e dei sistemi di valutazione dell'impatto sociale dell'attività di impresa.

Tale tensione è stata ritrovata negli anni 2000. Nell'agenda UE, la CSR è entrata a pieno titolo nel Consiglio Europeo di Lisbona del 2000 e poi con il Green Paper *Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility* del 2001, con il quale si annuncia l'obiettivo dello sviluppo sostenibile, sociale ed economico; oltre a creare valore per gli azionisti, l'impresa deve conservare nel tempo il capitale ambientale, sociale e umano, grazie all'ottimizzazione delle risorse.

La già menzionata Agenda 2030 del 2015 ha inoltre stabilito un nuovo framework, che abbraccia tutti i pilastri della sostenibilità (ambientale, sociale, economico e di *governance*) e li riprende nei 17 obiettivi di sviluppo sostenibile.

Nel 2016 la Commissione Europea ha richiamato, nella Comunicazione del 22 novembre, i 17 obiettivi ONU come riferimento per tutte le azioni e le iniziative future⁸⁹. Infine, il già ricordato Piano d'Azione europeo per finanziare una crescita sostenibile prevede di cominciare ad affrontare l'emergenza climatica per poi proseguire con gli obiettivi sociali. Tale estensione è già stata avviata dalla Piattaforma sulla finanza sostenibile, che in materia dovrà fornire un parere alla Commissione europea⁹⁰.

I fattori sociali come suggeriti dall'Agenda 2030 hanno una dimensione interna e una esterna all'impresa. La dimensione interna riguarda, ad esempio, la gestione delle risorse umane (uguaglianza e pratiche non discriminatorie, istruzione e formazione, orario di lavoro, sicurezza sul posto di lavoro, lotta alla disoccupazione) e le ristrutturazioni aziendali (attenuazione delle loro conseguenze sociali e locali e protezione dei diritti dei lavoratori). La dimensione esterna può riguardare: le comunità locali (ovvero il supporto a iniziative a sostegno delle fasce deboli, la valorizzazione di partnership locali, progetti di welfare per famiglie e comunità locali, iniziative di aggregazione sportive o culturali); le comunità costituite dai partner commerciali, ovvero fornitori e consumatori (rileva in quest'ambito la tutela della salute dei clienti e il rispetto dei loro criteri etici, l'applicazione di codici di condotta a tutti i livelli della catena organizzativa e produttiva, ecc.); la comunità universale (ovvero il rispetto dei diritti dell'uomo e gli stessi impatti ambientali).

Da quanto detto, emerge come anche i temi ambientali e di *governance* abbiano per l'impresa una dimensione sociale. I fattori E e G sono quindi essi stessi componenti del fattore S ai quali è stata attribuita, con ragionevole pragmatismo, autonoma rilevanza perché prioritari nell'agenda internazionale (ad es., riduzione delle emissioni di CO₂) ovvero per la facilità della loro formulazione (ad es., quote di genere negli organi di amministrazione e controllo delle società o lotta alla corruzione).

Per gli emittenti è in concreto molto difficile operare a causa della frammentazione del framework di riferimento, cui si aggiungono le difficoltà peculiari dei fattori *social*, spesso privi di parametri quantitativi. È dunque indispensabile sviluppare metriche e standard di *disclosure* armonizzati, come sottolineato da più parti⁹¹. Diverse organizzazioni internazionali stanno elabo-

89 L'Italia ha successivamente definito una coerente Strategia Nazionale per lo Sviluppo Sostenibile 2017-2030, approvata dal CIPE il 22 dicembre 2017.

90 Si veda EU Taxonomy Platform, Social Taxonomy Outreach, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/finance-events-210226-presentation-social-taxonomy_en.pdf.

91 Accountancy Europe (2019), nel rilevare che il proliferare di iniziative eterogenee e non coordinate sulla *disclosure* non finanziaria 'sta generando confusione e aumentando le potenzialità di *greenwashing*', propone l'istituzione di uno standard setter globale che affianchi lo IASB in un sistema di *governance* complessivo per il reporting aziendale.

rando metriche per il fattore S. In generale si distinguono metriche *core* e metriche *expanded*: le prime sono di norma oggetto di reportistiche già più o meno standardizzate, riguardano fattori interni all'impresa e sono quindi di facile reperibilità; le seconde richiedono invece un impegno e costi aggiuntivi di acquisizione ed elaborazione di dati spesso non standardizzati e vengono tendenzialmente selezionate solo in funzione della loro materialità⁹².

Con riferimento alla definizione di investimento sostenibile, se si eccettuano singole iniziative nazionali⁹³ e l'impegno dell'Unione europea, esposto in dettaglio al paragrafo 5, nel contesto internazionale l'identificazione delle attività e degli investimenti sostenibili rimane affidata all'iniziativa di associazioni e network privati e/o sostenuti da organizzazioni sovranazionali, basati sull'adesione volontaria da parte degli attori di mercato.

Ad esempio, è cresciuta l'offerta di fondi e obbligazioni la cui etichetta ESG è frutto di valutazioni spesso incoerenti tra loro: IMF (2019) mostra che solo il 37% dei fondi classificabili come etici secondo Lipper sono sostenibili anche secondo Bloomberg. Un'evidenza simile emerge anche per le obbligazioni legate al finanziamento di attività sostenibili, che hanno conosciuto una crescita significativa negli

L'obiettivo è quello di armonizzare i vari standard di *disclosure* non finanziaria, mettendoli in relazione con quelli finanziari. Al World Economic Forum di Davos 2020, inoltre, è stata presentata una proposta dell'International Business Council (2020) e realizzata insieme alle big four della consulenza (KPMG, PwC, EY, Deloitte), tesa a integrare le metriche non finanziarie esistenti in un framework 'sistemico'. In particolare, la proposta mira a creare una prima griglia quantitativa per tutti gli obiettivi ONU, compresi quelli sociali, coniugando i fattori ESG provvisti del requisito della materialità. Per ogni obiettivo ONU vengono identificati sotto-temi, metriche e disclosure e il riferimento allo standard o principio internazionale già esistente (GRI – SASB – IAS – OCSE). Vi sono poi criteri di selezione e di priorità in funzione del business dell'impresa.

- 92 Per fare alcuni esempi, correlati all'obiettivo Social Dignity and Equality Gender, l'International Business Council ha elaborato le seguenti metriche base: uguaglianza nelle remunerazioni come rapporto percentuale tra salario base degli uomini e delle donne per ciascuna categoria di lavoratori (riferimento GRI 405-2); rapporto percentuale per categoria di lavoratori per sesso ed età (riferimento GRI 406-1); numero e percentuale di operazioni e fornitori che hanno avuto incidenti relativi all'utilizzo di lavoro minorile (riferimento GRI 408, 409). Ciascun parametro viene poi espanso utilizzando indicatori specifici e consolidati in letteratura o nella prassi. Ad esempio, sempre per Dignity and Equality, la società dovrà fornire: il numero degli incidenti per molestie sessuali o pratiche discriminatorie e le perdite conseguenti dovute ad azioni legali (riferimenti GRI 406-1, SASB FB-FR-310); la percentuale di fornitori che non hanno buone prassi nelle relazioni sindacali (SASB CN0401-17, GRI 407, WDI 7.2); il rapporto tra salario e reddito minimo nei paesi nei quali la società opera (MIT Living Wage Tool, EPIC Report); il numero degli esposti e delle denunce ricevute per violazione dei diritti umani e il relativo impatto economico (UN Guiding Principles Reporting Index, GRI WDI 7.5).
- 93 In Francia sono state introdotte due etichette pubbliche: il marchio SRI dedicato agli investimenti socialmente responsabili e il marchio Greenfin per i fondi ambientali impegnati nella transizione ecologica ed energetica. Nel Belgio è disponibile un'etichetta denominata Towards Sustainability, sviluppata dalla federazione finanziaria Febelfin e rilasciata dal Forum Ethibel in collaborazione con le università attive nel campo della sostenibilità. Nel Lussemburgo l'associazione internazionale indipendente Luxembourg Finance Labelling Agency ha lanciato la sua etichetta LuxFLAGò. Nei Paesi del nord Europa è disponibile il marchio Nordic Swan Ecolabel, relativo a tutta l'economia sostenibile e non specificatamente al risparmio gestito.

ultimi anni⁹⁴. In tempi recenti, si è assistito a una proliferazione di tipologie di obbligazioni ESG, identificate da altrettante etichette, senza che a ciò corrispondesse l'affermazione di una classificazione omogenea e condivisa dagli operatori di mercato. Tra gli standard più diffusi si ricordano quelli di Climate Bonds Initiative, una delle maggiori organizzazioni *not-for-profit* internazionali che raccoglie e gestisce dati sui *green bonds* a livello globale⁹⁵. Queste circostanze rendono difficile la comparazione tra più prodotti qualificati come sostenibili e aumentano i rischi reputazionali e di *greenwashing*.

Infine, la difficoltà di misurare l'impatto ESG della gestione di portafoglio, a fronte della già ricordata proliferazione e frammentazione dei benchmark offerti da operatori di mercato (paragrafo 3.2), rappresenta un'ulteriore criticità di cui il legislatore europeo ha tenuto conto (insieme alle altre) nel Piano di azione per la finanza sostenibile, come si vedrà diffusamente al paragrafo 5.

4.2 La bassa standardizzazione dell'informazione sulla sostenibilità prodotta dalle imprese

Un secondo profilo di criticità afferisce alla standardizzazione dell'informazione resa dalle società, che a più riprese viene invocata dagli investitori e in generale dall'industria⁹⁶, per la misurazione delle performance ESG e per il conseguente utilizzo nella selezione degli investimenti (Eccles et al., 2017; EUROSIF, 2016).

In assenza di approcci e standard di rendicontazione predefiniti, è remota la possibilità che il mercato converga spontaneamente verso una *disclosure* non finanziaria scevra dai limiti menzionati poc'anzi. Gli stessi emittenti di prodotti e strumenti ESG possono non avere incentivi a rendere pubblica l'informazione non finanziaria e a seguire standard più rigorosi se i benefici percepiti non sono immediati e tali da controbilanciare i costi e mitigare i rischi reputazionali (Riquadro 12).

94 Ad agosto 2019 le consistenze risultavano pari a 590 miliardi di dollari a fronte dei 78 nel 2015 (IMF, 2019). L'incremento, trainato soprattutto dai cosiddetti *green bonds* e dagli emittenti europei, secondo alcuni analisti potrebbe conoscere un rinnovato impulso a seguito della pandemia da Covid-19. Si veda, in particolare, Goldman Sees Pandemic Spurring Growth in ESG Bond Issuance, a cura di David Caleb Mutua, 20 August 2020, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-08-20/goldman-sees-pandemic-spurring-growth-in-esg-bond-issuance?srnd=green-finance&ref=5U0bp1DI>.

95 In particolare, CBI utilizza una propria tassonomia, la Climate Bond Taxonomy, richiamata nel proprio Climate Bonds Standard (utilizzato dagli emittenti che desiderano avere la certificazione CBI per i propri *green bonds*), a sua volta allineato ai Green Bond Principles (GBP) dell'ICMA. Lo strumento di classificazione di CBI identifica otto settori caratterizzati da un'economia a bassa emissione di carbonio: energia, costruzioni, trasporti, acqua, rifiuti, attività *nature-based*, industria e Information Technology. I GBP sono linee guida tese a garantire la trasparenza e la divulgazione di informazioni inerenti ai *green bonds*. Costano di quattro componenti fondamentali: utilizzo dei proventi; processo di valutazione e selezione del progetto; gestione dei proventi; attività di *reporting*. Agli emittenti è inoltre raccomandato di nominare uno o più revisori esterni per confermare l'allineamento del proprio bond o programma di bond con le quattro componenti fondamentali dei GBP menzionate poc'anzi.

96 Si veda, ad esempio, *Corporate Sustainability Reporting Is Growing Up. Larry Fink's now famous letter seems to have made a difference*, a cura di Emily Chasan, 19 August 2020, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-08-19/corporate-sustainability-reporting-is-growing-up-green-insight?srnd=premium-europe&ref=5U0bp1DI>.

Riquadro 12

Il valore della disclosure non finanziaria

Il *non-financial reporting* è un fenomeno in crescita in ambito globale, anche su impulso di interventi normativi mirati: Stolowy e Paugam (2018), tra gli altri, documentano per il periodo 2002-2015 una significativa espansione del *reporting* relativo a tematiche di sostenibilità o di *corporate social responsibility* sia negli Stati Uniti sia in Europa e approfondiscono il caso del Sud Africa che, tra il 2006 e il 2016, ha registrato un aumento del numero di società che pubblicano un report non finanziario nonché un ampliamento del novero di informazioni fornite.

A fronte di tale andamento, il livello di diffusione e la qualità della *disclosure* rimangono disomogenei tra aree (IMF, 2019). La pluralità di standard utilizzati nella realizzazione del *non-financial reporting* e la mancanza di condivisione degli stessi creano criticità sul piano della comparabilità delle informazioni (nel tempo, per uno stesso emittente e tra emittenti diversi), che possono pregiudicarne la fruibilità da parte degli investitori. È quanto evidenziato, ad esempio, da Hoffmann et al. (2018), che sottolineano la presenza di differenze in termini di qualità e dettaglio dell'informazione e nella realizzazione dei documenti di sostenibilità.

Le criticità legate all'assenza di uno standard sono finora rimaste irrisolte anche in ambito europeo, dove la Direttiva 2014/95/EU (NFRD) non affronta questo tema, lasciando al contempo numerosi elementi di opzionalità per le imprese e per gli Stati membri. Sierra-Garcia et al. (2018), in uno studio sull'applicazione della Direttiva da parte delle società quotate spagnole dell'IBEX-351, hanno verificato disomogeneità nella *disclosure* tra settori di attività evidenziando al contempo un maggiore livello di trasparenza tra le imprese che forniscono le informazioni non finanziarie nel bilancio di sostenibilità. Con riferimento ai Paesi Bassi, uno studio dell'AFM ha esaminato i report sulle informazioni di carattere non finanziario pubblicati per la prima volta dalle 89 società tenute ai sensi della normativa europea, rilevando aree di miglioramento rispetto alla comparabilità e al grado di dettaglio della descrizione delle politiche relative alla diversità e agli esiti della relativa applicazione.

Un certo grado di eterogeneità nella *disclosure* si riscontra anche a seconda delle aree tematiche: il confronto tra l'informativa non finanziaria pubblicata nel biennio 2017-2018 dalle società tedesche, austriache e svedesi ai sensi della Direttiva europea lascia emergere che gli aspetti relativi alla parità di genere sono solitamente riportati in modo soddisfacente, mentre i profili attinenti all'ambiente e ai diritti umani sono spesso caratterizzate da una

scarsa trasparenza⁹⁷.

Alcuni studi hanno approfondito l'impatto del *non-financial reporting* sul valore dell'impresa. Ioannis e Serafeim (2017) analizzano gli effetti dell'applicazione degli obblighi normativi vigenti in Cina, Danimarca, Malesia e Sud Africa e mostrano che l'aumento della trasparenza sui temi ESG, favorito anche dagli interventi regolatori, si associa a un incremento del valore dell'impresa (misurato con la Q di Tobin).

Tale risultato sarebbe avvalorato anche da altre ricerche. Con riferimento alle imprese quotate appartenenti al FTSE 350 nel periodo 2004-2013, Li et al. (2018) verificano che una maggiore trasparenza (misurata attraverso l'ESG *disclosure score* di Bloomberg) ha effetti positivi sul valore delle società (misurato dalla Q di Tobin), aumentando la fiducia da parte degli *stakeholders*.

Poroy Arsoy et al. (2014), facendo riferimento all'esercizio 2012 e prendendo in considerazione le società quotate sulla Borsa di Istanbul appartenenti all'indice BIST100, riscontrano una correlazione positiva tra gli indicatori di performance finanziaria (quali ROA e ROE) e la *disclosure* non finanziaria.

Nell'ambito dell'informativa di carattere non finanziario sembra assumere un ruolo particolarmente rilevante il *reporting* integrato. Eccles e Serafeim (2014) ne mettono in evidenza il valore aggiunto come elemento di innesco della doppia funzione della *corporate disclosure* sul piano dell'informazione e della trasformazione. Quest'ultima trae impulso dall'attivismo degli utilizzatori dell'informazione, che agiscono laddove emerge l'opportunità di influenzare la condotta aziendale a proprio vantaggio e, potenzialmente, a beneficio anche dell'impresa. Nello stesso tempo, il *reporting* di sostenibilità può avere effetti sul processo decisionale aziendale, determinando così una trasformazione interna indipendente dall'*engagement* degli *stakeholders* esterni.

Alcune ricerche relative al contesto sudafricano, in particolare alle società quotate tenute all'adozione dell'*integrated reporting*, sembrano confermare il valore della duplice funzione dell'approccio integrato. Baboukardos e Rimmel (2016) e Lee e Yeo (2016) trovano un'associazione positiva tra la valutazione aziendale e la pubblicazione di un report integrato, mentre Barth et al. (2017) mostrano che al crescere della qualità dei report aumenta l'efficienza degli investimenti aziendali.

97 Si veda *CSR Reporting Under EU Law is Highest for Gender and Lowest for Human Rights Matters, Study Reveals*, <https://www.ipoint-systems.com/newsroom/news-detail/csr-reporting-under-eu-law-is-highest-for-gender-and-lowest-for-human-rights-matters-study-reveals/>.

Di recente, tuttavia, sono state avviate iniziative da parte dei principali attori di mercato volte all'individuazione di uno standard unico. In un documento pubblicato nel settembre 2020, le cinque organizzazioni internazionali che si occupano di standard ESG (CDP; *Climate Disclosure Standards Board* - CDSB; *Global Reporting Initiative* - GRI; *International Integrated Reporting Council* - IIRC; *Sustainability Accounting Standards Board* - SASB) si impegnano a lavorare insieme con gli attori chiave (quali IOSCO, IFRS, la Commissione europea e l'*International Business Council* del *World Economic Forum*) e propongono l'integrazione tra gli standard ESG esistenti e i principi di contabilità finanziaria generalmente accettati come base di un sistema di rendicontazione aziendale coerente e completo⁹⁸. I cinque standard setter promotori dell'iniziativa dichiarano di accogliere il concetto di *dynamic materiality*⁹⁹, in linea con la posizione condivisa anche dal *World Economic Forum* e dallo IOSCO, dato che nell'ambito della continua e rapida evoluzione del contesto socio-economico attuale i temi ESG sui quali gli *stakeholders* necessitano di informazioni sono strutturalmente soggetti a cambiamento¹⁰⁰. Tale iniziativa ha creato le condizioni per un intervento della IFRS Foundation, che nel settembre 2020 ha avviato una pubblica consultazione in cui si propone come possibile ideale candidato per lavorare sugli standard sulle informazioni non finanziarie. Nel documento si vaglia l'ipotesi di costituire un *International Sustainability Standards Board* (ISSB) che dovrebbe agire come *standard-setter* in ambito non finanziario sulla base delle iniziative esistenti.

Un contributo al dibattito è stato fornito anche dalla IOSCO, tramite la Sustainable Finance Task Force (STF) costituita nel febbraio 2020 e sulla base delle analisi effettuate sull'informativa non finanziaria diffusa da parte degli emittenti e degli *asset managers* nei diversi ordinamenti e del confronto con gli *stakeholders*¹⁰¹. Il *Report on Sustainability-related Issuer Disclosures* della Task Force (di prossima pubblicazione) mette in evidenza la forte domanda di standard di rendicontazione ESG omogenei a livello globale da parte di coloro che pubblicano le informazioni e da parte degli utilizzatori finali. Al fine di promuovere la convergenza verso standard comuni, la IOSCO supporta il progetto della IFRS Foundation e, per il successo

98 Si veda il Joint Statement: Working Together Towards Comprehensive Corporate Reporting, 11 September 2020; <https://integratedreporting.org/news/joint-statement-working-together-towards-comprehensive-corporate-reporting/>.

99 Si veda Truvalue Labs, Dynamic Materiality: Measuring what Matters, 2020; <https://insights.truvaluelabs.com/white-paper/dynamic-materiality-download>.

100 Diversamente dagli standard setter citati, l'Unione Europea ha scelto di perseguire l'obiettivo della doppia materialità delle informazioni ESG. In base alla già ricordata Direttiva 2014/95/UE (Non-Financial Reporting Directive o NFRD), di cui si dirà a breve, le imprese devono comunicare le informazioni non finanziarie *'in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività'*. Il riferimento all'andamento dell'impresa e della sua situazione è l'aspetto di interesse degli investitori e va inteso quale potenziale conseguenza economico-patrimoniale, mentre il richiamo all'impatto delle attività dell'impresa interessa maggiormente i cittadini, i consumatori, i dipendenti, i partner commerciali, le comunità, le organizzazioni della società civile e tutte le altre categorie di *stakeholders*. La doppia-materialità risulta quindi essere un concetto ampio, che include altre definizioni quali la materialità finanziaria o dinamica. Tale posizione è stata ribadita nella Comunicazione della Commissione: *Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima*, del giugno 2019.

101 Nel corso dei lavori della STF si sono svolte attività di confronto con gli *stakeholders* (anche in collaborazione con il World Economic Forum), alle quali hanno partecipato, tra gli altri, emittenti, *asset managers*, società di revisione e organizzazioni attive nell'ambito del reporting, incluso lo *European Financial Reporting Advisory Group* - EFRAG.

dell'iniziativa: (i) ritiene necessario un robusto sistema di *governance*¹⁰²; (ii) punta a valorizzare le iniziative di reporting di sostenibilità già attive; (iii) propone di procedere con un approccio *building block*, di cui i futuri standard ISSB possano costituire il 'blocco di partenza' su cui basare la convergenza globale. Il blocco di partenza sarebbe completato da altri standard applicabili, che possono essere specifici per talune giurisdizioni e tenere in considerazione impatti di sostenibilità più ampi.

In ambito europeo, la già ricordata direttiva 2014/95/UE (*Non-Financial Reporting Directive* o NFRD), recepita in Italia con il d.lgs. 254/2016, contiene numerosi elementi di opzionalità per le imprese o gli Stati membri anche per quanto riguarda gli standard utilizzabili per il reporting (che possono essere nazionali, UE o internazionali), il documento in cui fornire le informazioni (relazione sulla gestione o relazione distinta), il tipo di controlli esterni (mero controllo dell'avvenuta presentazione della dichiarazione da parte del revisore o verifica delle informazioni in essa contenute ad opera di un *independent assurance services provider*). Ciò è in linea con l'approccio *principle based* e di armonizzazione minima della NFRD che, come noto, impone agli EIP (società quotate, banche e assicurazioni) di grandi dimensioni di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario contenente informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione, per quanto necessario alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività.

Nel 2017, ai sensi dell'art. 2 della NFRD, la Commissione europea ha pubblicato una 'Comunicazione sulle informazioni di carattere non finanziario', integrata nel 2019 dagli 'Orientamenti sulle informazioni relative al clima'¹⁰³.

Nel frattempo, il *Fitness check on the EU framework for public reporting by companies*, realizzato nel 2018, ha rivelato la necessità di rivedere l'impianto della NFRD, nella direzione di una riduzione delle opzionalità. L'applicazione eterogenea della normativa nei vari paesi membri, infatti, indebolisce la realizzazione degli obiettivi della normativa stessa (Bold, 2017; CSR Europe e GRI, 2017). Tale posizione è stata ribadita dall'ESMA in occasione della consultazione sulla revisione degli Orientamenti della Commissione europea per un maggiore allineamento alle raccomandazioni della *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* istituita dal

102 Compito dello ISSB sarebbe quello di supportare i prototipi di standard in linea con l'approccio adottato dall'*International Accounting Standard Board* (IASB) per i principi contabili internazionali.

103 In estrema sintesi, tale supplemento ha integrato l'informativa di carattere ambientale prevista dalla direttiva (UE) n. 2014/95/UE, specificando: in che modo il modello aziendale è influenzato dai rischi e dalle opportunità legate al clima; quali sono le politiche della società legate al clima e gli obiettivi ambientali perseguiti, con particolare riferimento all'emissione di gas ad effetto serra e agli obiettivi nazionali e internazionali; quali sono gli effetti delle politiche e dell'attività dell'impresa sul clima rispetto agli indicatori utilizzati e agli obiettivi definiti per gestire i rischi legati al clima; quali sono i processi definiti dalla società per individuare i rischi climatici di breve, medio e lungo periodo; in che modo gli indicatori fondamentali di prestazione sono utilizzati in relazione al clima. A tale proposito, l'informativa relativa ai prodotti e ai servizi è integrata con l'indicazione della percentuale del fatturato che proviene da prodotti e servizi associati ad attività che rispettano i criteri di sostenibilità, contribuendo alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento agli stessi come enunciato nel Regolamento Tassonomia (di cui al paragrafo 5), mentre l'informativa relativa alla finanza verde è integrata con l'indicazione della quota di obbligazioni verdi, ossia dell'importo totale delle obbligazioni verdi in essere a fine esercizio diviso per l'importo totale (media mobile a cinque anni) delle obbligazioni in essere.

Financial Stability Board (FSB)¹⁰⁴ e nell'ambito del Rapporto in tema di *undue short-termism*, pubblicato a esito di un'indagine condotta su mandato della Commissione europea¹⁰⁵.

Nel 2020 la Commissione europea ha avviato la revisione della NFRD con l'obiettivo di porre rimedio ai limiti della disciplina e di soddisfare la crescente esigenza di informazioni ESG manifestata dalla comunità finanziaria. L'iniziativa è peraltro in linea con il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, che verrà esaminato nel paragrafo 5.

Sempre nel 2020, infine, la Commissione europea ha conferito allo *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) il mandato di avviare i lavori preparatori per la definizione di uno standard di rendicontazione non finanziaria a partire dalle *best practice* dei framework attuali (per dettagli si veda il paragrafo 5 e l'Appendice). L'8 marzo 2021 l'EFRAG ha pubblicato due rapporti, in cui, tra le altre cose, viene riconosciuta l'importanza di coordinare lo sviluppo degli standard di rendicontazione non finanziaria europei con le iniziative in corso a livello globale.

4.3 Le criticità relative all'informazione derivata sulla sostenibilità

Le criticità relative alla standardizzazione e alla potenziale incompletezza dell'informazione ESG diffusa dagli emittenti, di cui al paragrafo precedente, si ripropongono anche nell'ambito della produzione di score e rating di sostenibilità. Informazioni e approcci utilizzati dai vari *providers* (oltre a essere talvolta poco trasparenti) differiscono in modo sostanziale tra loro, tanto da generare valutazioni connotate da un livello di correlazione basso e comunque di gran lunga inferiore a quello rilevato tra valutazioni del merito di credito¹⁰⁶. Berg et al. (2020) trovano che il 50% delle divergenze di valutazione riferibili a cinque grandi operatori del settore si spiegano alla luce degli indicatori ESG considerati, della relativa misurazione e del peso attribuito loro.

Non è chiaro se e in quale misura tale divergenza si associ al valore di mercato delle imprese assistite da rating e score ESG. IMF (2019) mostra che la correlazione tra le valutazioni ESG e i corsi azionari è in molti casi estremamente bassa o nulla. Gibson et al. (2020) trovano invece che al crescere della divergenza tra le valutazioni ESG aumentano i rendimenti di mercato, suggerendo un possibile impatto negativo in termini di aumento del costo del capitale per le imprese.

Score e rating ESG si connotano, inoltre, per alcune distorsioni che possono minarne l'affidabilità¹⁰⁷. Una prima criticità riguarda il cosiddetto *size bias*, per

104 Si veda <https://www.esma.europa.eu/document/esmas-response-ec-consultation-non-binding-guidelines-reporting-non-financial-information>.

105 Si veda <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-proposes-strengthened-rules-address-undue-short-termism-in-securities>.

106 In particolare, la correlazione è più elevata per le valutazioni relative al fattore E mentre è più bassa per quelle relative al fattore G (Gibson et al., 2019; SSGA, 2019; Berg et al., 2020).

107 Si veda <https://www.nnp.com/it-IT/institutional/insights/rating-esg-amici-o-nemici>.

effetto del quale le società più grandi, che dispongono di maggiori risorse da dedicare a politiche e attività ESG, registrano mediamente valutazioni migliori, anche se secondo alcuni operatori di mercato ciò non riflette necessariamente una maggiore attenzione ai profili ambientali o sociali. In secondo luogo, rating e punteggi ESG sono calcolati in relazione al settore di appartenenza, limitandosi quindi a individuare il posizionamento dell'impresa rispetto ai suoi *peers*: nella prassi, ciò può tradursi in società con valutazioni superiori alla media di mercato anche se attive in settori poco sostenibili, come quello delle armi o dell'energia tradizionale. Le valutazioni ESG, infine, vengono aggiornate con una frequenza molto bassa; sebbene ciò rifletta le dinamiche dei dati relativi ai fattori ESG, c'è il rischio che le stesse non incorporino in modo tempestivo variazioni importanti nei modelli di *business* e nella considerazione dei fattori ESG da parte delle imprese. Per mitigare questo rischio, comincia a diffondersi l'uso di nuove tecnologie, quali *big data analytics* e intelligenza artificiale, che consentono di elaborare grandi quantità di dati e notizie di varia origine e tipologia e che possono favorire aggiornamenti più tempestivi delle valutazioni.

Il dibattito istituzionale su scoring e rating ESG è intenso. L'ESMA, nella risposta alla consultazione della Commissione europea sulla *Renewed sustainable finance strategy* (di cui al paragrafo 5), ha sottolineato l'esigenza di adottare misure appropriate in grado di affrontare le criticità derivanti da incoerenza tra valutazioni di *providers* differenti, mancanza di trasparenza circa i dati e le metodologie utilizzati e assenza di chiarezza circa valutazioni che spesso riguardano il modello di *business* piuttosto che le caratteristiche di singoli progetti e prodotti¹⁰⁸.

4.4 Il *trade-off* percepito tra performance ESG e rendimento finanziario e il dovere fiduciario degli *asset managers*

Un'ulteriore barriera allo sviluppo degli investimenti sostenibili e responsabili è riconducibile a due profili: da un lato la percezione dell'esistenza di un *trade-off* tra performance ESG e rendimento finanziario, anche a causa dei maggiori costi associati a strategie di investimento più attive e attente alla sostenibilità; dall'altro, la (conseguente) possibilità che l'esistenza del suddetto *trade-off* comporti una violazione del dovere fiduciario degli *asset managers* verso i beneficiari dell'investimento (Eccles et al., 2017).

Con riguardo al primo punto, alcune analisi mostrerebbero che investire secondo le già menzionate strategie ESG (si veda il paragrafo 3.2) non implica necessariamente una rinuncia alla performance finanziaria, potendo al contrario valere una relazione positiva nel medio-lungo termine. Alcuni studi, in particolare, indicano che le società più sostenibili sono anche meno rischiose (El Goul et al., 2011; Sassen et al., 2016; Chen et al., 2018), supportando quindi l'ipotesi che strategie di investimento attive e in grado di indirizzare le politiche aziendali verso una maggiore considerazione dei valori ESG possano soddisfare simultaneamente obiettivi di performance

¹⁰⁸ La necessità di introdurre specifiche *due diligence rules on the supply chain* è stata indagata anche dalla Commissione europea in due documenti di consultazione del mercato, in particolare nella già ricordata Sustainable Corporate Governance Initiative di fine ottobre 2020 (per maggiori dettagli si veda l'Appendice).

ESG e di performance finanziarie, a patto che i costi delle strategie siano più che compensati dalla riduzione del rischio¹⁰⁹.

Con riguardo al secondo punto, la compatibilità, sul piano giuridico, dell'integrazione di criteri ESG nell'attività di investimento con il perseguimento degli interessi dei propri clienti è stata oggetto di svariate analisi dottrinali e istituzionali¹¹⁰. A livello globale, pur assumendo la nozione di *fiduciary duty* contenuti variabili nel tempo e nei vari ordinamenti giuridici, il *Freshfields Report* del 2005 rappresenta un punto di svolta nel dibattito. Lo studio, commissionato dalle Nazioni Unite nell'ambito della medesima iniziativa che ha dato poi luogo all'adozione dei PRI nel 2006, afferma chiaramente che l'integrazione di fattori ESG è da considerarsi compatibile con il dovere di gestire il patrimonio nell'interesse degli investitori alla massimizzazione dell'investimento, in almeno tre circostanze: *i)* se i fattori ESG rappresentano il *tie-breaker* tra investimenti perfettamente alternativi sul piano finanziario; *ii)* se i fattori ESG sono rilevanti (*material*) sulla performance finanziaria; *iii)* se i fattori ESG sono rilevanti per tutti gli investitori anche a costo di perdite sul piano della performance finanziaria.

Il dibattito è stato successivamente influenzato dagli impatti della crisi finanziaria del 2007-2009, che ha imposto in tempi rapidi un ripensamento delle prassi di investimento in modo da indirizzare le attività finanziarie alla massimizzazione dei rendimenti aggiustati per il rischio in una prospettiva di lungo periodo. In una visione *long term*, infatti, la considerazione dei temi non finanziari risulta utile sia nella valutazione degli impatti dei rischi e delle prospettive di rendimento finanziario sia nella corretta considerazione degli interessi dei beneficiari finali attuali e potenziali¹¹¹.

Il Rapporto di PRI, UNEP FI e UN Global Compact del 2015, *Fiduciary duty in the 21st Century*, che intende offrire considerazioni conclusive sul dibattito in esame, arriva ad affermare che la mancata considerazione dei fattori che incidono sul rendimento dell'investimento nel lungo periodo, tra i quali sono da includere le questioni ambientali, sociali e di *governance*, rappresenta una violazione dei doveri fiduciari dei gestori di attivi e degli investitori istituzionali¹¹².

109 Si veda anche Taliento et al. (2019) e Giudici e Bonaventura (2018), che con riguardo a un campione di imprese europee di grandi dimensioni e quotate su mercati regolamentati trovano che l'attenzione alle questioni sociali e alla difesa dell'ambiente unitamente a un solido governo societario possono facilitare la creazione di valore in senso ampio. Ioannou Et Serafeim (2019) trovano una correlazione positiva solo nel caso in cui la considerazione dei fattori ESG si inquadri in una visione strategica di lungo periodo; viceversa non emerge alcun impatto nel caso in cui essa sia il frutto di una mera emulazione dei concorrenti.

110 Per un'utile e completa ricostruzione del dibattito sulla compatibilità dei fattori ESG con i *fiduciary duties* degli investitori professionali, si veda OECD (2017b).

111 Elaborazioni ulteriori, volte a declinare la definizione degli interessi di lungo periodo degli investitori nella nozione dei *fiduciary duties*, si spingono a considerare il complesso degli interessi degli investitori quali soggetti inseriti e partecipi della vita sociale. Nella prospettiva del cosiddetto *universal owner*, gli investitori istituzionali sono *steward* degli interessi dell'intera collettività, interessi generali e di lungo periodo che trascendono il puro ritorno finanziario dell'investimento e per questo destinatari di maggiori oneri regolamentari volti ad assicurare l'allineamento delle loro scelte di investimento con gli interessi di lungo periodo dei beneficiari finali. In questo senso, ad esempio, Moslein e Sorensen (2018).

112 Al Report del 2015, la UNEP FI, PRI e The Generous Foundation hanno fatto seguire l'avvio di un programma pluriennale volto a chiarire obblighi e doveri degli investitori istituzionali in relazione all'integrazione delle pratiche ESG nel processo decisionale e a collaborare con investitori, governi e *policymakers* internazionali su tre obiettivi

Nel contesto europeo, il dibattito dottrinale può considerarsi ormai superato alla luce delle recenti e già menzionate novità normative recate, in particolare, da SHRD II e Regolamento Disclosure. Tali discipline sono chiaramente fondate sul presupposto che la considerazione dei fattori ESG non solo sia *compatibile* con il corretto adempimento dei doveri fiduciari dei gestori di attivi, ma addirittura *doverosa* sul piano del processo decisionale: gli obblighi di trasparenza imposti dalle norme citate implicano, infatti, lo svolgimento di attività valutative interne da parte degli investitori istituzionali e dei gestori in merito alla necessità e/o all'opportunità che i fattori ESG siano integrati nell'attività di investimento nonché alle modalità con cui farlo; attività valutative senza le quali non sarebbe possibile alimentare l'informativa richiesta dalla regolamentazione.

Se dunque non esistono ostacoli sul piano giuridico all'integrazione dei fattori ESG nell'attività degli investitori istituzionali e degli *asset managers*, ciò che viene tuttora percepito come un ostacolo da parte degli operatori è l'assenza di una tassonomia dei fattori ESG e delle attività sostenibili, di informazioni affidabili e comparabili e, infine, di metodologie di misurazione standardizzate che consentano di integrare tali fattori nel processo decisionale secondo i canoni della correttezza e della professionalità. Anche sotto questi profili sono diverse le iniziative messe in campo dai regolatori a livello globale, delle quali bisognerà valutare l'efficacia dopo un adeguato periodo di applicazione (per dettagli si rimanda al paragrafo 5 e all'Appendice).

4.5 La bassa conoscenza degli investimenti sostenibili da parte degli investitori *retail*

Una criticità per lo sviluppo degli investimenti sostenibili è la bassa conoscenza che gli investitori *retail* hanno della materia e che, in un contesto di forti asimmetrie informative, può concorrere ad alimentare il rischio di *greenwashing*.

Come già evidenziato nel paragrafo 3.3, la letteratura economica ha individuato diverse possibili determinanti della domanda *retail*, legate non solo a caratteristiche socio-demografiche e attitudini personali ma anche a variabili suscettibili di interventi di *policy*, quali l'informazione e la consulenza finanziaria.

Il legislatore europeo è attivamente impegnato su entrambi i fronti, come si vedrà nel paragrafo 5, con le iniziative della Commissione europea concernenti l'informativa che deve essere veicolata agli investitori da parte dei cosiddetti partecipanti al mercato (tra cui banche e imprese di investimento) e consulenti finanziari ai sensi del Regolamento Disclosure, la definizione di un marchio ecolabel e di standard per i *green bonds* e le modifiche alle regole sull'intermediazione mobiliare tese a

specifici: elaborare una dichiarazione internazionale sul tema del *fiduciary duty*; realizzare un'analisi politica sui doveri degli investitori con la pubblicazione di una *roadmap* dei singoli Stati; incoraggiare l'adozione di misure normative volte a formalizzare l'integrazione dei fattori ESG nella disciplina dei doveri fiduciari di ciascun mercato a livello globale. Il Report finale del programma è stato pubblicato nel 2019 (*Fiduciary Duty in the 21st Century. Final Report*) ed è disponibile sul sito www.fiduciaryduty21.org, dove sono reperibili tutti i materiali dell'iniziativa e il grado di implementazione delle misure adottate a livello nazionale.

incorporare i fattori ESG nei processi di valutazione di adeguatezza, adottate il 21 aprile 2021.

È altresì importante sviluppare attività di *education* dirette agli investitori *retail*, in linea anche con quanto richiamato esplicitamente dal nuovo Piano d'azione per la CMU laddove si fa riferimento all'obiettivo di '*Rendere l'Unione europea un luogo ancora più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine*' (si veda l'Appendice per dettagli). In tale ambito, è auspicabile anche un maggior coinvolgimento degli operatori dell'intermediazione mobiliare e dei consulenti finanziari affinché possano esplicitare il ruolo informativo ed educativo che gli stessi investitori riconoscono loro (sul punto si rimanda alle evidenze delle indagini CONSOB di cui al paragrafo 3.3).

4.6 Le difficoltà nel *pricing* corretto dei fattori ESG

Lo sviluppo della finanza sostenibile richiede che i meccanismi di allocazione delle risorse, e in particolare di formazione dei prezzi, tengano conto correttamente delle caratteristiche ESG di attività e investimenti. I prezzi tuttavia non sono in grado di assolvere a questo compito se le informazioni incorporate riflettono un orizzonte temporale di breve periodo.

Lo *short termism* nei mercati finanziari può discendere da molteplici fattori, tra i quali la letteratura ha indagato: gli obblighi di rendicontazione periodica delle società, che l'obiettivo di aumentare le informazioni disponibili al pubblico ha reso più frequenti e concentrati su un orizzonte temporale a breve termine (Malgorzata et al., 2020); le pratiche di governo societario, che incoraggiano il focus sul breve termine da parte di manager e azionisti (si pensi, ad esempio, alla commisurazione delle remunerazioni dei vertici aziendali a indicatori e metriche di performance di breve periodo; Rappaport, 2005); il diffondersi di strategie di investimento passive, che si limitano a replicare l'indice di mercato e rafforzano l'attitudine allo *short-termism* nella misura in cui i prezzi riflettono solo informazioni di breve periodo¹¹³.

Lo *short termism* degli operatori economici e finanziari è un ostacolo all'internalizzazione degli effetti delle scelte individuali sull'ambiente e sulla collettività. L'importanza di tali effetti per la redditività delle imprese e la performance degli investimenti si dispiega appieno tipicamente nel medio-lungo periodo. Di conseguenza, solo l'allungamento dell'orizzonte temporale di riferimento permette di cogliere i costi, che nel breve periodo paiono solo esterni, della mancata integrazione dei fattori ESG nei processi decisionali aziendali e di investimento.

Un altro ostacolo al *pricing* dei fattori ESG attiene al fatto che gli attori del sistema economico e finanziario hanno tradizionalmente avuto a disposizione informazioni e metodi per quantificare solo il rischio finanziario. Benché le informazioni

113 In questo contesto, prevale l'attenzione al rischio di volatilità dei prezzi piuttosto che al rischio fondamentale di impresa. La considerazione simultanea di rischio, rendimento e sostenibilità dell'investimento comporta un adattamento del processo di ottimizzazione del portafoglio che va oltre la semplice ridefinizione dell'universo investibile (come accade, ad esempio, nel caso di strategie di negative screening; Peylo, 2011).

utili per stimare l'impatto dei fattori non finanziari siano aumentate nel corso del tempo, per effetto di iniziative istituzionali e dell'industria, come già ricordato manca ancora una tassonomia condivisa a livello globale che consenta di classificare le attività in base ai fattori ESG e la disponibilità di dati è ancora lungi dal consentire un *pricing* corretto dei rischi a essi correlati. Si pensi ad esempio al *transition risk*: i suoi effetti si dispiegano nel lungo termine e possono coinvolgere un insieme molto ampio di operatori per i quali spesso non sono fruibili dati sufficientemente granulari (Friede et al., 2015). Si tratta inoltre di rischi non lineari, con una probabilità di eventi estremi molto elevata (si pensi ad esempio ai cosiddetti *catastrophic tail risks*).

La stima degli effetti finanziari legati alla dinamica dei fattori ESG, e in particolare dei cambiamenti climatici, è inoltre complessa. È indispensabile utilizzare metodologie di valutazione che tengano conto del valore integrato di un progetto/un'attività (ossia delle dimensioni economica, ambientale e sociale; KPMG, 2014) e stress test e analisi di scenario funzionali a prefigurare dinamiche alternative in condizioni di elevata incertezza in cui rilevano anche le misure di policy e la relativa tempistica e i possibili sviluppi tecnologici rilevanti (Schoenmaker e Schramade, 2019). Tali analisi, infine, devono essere riferite a un orizzonte temporale più lungo di quelli considerati di solito e richiedono l'individuazione di un tasso di sconto adeguato (Giuzio et al., 2019).

Altro fenomeno da tenere in considerazione è quello relativo all'attività dei *traders* ad alta frequenza, che concorrono al processo di formazione dei prezzi sui mercati secondari in misura sempre più rilevante¹¹⁴. Tali soggetti non operano sulla base delle caratteristiche fondamentali del titolo bensì in funzione di condizioni di mercato favorevoli che permettono di ottenere margini di profitto elevati nel complesso grazie alla rapidissima reazione e all'elevato volume di transazioni. Proprio in virtù di tale caratteristica, il dibattito istituzionale e accademico si è interrogato, tra le altre cose, sull'eventualità che il *trading* ad alta frequenza (*high frequency trading* o HFT) comprometta il corretto processo di formazione dei prezzi¹¹⁵. Sebbene le evidenze empiriche in proposito non siano univoche, alcuni studi mostrano che in un mercato in cui la presenza dei *trader* ad alta frequenza risulta prevalente il processo di *price discovery* non riflette necessariamente i fondamentali economici delle società¹¹⁶. Altre indagini evidenziano che il fenomeno può avere anche effetti positivi, ad

114 Per Trading ad alta frequenza o High Frequency Trading (HFT) si intende una modalità operativa centrata sulla velocità di acquisizione ed elaborazione delle informazioni di mercato e di reazione a tali informazioni (*low latency*). Questa modalità operativa si caratterizza per il ricorrere di taluni elementi che generalmente distinguono gli High Frequency Traders da altri partecipanti al mercato (Caivano et al., 2012).

115 Myklebust (2020) riporta ulteriori motivazioni per le quali l'HFT può inficiare il processo di formazione dei prezzi. In particolare, *'the risk of HFT free-riding on other investors' fundamental analyses can decrease the incentives of other investors to perform such analyses, including that of ESG-related disclosures, something that could decrease the uptake of such information in the process of price formation. Moreover, the incentives for other traders to avoid trading on venues with an HFT presence can lead them to resort to dark pools. The decreased level of pre-trade transparency following from that could also affect the uptake of ESG-related disclosures. Finally, the revenue structure of stock exchanges and other market venues may lead them to pay more attention to the needs of high-frequency traders than working towards facilitating solutions that could help long-term investors realise their strategies within sustainable investing.*

116 Tra gli studi che rilevano un impatto negativo dell'HFT sull'efficienza informativa e sul processo di *price discovery* si rimanda a Jarrow e Protter (2012) e Zhang (2010).

esempio sulla liquidità dei titoli¹¹⁷. Emerge quindi un contrasto tra le potenziali conseguenze negative dell'HFT e l'impulso (impresso sia dai regolatori sia dagli attori dell'industria più sensibili alla sostenibilità) allo sviluppo di una visione di lungo periodo, che a sua volta presuppone la capacità dei mercati di valutare correttamente i fondamentali delle imprese, incluse le eventuali *performance* ESG.

5 Il Piano d'Azione della Commissione europea e le misure applicative

La Commissione europea ha individuato nell'approccio SDGs il paradigma di riferimento delle politiche dell'Unione a partire dal 2016, con la Comunicazione EU COM (739), *Il futuro sostenibile dell'Europa: prossime tappe. L'azione europea a favore della sostenibilità*. Si sono poi susseguite importanti iniziative: il *Piano di azione per finanziare la crescita sostenibile* lanciato nel 2018 (di seguito anche Piano di azione)¹¹⁸; nel 2019 l'*EU Green Deal*¹¹⁹, contenente misure volte a raggiungere l'obiettivo zero emissioni entro il 2050; l'anno successivo la consultazione pubblica per l'aggiornamento del Piano di azione (*Renewed sustainable finance strategy*)¹²⁰ e il piano di rilancio *Next Generation EU*, teso a favorire la ripresa dalla crisi economica e sociale innescata dalla pandemia da COVID-19¹²¹.

In particolare il Piano ha individuato dieci azioni da intraprendere a livello europeo, al fine di realizzare tre obiettivi principali: riorientare i flussi di capitali verso un'economia più sostenibile; integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi; promuovere la trasparenza e una visione a lungo termine dell'economia¹²².

117 Tra gli studi empirici che rilevano un impatto positivo dell'HFT sulla liquidità si annoverano, ad esempio, Menkveld (2011), Hasbrouck e Saar (2013) e Riordan e Storkenmaier (2012).

118 Si veda Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, COM/2018/097, 8 marzo 2018, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?qid=1576082028737&uri=CELEX:52018DC0097>. Il Piano fa seguito alle raccomandazioni formulate dal Gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile, disponibili al sito https://ec.europa.eu/info/publications/180131-sustainable-finance-report_en.

119 La Commissione europea ha presentato lo *European green deal* l'11 dicembre 2019, delineando una strategia di crescita finalizzata a raggiungere l'obiettivo di rendere l'Europa il primo continente neutrale dal punto di vista climatico entro il 2030. Quale parte del *green deal*, la Commissione ha presentato un piano di investimenti (*European green deal investment plan*), al fine di costituire un *framework* per facilitare gli investimenti necessari per la transizione verso un'economia verde, competitiva e più inclusiva, da parte sia del settore pubblico sia di quello privato.

120 In considerazione della pubblicazione dello *European green deal* e, successivamente, dello *European green deal investment plan*, la Commissione europea ha svolto una pubblica consultazione, conclusasi il 15 luglio 2020, al fine di raccogliere i contributi dei partecipanti al mercato e dei cittadini dell'UE in merito alla *Renewed sustainable finance strategy*, che sviluppa ulteriormente i contenuti del Piano del marzo 2018 e le raccomandazioni del *Technical Expert Group* (TEG) in materia.

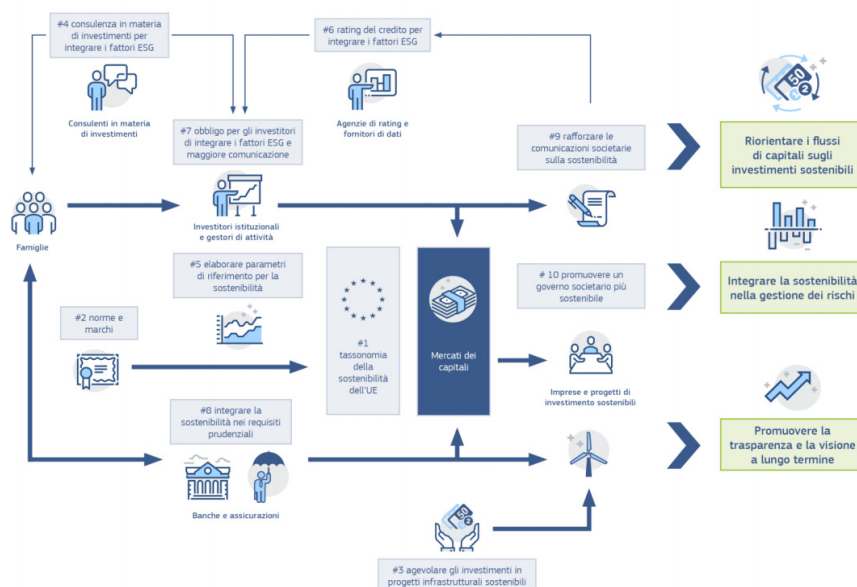
121 Per una visione complessiva delle iniziative in materia di finanza sostenibile si veda https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/green-finance_it.

122 In particolare, la Commissione europea ha delineato nel Piano le seguenti azioni: l'istituzione di un sistema unificato di classificazione delle attività sostenibili; la creazione di norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili; la promozione degli investimenti in progetti sostenibili; l'integrazione della sostenibilità nella consulenza finanziaria; l'elaborazione di indici di riferimento in materia di sostenibilità; una migliore integrazione della sostenibilità nei *rating* e nella ricerca di mercato; una maggiore chiarezza in merito agli obiettivi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività; l'integrazione della sostenibilità nei requisiti prudenziali; il rafforzamento della comunicazione in materia di sostenibilità e della regolamentazione contabile; la promozione di un governo societario sostenibile e l'attenuazione della visione a breve termine nei mercati dei capitali.

L'attuazione di tali azioni intende favorire la transizione verso un sistema economico più sostenibile, in linea con gli impegni assunti dall'Unione europea a livello internazionale¹²³, mitigando il rischio di *greenwashing* e rafforzando al contempo la competitività dell'Unione nel lungo periodo.

La Commissione europea ha mosso un primo passo verso l'attuazione del Piano d'azione con la pubblicazione il 24 maggio 2018 di un insieme di proposte legislative, denominato *Sustainable Finance Package* (Figura 6).

Figura 6 – Il Piano di azione per finanziare la crescita sostenibile



Fonte: Commissione Europea, Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>.

Questo pacchetto di misure comprendeva: una proposta di regolamento per l'individuazione di criteri unitari per determinare il grado di sostenibilità di un investimento, ossia una disciplina armonizzata della tassonomia delle attività sostenibili, poi approvata il 18 giugno 2020 (Regolamento (UE) 2020/852 o Regolamento Tassonomia); una proposta di regolamento per l'introduzione di nuovi obblighi di *disclosure* in capo agli intermediari, in merito alle modalità adottate per l'integrazione dei fattori di sostenibilità ESG nelle scelte di investimento e nell'attività di consulenza, poi approvata il 27 novembre 2019 (Regolamento (UE) n. 2019/2088 o Regolamento Disclosure); una proposta di regolamento di modifica del Regolamento (UE) n. 1011/2016 (Regolamento Benchmark), mediante la previsione di due nuovi indici di riferimento che tengono conto di alcuni aspetti di sostenibilità ambientale, adottata il 27 novembre 2019.

123 Il riferimento è ai già citati Accordi di Parigi sui cambiamenti climatici del 2015 e all'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile.

In linea con la pubblicazione del *Sustainable Finance Package*, la Commissione europea ha inoltre presentato per la consultazione con il mercato e gli *stakeholders* due bozze di atti per la modifica, rispettivamente, del Regolamento delegato (UE) 2017/565 di attuazione della MiFID II e del Regolamento delegato (UE) 2017/2359 di attuazione della *Insurance Distribution Directive* (IDD). Oggetto delle proposte di modifica, adottate nell'ambito del pacchetto di misure del 20 aprile 2021 di cui si dirà a breve, era l'introduzione nelle predette normative dell'obbligo di tenere conto delle preferenze della clientela in tema di sostenibilità in capo, rispettivamente, agli intermediari che prestano servizi d'investimento e agli intermediari assicurativi e alle imprese di assicurazione in sede di distribuzione di *insurance-based investment products* (IBIP).

Ai fini dell'attuazione dell'azione n. 2 del Piano del 2018, la Commissione europea ha promosso inoltre due distinte iniziative: una proposta per l'estensione del marchio ecolabel europeo anche a determinate categorie di prodotti finanziari sostenibili e una proposta per la definizione di un *green bond* standard europeo.

Con riferimento alla già citata *Renewed Sustainable Finance Strategy*, la Commissione ha lanciato una consultazione l'8 aprile 2020, conclusasi il successivo 15 luglio, con l'obiettivo di individuare gli strumenti di *policy* che consentano al sistema finanziario di supportare la transizione verso uno sviluppo sostenibile nell'ambito della ripresa dalla crisi innescata dalla pandemia. La Commissione ha inoltre avviato una pubblica consultazione il 19 gennaio 2021 mirata all'istituzione di un punto unico europeo di accesso digitale (ESAP) per le informazioni finanziarie e non finanziarie che prendono a riferimento il modello del *single access point* adottato per la realizzazione dello *European electronic access point* (EEAP) e dello *European Single Electronic Format* (ESEF) per i dati finanziari delle società quotate¹²⁴. Agli esiti della consultazione, nel terzo trimestre del 2021 la Commissione potrebbe pubblicare una proposta legislativa. Obiettivo è il superamento dell'attuale frammentazione a livello europeo delle modalità di raccolta e di diffusione dei dati, anche in materia di sostenibilità, in particolare per le PMI.

Infine, la consultazione in materia di *Sustainable corporate governance* (si veda l'Appendice) e la revisione della NFRD individuano ulteriori importanti iniziative in corso. Quest'ultima è sfociata in una proposta di direttiva nell'ambito di un importante pacchetto di misure, pubblicato il 20 aprile 2021, comprendenti: l'atto delegato relativo agli aspetti climatici della tassonomia UE, che dettaglia le attività economiche che contribuiscono di più al conseguimento degli obiettivi ambientali dell'Unione; una proposta di direttiva sull'informativa in materia di sostenibilità delle imprese, che modifica la NFRD tesa ad armonizzare la comunicazione delle informazioni sulla sostenibilità da parte delle imprese, a beneficio della comparabilità e della affidabilità delle informazioni a disposizione degli operatori finanziari e degli investitori; sei atti delegati riguardanti i doveri fiduciari e la consulenza in materia di investimenti e assicurazioni tesi a garantire che le imprese finanziarie, ad esempio i consulenti, i

124 Sul punto si vedano anche le raccomandazioni dell'High Level Forum sulla Capital Markets Union, https://ec.europa.eu/info/news/cmu-high-level-forum-final-report_en.

gestori di attivi o gli assicuratori, includano la sostenibilità nelle loro procedure e nella consulenza in materia di investimenti fornita ai clienti.

Rimandando all'Appendice per un'analisi di dettaglio delle misure appena menzionate e alla Figura 7 per una visione di insieme, nel paragrafo successivo si formulano alcune riflessioni sul Piano d'azione e sulle relative misure attuative anche alla luce del contributo che essi possono fornire rispetto al superamento degli ostacoli allo sviluppo della finanza sostenibile discussi in precedenza.

Figura 7 – Le iniziative europee in materia di finanza sostenibile



Fonte: elaborazione degli autori.

5.1 Prime riflessioni sul Piano d'azione e sulle misure attuative a supporto della finanza sostenibile

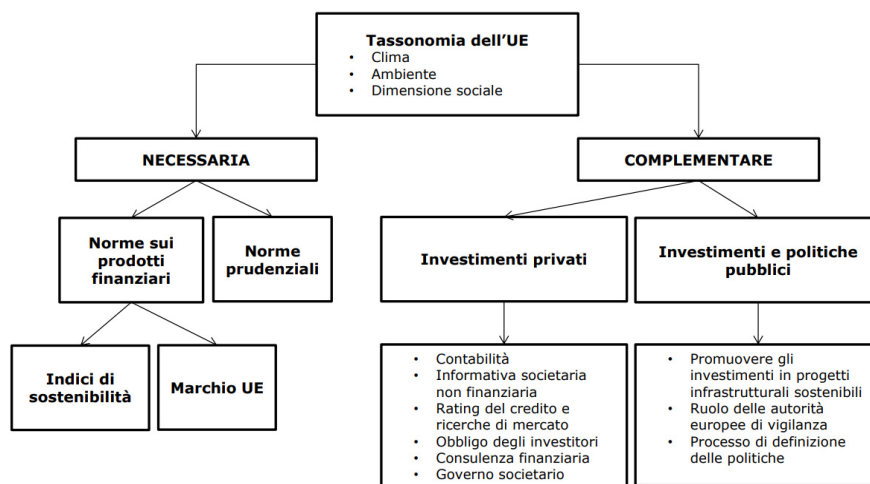
Il Piano di azione del 2018 è incentrato sull'innalzamento dell'affidabilità e della comparabilità delle informazioni sulla sostenibilità di attività economiche e prodotti finanziari. L'obiettivo ultimo è quello di agevolare l'integrazione nei processi decisionali degli attori del sistema economico-finanziario e orientare, per questa via, le preferenze individuali e le funzioni obiettivo dei vari *stakeholders* in funzione sia di una migliore protezione degli investitori (con particolare riferimento al rischio di *greenwashing*) sia di una maggiore canalizzazione di risorse finanziarie a sostegno della transizione verso un sistema economico più sostenibile¹²⁵.

La Commissione europea ha seguito un approccio regolamentare misto, incentrato sul ruolo primario del Regolamento Tassonomia, che, rispondendo all'esigenza di disporre di un sistema di classificazione delle attività economiche sostenibili armonizzato e condiviso, rappresenta il framework di riferimento per l'applicazione di altre normative rilevanti (dal Regolamento Disclosure al marchio EU *Ecolabel* per i prodotti finanziari sostenibili, dall'elaborazione di uno standard europeo per i *green bonds* alla definizione di indici di riferimento che tengono conto di profili di sostenibilità ambientale). La Tassonomia è altresì complementare agli obblighi di informativa attinente alla sostenibilità da parte delle società e degli intermediari finanziari nonché agli obblighi di considerazione delle preferenze ESG nella prestazione di consulenza finanziaria¹²⁶.

125 A tale riguardo, si veda l'analisi svolta in Chiu (2020), nel quale l'Autore conclude che *'The EU has developed a pioneering framework for marketing and regulating sustainably-labeled financial products. (...) the interaction between the regulative and enabling aspects of the regime creates mixed messages for governance and market-building. There are fine balances between high standards and reasonableness in demands of compliance, resulting in an uneven landscape of compliance and a likely monotonous landscape for product choice. (...) The EU's market-building project is often executed through law and regulation. However, law expresses policy compromises and nuances in terms that entail compliance risk and interpretational problems, affecting the shape and structures of market-building itself. The EU's regulatory template provides pioneering leadership but it remains to be seen if law and compliance demands can significantly elevate behaviour, market structures and product choice'*.

126 In primo luogo, si evidenzia la connessione sussistente tra il Regolamento Tassonomia e l'istituzione di un marchio *Ecolabel*UE per i prodotti finanziari sostenibili. Secondo quanto previsto dall'ultima proposta pubblicata, infatti, la certificazione di sostenibilità consistente nell'attribuzione del marchio sarà subordinata all'accertamento di requisiti e criteri di investimento sostenibile che dovrebbero essere definiti sulla base del sistema unitario di classificazione disciplinato dal Regolamento Tassonomia. In secondo luogo, si richiama la connessione sussistente tra il Regolamento Tassonomia e il Regolamento Disclosure. In particolare, l'articolo 4, paragrafo 3, del Regolamento Tassonomia dispone che i partecipanti ai mercati finanziari che offrono prodotti qualificandoli come 'investimenti sostenibili' – ossia, quei prodotti che promuovono caratteristiche ambientali o che contribuiscono a un obiettivo ambientale secondo la definizione contenuta negli articoli 8 e 9 del Regolamento Disclosure – forniscono informazioni su come e in che misura i criteri di sostenibilità delle attività economiche definiti nel Regolamento Tassonomia sono utilizzati per determinare la sostenibilità di un investimento. Infine, alcune considerazioni possono essere espresse in merito al rapporto tra il Regolamento Tassonomia e la disciplina in materia di dichiarazioni non finanziarie prevista dalla direttiva 2014/95/UE, con particolare riferimento alla posizione delle piccole e medie imprese. Infatti, la dichiarazione non finanziaria costituisce, allo stato, uno strumento privilegiato per i partecipanti ai mercati finanziari per raccogliere informazioni utili ad accertare la performance ambientale delle società nelle quali hanno investito o hanno intenzione di investire, anche al fine di qualificare un prodotto finanziario come sostenibile ai sensi del Regolamento Tassonomia. Di fronte a tale situazione le società che non sono tenute all'obbligo di pubblicare la dichiarazione non finanziaria, tra cui le PMI, possono scegliere se procedere volontariamente alla sua pubblicazione, sostenendo i relativi costi di *compliance*, oppure rischiare di perdere opportunità di finanziamento in conseguenza della minore quantità di dati disponibili sul mercato per valutare la loro performance ambientale. Tuttavia, tale ultimo effetto si porrebbe in contrasto con uno degli obiettivi generali perseguiti dalle istituzioni europee nell'ambito della *Capital Markets Union*, ossia favorire l'accesso al mercato dei capitali anche per le imprese di dimensioni medio-piccole,

Figura 8 – Il ruolo della tassonomia UE nel Piano d'azione sulla finanza per la crescita sostenibile



Fonte: Commissione europea, Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>.

Accanto alle misure relative all'informativa, la Commissione ha proposto di intervenire sulle regole di condotta degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento previste dalla MiFID II e IDD, nella prospettiva di attribuire adeguata considerazione ai fattori ESG, nonché su taluni meccanismi di *corporate governance*, al fine di rafforzare l'*engagement* degli investitori istituzionali su queste tematiche e di addivenire a una concreta integrazione dei rischi ESG nei processi di investimento.

La disciplina di cui al Regolamento Tassonomia e, soprattutto, i criteri di vaglio tecnico adottati e in corso di definizione, in attuazione delle molteplici deleghe contenute nel Regolamento¹²⁷, costituiscono un primo significativo passo verso la standardizzazione dell'informazione in materia di prodotti finanziari sostenibili diffusa sul mercato, la riduzione delle asimmetrie informative e, quindi, il superamento degli ostacoli allo sviluppo della finanza sostenibile¹²⁸.

Un elemento di criticità del Regolamento Tassonomia può essere individuato nella circostanza che la disciplina si concentra in modo prevalente sul fattore ambientale, sottovalutando le tematiche di natura sociale¹²⁹, nonostante l'importanza

nella prospettiva di ridurre la dipendenza dal credito bancario. Rispetto a tale profilo risulta, pertanto, auspicabile un intervento della Commissione europea che, nella prospettiva di proseguire il passaggio verso un sistema finanziario maggiormente orientato alla sostenibilità, garantisca la competitività delle PMI e il loro accesso al mercato dei capitali.

127 Il 21 aprile 2021 il collegio dei Commissari europei ha raggiunto un accordo politico sul testo del primo atto delegato, relativo agli obiettivi di 'mitigazione' e 'adattamento climatico', che sarà applicabile da maggio 2022; il collegio ha adottato anche una comunicazione, che definisce in dettaglio l'approccio della Commissione. Per i successivi atti delegati relativi agli ulteriori quattro obiettivi definiti dalla Tassonomia si prevede l'adozione entro il 2021 e la relativa applicazione da gennaio 2023.

128 Sotto un diverso profilo, in un'ottica di competizione internazionale del sistema finanziario europeo, si pone la necessità di valutare come il sistema di classificazione previsto dal Regolamento Tassonomia si inserisca nel contesto globale e quale sia il suo rapporto rispetto alle iniziative assunte da Paesi terzi in materia.

129 Ad eccezione del riferimento, contenuto all'art. 13 del Regolamento, alle garanzie minime di salvaguardia individuate dall'Organizzazione internazionale del lavoro.

che tali considerazioni rivestono nella transizione verso un sistema economico più sostenibile. Il Regolamento, inoltre, sembra non risolvere l'asimmetria sussistente nella relazione tra fattore ambiente e fattore *social*: un'attività economica potrebbe essere considerata sostenibile ai sensi della Tassonomia perché in linea con i criteri ambientali da essa specificati, pur non essendo sufficientemente 'sostenibile' da un punto di vista sociale.

Come già ricordato¹³⁰, l'estensione della Tassonomia al fattore *social* è comunque stata avviata, in linea con i programmi del legislatore comunitario che inizialmente ha preferito dare priorità all'attenuazione dei cambiamenti climatici, per poi includere l'adattamento ai cambiamenti climatici e altre questioni ambientali e, in una seconda fase, la sostenibilità sociale. Tale approccio riflette l'urgenza di contenere il cambiamento climatico e di conseguire gli obiettivi climatici ed energetici a lungo termine dell'Unione.

In altri termini, già dall'esame del Piano d'azione¹³¹ e dei considerando alla proposta di regolamento, è possibile comprendere come la Commissione abbia preferito adottare un approccio graduale nella previsione e implementazione di una tassonomia europea delle attività economiche sostenibili (*step-by-step approach* nelle parole della Commissione), in ragione dell'oggettiva complessità della definizione di un sistema unitario di classificazione delle attività sostenibili, soprattutto in relazione a tematiche sociali. Difficoltà che sono sia di carattere politico, concernendo scelte e interessi che non sono necessariamente del tutto coincidenti tra gli Stati membri, sia di carattere tecnico.

La Commissione europea ha inoltre ritenuto necessario parametrare nel tempo la tassonomia, garantendo un approccio flessibile che consenta di tenere conto dell'evoluzione delle prassi di mercato, delle tecnologie e della situazione ambientale. Nel complesso, se la gradualità dell'approccio adottato rispetto allo sviluppo di un elemento così significativo del Piano potrebbe rallentare il raggiungimento degli obiettivi perseguiti dalla Commissione europea (ossia l'effettiva transizione verso un sistema economico più sostenibile), le ragioni che hanno determinato tale scelta appaiono condivisibili nella prospettiva di definire una tassonomia che sia politicamente e tecnicamente accettabile e razionale e, come tale, più vicina alle prassi di mercato, riducendo nel breve periodo l'impatto sui destinatari e aumentando, al contempo, la sua capacità di orientarne i comportamenti.

130 Si veda il riquadro 11, nel quale si rimanda alla presentazione della EU Taxonomy Platform in materia, disponibile al sito: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/finance-events-210226-presentation-social-taxonomy_en.pdf.

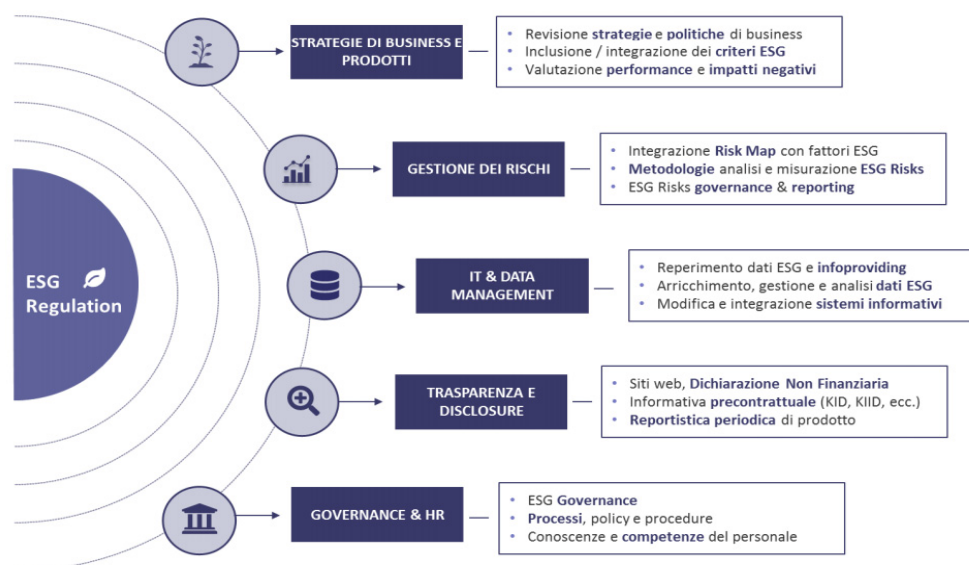
131 Il riferimento è, in particolare, a pagina 4 dell'Action plan, dove si legge 'A causa della complessità e della natura altamente tecnica dell'elaborazione di un siffatto sistema di classificazione, ci vorrà tempo per giungere a una vera e propria tassonomia della sostenibilità a livello dell'UE che copra gli aspetti climatici, ambientali e sociali. I monitoraggi in corso saranno inoltre necessari alla luce degli obiettivi strategici dell'UE in evoluzione e di altri aspetti, quali gli sviluppi del mercato, ambientali e tecnologici. La Commissione propone pertanto di procedere con un approccio graduale, iniziando con una tassonomia delle attività riguardanti l'attenuazione e l'adattamento climatici e alcune attività ambientali. In una seconda fase la tassonomia coprirà le restanti attività ambientali e sociali, riconoscendo che un aspetto della sostenibilità non debba avere effetti negativi su altri rischi o obiettivi connessi'.

Ciò detto, si rileva che un complessivo giudizio positivo sul Regolamento Tassonomia e sulle altre misure normative adottate (o in corso di adozione) in attuazione del Piano di azione in materia di finanza sostenibile dovrà essere subordinato non soltanto all'accertamento dell'efficacia delle misure rispetto agli obiettivi di transizione verso un sistema economico più sostenibile perseguiti dalla Commissione europea, ma anche all'accertamento della coerenza complessiva dell'ordinamento normativo in materia di finanza sostenibile così definito, la quale sarà tanto più necessaria in considerazione dei molteplici elementi di contatto e connessione che sussistono tra le diverse discipline descritte nei paragrafi che precedono.

Ancora, una valutazione positiva dell'impianto normativo adottato non potrà prescindere dal raggiungimento di un equilibrio tra l'adozione di un approccio regolamentare cogente, caratterizzato dalla ricerca di un elevato livello di armonizzazione delle regole (come testimoniato dalla scelta della fonte regolamentare per l'adozione degli atti compresi nel *Sustainable Finance Package*), e l'esigenza di promuovere o, quantomeno, non disincentivare l'innovazione e l'autonomo sviluppo del mercato dei prodotti finanziari sostenibili, assicurando la proporzionalità delle misure ed evitando l'apposizione di costi di *compliance* eccessivi a carico del mercato e dei suoi operatori.

L'impatto del nuovo quadro di riferimento sull'industria sarà, infatti, significativo e trasversale rispetto a diverse aree. A titolo esemplificativo, la figura seguente illustra gli ambiti toccati dal Regolamento Disclosure con riguardo ai partecipanti al mercato e ai consulenti finanziari.

Figura 9 – Ambiti di impatto delle norme sulla sostenibilità per gli operatori di mercato.



Fonte: MACFIN, ESG Disclosure. Impatti del Regolamento UE n. 2019/2088 per il mercato finanziario, 2020, https://mcusercontent.com/5fd50a9db29611bb41095b0d0/files/31a53586-4cff-48cc-acbf-9790406f8791/per_MACFIN__Disclosure_ESG_dicembre_2020.pdf

6 Le iniziative della CONSOB a sostegno della finanza sostenibile

La CONSOB è attivamente impegnata nello sviluppo della finanza sostenibile, come emerge dal Piano strategico per il 2019-2021. In particolare, con l'Obiettivo 2 del Piano l'Istituto si è proposto di *'Accompagnare le imprese nel processo di applicazione della nuova normativa sull'informazione non finanziaria favorendo l'introduzione delle tematiche Environmental, Social and Governance (ESG)'*¹³².

Nel febbraio 2019 la CONSOB ha costituito uno *Steering Committee* per dare concreta attuazione a questo obiettivo e valorizzare gli interventi negli ambiti di regolazione e vigilanza relativi allo sviluppo della finanza a supporto della sostenibilità.

Da allora sono state intraprese diverse iniziative in più ambiti. Anzitutto, sono stati organizzati corsi di formazione del personale sull'analisi delle dichiarazioni non finanziarie, con l'obiettivo di favorire processi di vigilanza volti a sostenere modelli di *compliance* sostanziali da parte delle imprese, in linea con il Piano Strategico 2019-2021; è in corso inoltre un laboratorio destinato alla dirigenza al fine di coglierne la percezione del processo di trasformazione ESG in atto e della sua rilevanza per le attività istituzionali. Sempre nell'ambito della formazione, è stata potenziata l'interazione con l'accademia, al fine di ampliare il patrimonio conoscitivo a disposizione dell'Istituto con le evidenze della ricerca sulle tendenze di mercato e sugli effetti dell'inclusione dei fattori ESG nei processi decisionali degli attori del sistema economico-finanziario.

In armonia con un approccio *evidence-based* alla vigilanza, statuito nel già ricordato Piano Strategico per il 2019-2021, l'attività di ricerca e analisi dell'Istituto si è concentrata sulla raccolta di dati e informazioni concernenti alcuni profili attinenti alla sostenibilità e pubblicati in rapporti dedicati. Ci si riferisce, in particolare, alla rendicontazione non finanziaria delle società quotate (paragrafo 3.1), alle scelte di *corporate governance* delle società quotate incluse le politiche retributive di amministratori e dirigenti con responsabilità strategiche (Riquadro 1); all'attitudine dell'Istituto si è proposto di *'Accompagnare le imprese nel processo di applicazione al ruolo del consulente finanziario nella promozione della considerazione dei fattori ESG nelle scelte di investimento (di cui al paragrafo 3.3)*. La CONSOB ha inoltre avviato, in collaborazione con Assogestioni, una ricognizione dell'integrazione dei criteri ESG nelle politiche di investimento e nelle attività di *stewardship* da parte degli investitori istituzionali (Riquadro 7). Ulteriori attività di indagine, studio e analisi hanno riguardato lo sviluppo del comparto delle obbligazioni sostenibili (Riquadro 3) e le evoluzioni di mercato rispetto ai rating e agli *score* ESG (Riquadro 8).

L'Istituto ha inoltre promosso il dialogo tra vari *stakeholders*, organizzando *workshop* sulla trasparenza delle informazioni su sostenibilità ed estensione della

¹³² Si veda p. 12 del documento disponibile al sito <http://www.consob.it/documents/46180/46181/ps1921.pdf/3a2f91c1-7541-4c2c-b281-a21854f4e159>.

nozione di interesse sociale nonché sulla possibile estensione degli obblighi di *non-financial reporting* alle piccole e medie imprese (PMI)¹³³.

Al fine di arginare possibili fenomeni di *greenwashing* a fronte della crescente attenzione dei risparmiatori *retail* ai profili di sostenibilità nella scelta dei propri investimenti, la CONSOB ha pubblicato nel marzo 2020 il richiamo di attenzione n. 1/20 sulla 'Prestazione di servizi di investimento e questioni ESG' (nelle more della piena attuazione del Regolamento Disclosure) relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. Con il suddetto richiamo l'Istituto ha ricostruito le indicazioni già contenute nella disciplina vigente che devono essere il legislatore comunitario che inizialmente ha preferito dare priorità e di rendicontazione previsti dagli artt. 136 e 137 del Regolamento CONSOB in materia di Intermediari, relativi ai prodotti e servizi qualificati come 'etici' o 'socialmente responsabili'.

A distanza di meno di un anno, con il richiamo n. 1 del 2021, l'Istituto ha riportato l'attenzione sull'informativa da fornire, tra gli altri, anche dalle società che pubblicano le dichiarazioni non finanziarie 2020, con particolare riferimento all'impatto della pandemia di COVID-19 sulle tematiche non finanziarie, evidenziando altresì come la situazione finanziaria e la *performance* delle imprese siano stati condizionati dagli eventi generati dalla pandemia.

Il 4 marzo 2021, in vista dell'entrata in vigore del Regolamento Disclosure, è stato poi pubblicato il richiamo di attenzione n. 3/21 e le Q&A in merito agli obblighi informativi in materia di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari conseguenti all'applicazione del predetto Regolamento a partire dal 10 marzo 2021.

Con riferimento alle informazioni di carattere non finanziario, l'Istituto ha manifestato il proprio supporto alle raccomandazioni relative alle modalità di rendicontazione delle informazioni necessarie per valutare i rischi e le opportunità legate al cambiamento climatico, pubblicate nel luglio 2017 dalla Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), costituita nell'ambito del Financial Stability Board¹³⁴, incoraggiando gli operatori all'adesione volontaria alle stesse e a redigere la dichiarazione non finanziaria.

Oltre ai provvedimenti appena menzionati, a settembre 2020, la CONSOB ha pubblicato la *Call for evidence* tesa a raccogliere le ragioni della mancata diffusione delle dichiarazioni non finanziarie (DNF) che, come previsto dal d.lgs. 254/2016, le

¹³³ La CONSOB ha inoltre partecipato al dibattito domestico in materia di finanza sostenibile, nell'ambito delle iniziative di attuazione del 'Dialogo Nazionale dell'Italia per la Finanza Sostenibile', promosso nel febbraio 2016 dal Ministero dell'Ambiente e sfociato nella pubblicazione del Rapporto 'Finanziare il Futuro'. Il Rapporto, tra le altre cose, raccomandava diciotto azioni per promuovere la finanza sostenibile in Italia, riconducibili a quattro aree tematiche principali: i) istituire un quadro regolamentare favorevole; ii) stimolare l'innovazione finanziaria in alcune aree prioritarie (PMI, mercato immobiliare, *green bonds*, assicurazioni, tecnologie 'pulite'); iii) migliorare le infrastrutture di mercato in termini di trasparenza e *governance*; d) rafforzare le capacità, la consapevolezza e le conoscenze in materia di finanza sostenibile. Per dare seguito alle suddette raccomandazioni, con decreto del Ministero dell'Ambiente del 24 gennaio 2018 è stato costituito l'Osservatorio Italiano per la Finanza Sostenibile (OIFS), che coinvolge le principali autorità, organizzazioni e imprese della comunità finanziaria nazionale.

¹³⁴ A giugno 2017 la TCFD ha pubblicato una serie di raccomandazioni, con l'obiettivo di guidare le imprese in una rendicontazione più trasparente delle informazioni necessarie a investitori e mercati finanziari per valutare i rischi e le opportunità legati al clima (<https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>).

società possono fare anche su base volontaria. Il regime volontario ha il pregio di non imporre in modo generalizzato i costi di predisposizione e pubblicazione della dichiarazione, consentendo al contempo alle aziende interessate di censire e informare sui propri rischi e sulle proprie caratteristiche di sostenibilità attraverso un report riconosciuto dall'ordinamento nazionale e dal diritto UE. Tuttavia finora il numero di emittenti che ha pubblicato volontariamente una DNF risulta molto esiguo: 5 al 31 dicembre 2019 e 10 al 31 dicembre 2020.

La *Call for evidence* si pone dunque l'obiettivo di reperire informazioni nell'ottica di un'analisi costi-benefici della pubblicazione della DNF da parte delle società attualmente non soggette a tale obbligo.

L'iniziativa risulta importante anche per ulteriori profili. Anzitutto essa si inserisce nell'ambito di un quadro normativo in evoluzione, dato dal processo di revisione della NFRD che (come già ricordato) concerne anche l'estensione dell'ambito soggettivo di applicazione degli obblighi di *non-financial reporting*. In secondo luogo, molte PMI sono sempre più sollecitate a fornire informazioni non finanziarie ad altre imprese, in particolare se sono fornitori di grandi emittenti obbligati alla DNF e hanno una significativa esposizione di filiera. Infatti, le attività poste in essere dai soggetti che costituiscono il network dei fornitori hanno un rilevante impatto sulle performance di sostenibilità dell'impresa cliente, ad esempio attraverso la scelta di un determinato materiale o packaging o attraverso la scelta dei mezzi di trasporto. L'iniziativa legislativa europea in materia di due diligence sulle catene del valore (di cui all'Appendice) aumenta la centralità di queste considerazioni. In terzo luogo, gli investitori istituzionali sono sempre più orientati alla considerazione dei criteri ESG nella scelta delle imprese in cui investire e, attraverso i criteri esaminati nel paragrafo 3.2, tendono a selezionare società virtuose sul piano della sostenibilità e a disinvestire in quelle che non adottano politiche sostenibili. È pertanto nell'interesse delle stesse PMI avviare un percorso di cambiamento che integri considerazioni non finanziarie nelle scelte strategiche. Infine, le stesse banche cominciano ad adottare politiche di credito che considerano criteri ESG nella scelta dei soggetti da finanziare, secondo un orientamento che verrà sempre più incoraggiato e promosso anche dalla regolamentazione bancaria¹³⁵. Le PMI che non dovessero adottare comportamenti sostenibili potrebbero rischiare di subire un razionamento del credito oppure un aumento del costo di finanziamento.

135 In particolare, la European Banking Authority (EBA) è chiamata ad occuparsi di fattori ESG e valutazione dei rischi ESG in forza delle seguenti disposizioni: la regolamentazione EBA; la revisione del Regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR 2) e della Direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD 5); il nuovo regolamento sulle imprese di investimento e della relativa Direttiva; il Piano d'azione della Commissione europea. L'EBA darà attuazione ai mandati ricevuti procedendo ad occuparsi, in sequenza, della inclusione dei fattori ESG nelle seguenti aree: strategia e gestione del rischio; metriche e disclosure; stress testing e analisi di scenario; trattamento prudenziale delle esposizioni relative ad attivi o attività correlate in modo significativo a obiettivi ambientali e sociali (EBA, 2019b). La prima iniziativa adottata da EBA riguarda la revisione delle Linee guida sulla erogazione e sul monitoraggio di prestiti (EBA 2019a), entrata in vigore nel giugno 2020 e in virtù della quale le banche sono tenute ad adottare un approccio olistico e integrare le analisi ESG nelle loro politiche e procedure in materia di rischio di credito. Gli enti che erogano finanziamenti di tipo *green* dovranno sviluppare politiche e procedure specifiche per la concessione e il monitoraggio di tali finanziamenti, tenendo conto dei rischi per le performance finanziarie dei debitori associati ai fattori ambientali e ai cambiamenti climatici (questi ultimi classificabili come rischi fisici o rischi di transizione).

Il coinvolgimento delle PMI in un percorso di sviluppo sostenibile richiede tuttavia un approccio diverso da quello impiegato dalle imprese di maggiori dimensioni, che tenga conto delle loro specifiche caratteristiche. In generale, infatti, le PMI mancano o hanno una scarsa disponibilità di dati, informazioni, risorse tecniche e finanziarie destinabili allo sviluppo di un modello di rendicontazione non finanziaria; non hanno la possibilità di adottare soluzioni organizzative formalizzate e basate su figure in grado di promuovere il processo di trasformazione alla base della rendicontazione non finanziaria (quali ad esempio manager per la sostenibilità); di solito la proprietà e gli organi di *governance* mostrano scarsa sensibilità al tema delle informazioni non finanziarie¹³⁶.

Un sostegno importante alle PMI nel superamento della carenza di competenze specifiche può provenire dalle imprese di maggiori dimensioni eventualmente appartenenti alla stessa filiera. A tale proposito, Vachon (2007) e Vachon e Klassen (2006) identificano due approcci attraverso cui le imprese fornitrici possono essere coinvolte: un approccio di *monitoring* e controllo e uno di *mentoring*. Con il primo approccio le imprese clienti cercano di valutare le performance ambientali dei fornitori attraverso l'invio di questionari, la ricerca di informazioni pubbliche derivanti da report e bilanci, ispezioni in loco per valutare la tipologia di materiali usati; in alcuni casi possono richiedere l'adesione a specifici standard accreditati. L'approccio di *mentoring* è invece basato sull'*education* e sul *training* e sulla stretta collaborazione tra fornitori e impresa cliente, che si occupa di formare i fornitori e di accompagnarli nel processo di sviluppo sostenibile.

7 Prospettive di sviluppo della finanza sostenibile: considerazioni conclusive

7.1 L'impulso impresso dalla pandemia di COVID-19

L'emergenza sanitaria ha riaccessato l'attenzione dei *policy makers* verso i temi legati allo sviluppo sostenibile, riaffermando l'urgenza di politiche economiche tese allo sviluppo di un sistema resiliente e in grado di integrare le dimensioni economica, ambientale e sociale (McDaniels, 2020). In ambito europeo, come già ricordato, la transizione ecologica è tra gli obiettivi principali delle azioni di rilancio dell'economia, come nel programma NGEU e nel nuovo progetto CMU.

Al contempo anche gli investitori hanno mostrato una considerazione dei fattori ESG sempre più marcata. Nell'ultimo trimestre del 2020, la raccolta netta nei fondi ESG del comparto azionario domiciliati nell'Eurozona ha raggiunto il valore storicamente più elevato (ESMA, 2021)¹³⁷. Inoltre, nel periodo di massima turbolenza

¹³⁶ In sintesi, *one size does not fit all* è sicuramente l'approccio da seguire nel valutare l'estensione alle PMI della disciplina pensata per le grandi imprese. Un esempio al proposito è costituito dalle linee guida dell'OIBR (Organismo Italiano di Business Reporting) '*Integrated reporting for SMEs: implementation guidance*', volte ad accompagnare le PMI nel processo di rendicontazione integrato.

¹³⁷ In generale, la raccolta dei fondi ESG, riferibile ad investitori verosimilmente connotati da un orizzonte temporale di lungo termine, sembra più stabile e meno sensibile alle oscillazioni delle performance di mercato rispetto a quella registrata dagli altri fondi, più esposti a vendite procicliche.

dei mercati finanziari, i fondi ESG e i *green bonds* hanno registrato performance positive o comunque superiori a quelle di attività comparabili (ESMA, 2021).

La pandemia ha infine lasciato emergere gli effetti che eventi catastrofici e di portata globale possono avere sui settori più esposti a rischi ESG anche in termini di brusche correzioni delle valutazioni di mercato: basti pensare, ad esempio, alle imprese attive nel settore dei combustibili fossili e ai produttori di energie non rinnovabili e all'impatto del *lockdown* sulle relative performance di mercato. Tale circostanza ha riproposto la necessità di effettuare stress test e definire *contingency plans* da attuare nel caso in cui uno shock ai corsi di mercato dovesse essere di proporzioni tali da avere un impatto sistemico.

7.2 Le opportunità offerte dalla tecnologia

La digitalizzazione della finanza (cosiddetto *FinTech*¹³⁸) può svolgere un ruolo importante nello sviluppo della finanza per la sostenibilità nell'ambito di un binomio spesso indicato con l'espressione *Green FinTech*.

Il tema è da tempo all'attenzione di alcune istituzioni internazionali. Diversi rapporti delle Nazioni Unite, pubblicati sin dal 2016, evidenziano il ruolo propulsivo del FinTech su diversi piani concernenti: la disponibilità di informazioni sulle caratteristiche e sull'impatto ESG di attività e prodotti finanziari più accurate, tempestive e affidabili; l'accessibilità delle informazioni ESG anche agli investitori *retail*; l'ampliamento delle opportunità e delle modalità di accesso ai mercati dei capitali a beneficio sia degli investitori sia delle imprese, grazie alla disintermediazione derivante dallo sviluppo di piattaforme digitali dedicate alla sostenibilità (UN, 2016, 2019a e 2019b)¹³⁹.

OECD (2019) indica tra le possibili applicazioni di tecnologia *distributed ledger* (DLT), Intelligenza artificiale (AI), *machine learning* e *internet of things* (IoT)¹⁴⁰ l'identificazione e la valutazione della performance ESG o dell'esposizione a rischi ESG di uno specifico progetto aziendale, di un'impresa, di uno o più fornitori di una *supply chain*, di un portafoglio di titoli azionari o di prestiti bancari¹⁴¹, a beneficio di

138 Secondo quanto riportato nel Piano di azione della Commissione Europea di marzo 2018 sul Fintech, '*FinTech is a term used to describe technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products and could have an associated material effect on financial markets and institutions and how financial services are provided*'.

139 Ci si riferisce, in particolare, al *crowdfunding*, che si concretizza attraverso l'uso di piattaforme altamente specializzate e costituisce una modalità concreta di inclusione finanziaria delle imprese di piccole dimensioni e impegnate in attività in linea con gli SDGs, le cui esigenze di credito non sono soddisfatte dai canali di credito tradizionali. Si veda Macchiavello e Siri (2020) anche per riferimenti alle iniziative già avviate in diversi Paesi, tra cui l'Italia.

140 Sotto la presidenza italiana del G20, il 7 maggio 2021 la Banca d'Italia e l'Innovation Hub della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) hanno presentato una gara internazionale, il G20 TechSprint 2021, per individuare possibili soluzioni tecnologiche ad alcune importanti sfide nell'ambito della finanza sostenibile (<https://www.techsprint2021.it/>).

141 BNP Paribas (2019a) illustra come gli avanzamenti relativi alla potenza di calcolo dei computer e l'applicazione del *machine learning* alla raccolta e all'analisi delle informazioni geospaziali rendano accessibili in modo accurato e tempestivo dati sugli impatti ambientali (quali ad esempio le emissioni di CO2 e la deforestazione) di un'attività economica e di una singola attività.

trasparenza, correttezza e comparabilità delle informazioni nonché dell'efficienza (informativa e allocativa)¹⁴² dei mercati finanziari.

Il tema è particolarmente sentito anche dalla comunità degli investitori istituzionali, gestori e istituti di credito che attualmente indicano nella mancanza di dati affidabili, confrontabili e utilizzabili nelle analisi di scenario l'ostacolo più rilevante all'integrazione della sostenibilità nei propri processi decisionali¹⁴³.

L'applicazione della tecnologia DLT alle emissioni obbligazionarie *green* è un ulteriore ambito rispetto al quale si registra un interesse crescente, sebbene il fenomeno sia ancora di proporzioni molto contenute. Le prime emissioni *blockchain-based* di obbligazioni mostrano un significativo abbattimento di costi rispettivamente nelle fasi di: ideazione, emissione e distribuzione; trasferimento di proprietà e regolamento; rendicontazione sull'impiego della raccolta. In prospettiva, quindi, titoli *green* (o comunque legati alla sostenibilità) *blockchain-based* potrebbero essere appetibili sia per le PMI (a fronte di costi ridotti rispetto alle normali emissioni obbligazionarie) sia per gli investitori impegnati nella sostenibilità (essendo accessibili informazioni sull'impatto ambientale del progetto finanziato con il *bond*). La digitalizzazione delle emissioni obbligazionarie apre inoltre la strada a innovazioni di prodotto che potrebbero incentivare la partecipazione ai mercati dei capitali e, in particolare, al comparto degli investimenti sostenibili (HSBC, 2019).

Nell'ambito dei servizi di investimento e della gestione del risparmio, inoltre, molti intravedono nel *robo advice* e nello sviluppo di strumenti automatizzati di rilevazione e integrazione delle preferenze ESG una strada per orientare i risparmiatori verso gli investimenti sostenibili (ESMA, 2021; Macchiavello e Siri, 2020).

L'impiego della tecnologia nella funzione di *compliance* da parte dei soggetti vigilati (cosiddetto RegTech) e nelle attività di vigilanza da parte delle Autorità di controllo (cosiddetto SupTech), infine, potrebbero rendere più agevole, rispettivamente, l'applicazione e la vigilanza sull'importante flusso di obblighi normativi conseguenti al Piano d'azione del 2018, traducendosi per tutte le istituzioni coinvolte in un risparmio di costi e in una maggiore efficacia dei processi (Macchiavello e Siri, 2020).

Le potenzialità del *Green FinTech* vanno di pari passo con alcuni profili di attenzione. Il primo riguarda il consumo di energia e risorse che connotano la *blockchain*, l'analisi dei big data e l'hardware a essi associato. Esistono tuttavia meccanismi DLT che prevedono un minore consumo energetico, poiché al metodo di validazione *proof-of-work* sostituiscono il metodo di validazione *proof-of-authority*, basato su un'architettura di rete a minori consumi (OECD, 2019).

142 La tecnologia può trovare applicazioni immediate anche nei mercati dei diritti delle emissioni inquinanti, come suggerito ad esempio dalla Banca Mondiale (World Bank, 2018).

143 Si veda, tra le altre, la Survey 2019 condotta da BNP Paribas (2019b) su un campione di 347 investitori istituzionali. Gli intervistati sono impegnati nello sviluppo di sistemi, anche proprietari, di intelligenza artificiale e *big data analytics*, *ESG reporting e benchmarking*, per valutare più accuratamente le performance ESG delle società in cui hanno investito e per confrontarle in tempo reale con quelle di società simili, del settore di appartenenza o del benchmark di riferimento.

In materia di tutela degli investitori si ripropongono inoltre alcune criticità paventate con riguardo alla digitalizzazione dei servizi di investimento, ad esempio in termini di opacità degli algoritmi, discriminazione degli utenti, tutela della privacy, sicurezza cibernetica. Se l'ampia diffusione del FinTech si traducesse nell'esclusione dei segmenti della popolazione con minori competenze finanziarie e digitali emergerebbe inoltre un effetto negativo sul piano *social* che entrerebbe in conflitto con gli obiettivi di sostenibilità realizzabili grazie alla digitalizzazione (Macchiavello e Siri, 2020)¹⁴⁴.

Infine, lo sviluppo del *Green Fintech* (e del FinTech in generale) può trovare un ostacolo nell'assenza di un quadro normativo chiaro e omogeneo tra Paesi, in grado di risolvere le incertezze che l'innovazione finanziaria genera su molteplici piani. In ambito europeo, il Digital Finance Package della Commissione europea include proposte legislative concernenti, tra l'altro, un *pilot regime* per le infrastrutture di mercato basate su DLT (Regolamento Pilot regime) con l'obiettivo di costituire un assetto normativo armonizzato, mentre a livello globale la collaborazione e la condivisione tra ordinamenti vengono favorite da iniziative quali ad esempio il Global Blockchain Policy Forum, il Blockchain Policy Centre e la Sustainable Infrastructure Policy Initiative dell'OECD (2019) e il Network for Greening the Financial System (NGFS) promosso dalle banche centrali.

* * * * *

L'integrazione della sostenibilità nei processi decisionali degli attori economico-finanziari è un'occasione unica per rafforzare il ruolo servente della finanza rispetto all'economia reale. Affinché ciò accada è necessario lo sviluppo di un ecosistema dell'informazione efficiente, che permetta di mitigare il rischio di *green/socialwashing* e di gestire i rischi e le opportunità collegati ai fattori ESG.

Il legislatore europeo è intervenuto con un progetto di ampio respiro, che si innesta su sviluppi di mercato caratterizzati da difficoltà e ostacoli, riconducibili in gran parte alla carenza di dati e informazioni affidabili e comparabili. Le misure legislative adottate e in corso di adozione in sede europea agiscono su più fronti definendo anzitutto un linguaggio comune, estendendo il novero degli attori di mercato coinvolti (ad esempio, assegnando un ruolo esplicito ai distributori di prodotti finanziari finora meno *engaged* degli investitori istituzionali), rivedendo le regole in essere alla luce dell'esperienza applicativa (come nel caso della rendicontazione non finanziaria), intervenendo sul piano della trasparenza e delle regole di condotta.

Si tratta di un percorso necessariamente graduale, che risulta sfidante per tutti gli attori coinvolti, incluse le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari. A queste spetta infatti il compito di accompagnare i partecipanti al mercato verso l'applicazione delle nuove regole secondo un modello di *compliance* sostanziale, che

¹⁴⁴ Tale conflitto si inquadra nel tema più ampio dei trade-off che possono esistere tra i diversi SDGs: ad esempio, la transizione verso la *green economy* e la conseguente decarbonizzazione si traduce nel forte contenimento dell'estrazione e dell'utilizzo di combustibili fossili con effetti distributivi di reddito e ricchezza che possono ostacolare il superamento della povertà (Campagnolo e M. Davide, 2019).

trova un presupposto indispensabile nella trasformazione dei modelli di business e nello sviluppo di una visione di lungo periodo.

In questo contesto, le Autorità di vigilanza si devono misurare anche con la crescita delle emissioni di strumenti finanziari collegati alla sostenibilità (ad es., i *green bond* sovrani e *corporate*) e con l'innovazione finanziaria che, come già ricordato (paragrafo 3.2), alcuni emittenti sovrani cominciano a sperimentare per rendere più appetibili i titoli *green* aumentandone la liquidità.

Ulteriori sfide sono poste dal rischio di sopravvalutazione degli strumenti finanziari qualificati come investimenti ESG e, all'estremo opposto, dal rischio di brusche correzioni delle valutazioni di mercato di attività 'non sostenibili' (ad esempio, attività che non sono climaticamente neutre). Il primo nasce dal crescente interesse degli investitori per i fattori ESG mentre il secondo si associa al già menzionato rischio di transizione (paragrafo 3.5) innescato anche dall'accelerazione della transizione verso la decarbonizzazione impressa dall'evoluzione del quadro normativo. Su entrambi i fronti e al fine di promuovere un processo di transizione ordinato, è fondamentale presidiare il funzionamento dell'ecosistema dell'informazione e dei relativi meccanismi di *governance*, rispetto all'insieme degli operatori coinvolti nella produzione e nella diffusione delle informazioni e alle infrastrutture di mercato che rilevano nel processo di incorporazione delle informazioni nei prezzi.

Un'area importante riguarda la sensibilizzazione e la formazione degli operatori di mercato (ad esempio, le PMI con riferimento alla rendicontazione non finanziaria) e l'innalzamento delle conoscenze finanziarie in materia di sostenibilità dei piccoli investitori. Quest'ultimo è un tema richiamato esplicitamente dal nuovo Piano d'azione per la CMU¹⁴⁵ laddove si fa riferimento all'obiettivo di '*Rendere l'Unione europea un luogo ancora più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine*', prevedendo all'azione 7 un'analisi di fattibilità per lo sviluppo di un quadro europeo delle competenze finanziarie e la possibilità per gli Stati di promuovere '*misure di apprendimento a sostegno dell'educazione finanziaria, in particolare in relazione all'investimento responsabile e a lungo termine*'.

Per affrontare al meglio la transizione verso il paradigma della finanza sostenibile è sempre più importante che le Autorità di vigilanza adottino un approccio proattivo ed *evidence-based*, nell'ambito di un dialogo costante con i propri *stakeholders* (rappresentati anzitutto dai risparmiatori e dalla comunità finanziaria tutta). È altresì importante promuovere le applicazioni della tecnologia alla sostenibilità, al fine di favorire l'innalzamento della qualità e della comparabilità delle informazioni sulle caratteristiche e sull'impatto ESG degli investimenti, la riduzione dei costi di accesso al mercato dei capitali per gli investitori e le imprese (soprattutto PMI) orientati alla sostenibilità e l'efficienza dei processi di *compliance* dei partecipanti al mercato rispetto ai nuovi obblighi normativi e dei processi di vigilanza da parte delle Autorità.

¹⁴⁵ Si veda la Comunicazione della Commissione europea del 24 settembre 2020 'Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0010.02/DOC_1&format=PDF.

Bibliografia

- Accountancy Europe (2019), Interconnected standard setting for corporate reporting, <https://www.accountancyeurope.eu/publications/interconnected-standard-setting-for-corporate-reporting/> (4 gennaio 2021)
- AFM (2018), In Balance 2018 – Thematic review of non-financial information in management reports 2017, https://www.afm.nl/~/_/profmedia/files/onderwerpen/financiele-verslaggeving/ (30 agosto 2020)
- AFM (2019), In Balance 2019 - Survey of value creation and follow up to the Non-Financial Information Disclosure, https://www.afm.nl/~/_/profmedia/files/rapporten/2019/rapport-waardecreatie-en (30 agosto 2020)
- AMF (2019), Sustainable finance, responsible investment. Perceptions of French people, <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/french-people-and-responsible-investment> (14 settembre 2020)
- Alvaro, S., M. Maugeri e G. Strampelli (2019), Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship, Quaderni giuridici Consob, https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-qg/-/asset_publisher/pWAo8NyyjOZ1/content/qg19/11973 (20 settembre 2020)
- Anderson, A. e D.T. Robinson (2019), Knowledge, Fears Beliefs: Understanding Household Demand for Green Investments, disponibile al sito https://www.rhsmith.umd.edu/files/Documents/Departments/Finance/2019/robinson_paper_2.pdf (12 dicembre 2019)
- Angelici, C. (2018), Divagazioni sulla 'responsabilità sociale' d'impresa, in *Rivista delle Società*, 63 (1), 1-19
- Ansari, D. e F. Holz (2020), Between stranded assets and green transformation: Fossil-fuel-producing developing countries towards 2055, *World Development*, Volume 130, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X20300735> (18 maggio 2021)
- Auer, B.R. (2016), Do Socially Responsible Investment Policies Add or Destroy European Stock Portfolio Value?, *Journal of Business Ethics*, 135 (2) (05) 381-397
- Azevedo, V.G., C. Kaserer e L.M.S. Campos (2020), Investor Sentiment and the Time-varying Sustainability Premium, <https://ssrn.com/abstract=3495112> (30 dicembre 2020)

- Baboukardos, D. e G. Rimmel, 2016. Value relevance of accounting information under an integrated reporting approach: a research note. *Journal of Accounting & Public Policy*, 35 (4), 437–452
- Bainbridge, S.M. (1992), Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes, in *Pepperdine Law Review*, 19, 971
- Barko, T., K.J.M. Cremers e L. Renneboog (2017), Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance, CentER Discussion Paper Series No. 2017-040, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 509/2017, TILEC Discussion Paper No. DP 2017-021, <https://ssrn.com/abstract=2977219> (12 marzo 2021)
- Barth, M.E., S.F. Cahan, L. Chen e E.R. Venter (2017), The economic consequences associated with integrated report quality: capital market and real effects. *Accounting, Organizations and Society*, 62 (October), 43–64
- Barreda-Tarrazona, I., J.C. Matallín-Saéz e M.R., Balaguer-Franch (2011), Measuring Investors' Socially Responsible Preferences in Mutual Funds, *Journal of Business Ethics*, (103), 305–330
- Bassen, A., K. Gödker, F. Lüdeke-Freund e J. Oll (2019), Climate Information in Retail Investors' Decision-Making: Evidence from a Choice Experiment, *Organization & Environment*, 32 (1), 62–82, disponibile al sito <https://doi.org/10.1177/1086026618771669> (11 maggio 2020)
- Battiston, S. e I. Monasterolo (2020), The Climate Spread of Corporate and Sovereign Bonds, <https://ssrn.com/abstract=3376218> (29 dicembre 2020)
- Bauer, R., G.L. Clark e M. Viehs (2013), The Geography of Shareholder Engagement: Evidence from a Large British Institutional Investor, DOI: 10.2139/ssrn.2261649
- Bauer, R. e P. Smeets (2015), Social identification and investment decisions, *Journal of Economic Behavior and Organization* 117, 121–134
- Berg, F., J. Kölbel e R. Rigobon (2020), Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, <https://ssrn.com/abstract=3438533> (26 agosto 2020)
- Birindelli G., P. Ferretti e H. Chiappini (2019), Intellectual Capital Disclosure: Evidence from the Italian Systemically Important Banks, in *Socially Responsible Investments*, M. La Torre e H. Chiappini (eds.), Palgrave Studies in Impact Finance
- Blackrock Investment Institute (2018), Adapting portfolios to climate change: implications and strategies to all investors, disponibile al sito <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/bii-climate-change-2016-us.pdf> (14 febbraio 2020)
- BlackRock (2017), Our Approach to Executive Remuneration in Europe, the Middle East and Africa, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-approach-to-executive-remuneration-in-emea-jan2017.pdf> (20 giugno 2020)

- BlackRock (2019), Getting Physical: Scenario analysis for assessing climate-related risks, BIIM0419U-804111, disponibile al sito <https://www.blackrock.com/ch/individual/en/insights/physical-climate-risks> (11 febbraio 2020)
- Beatley T. e K. Manning (1998), *The ecology of place: planning for environment, economy and community*, Island Press, Washington DC
- Berke R. e M. M. Conroy (2000), "Are we planning for sustainable development? An evaluation of 30 comprehensive plans", *Journal of American Planning Association*, 66 (1)
- BNP Paribas (2019a), FinTechs and the ESG data challenge – Six case studies of emerging technologies, https://securities.bnpparibas.com/files/live/sites/web/files/medias/documents/thoughtleadership/art_fintechs_esg_2019-09-09.pdf (31 agosto 2020)
- BNP Paribas (2019b), ESG Global Survey 2019, <https://securities.bnpparibas.com/files/live/sites/web/files/medias/documents/esg/esg-global-survey-en-2019.pdf> (31 agosto 2020)
- Boatright, J.R. (2014), *Ethics in Finance* (3rd edition), Malden, MA: Wiley-Blackwell
- Bold, F. (2017), Comparing the implementation of the EU NFR Directive in the UK, Germany, France and Italy, http://en.frankbold.org/sites/default/files/tema/comparing_the_eu_non-financial_reporting_directive_annexes.pdf (30 giugno 2018)
- Bollen, N.P.B. (2007), Mutual fund attributes and investor behavior, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42, 683-708
- Bowen, H.R. (1953), *Social Responsibilities of the Businessman*, University of Iowa Press
- Bua G., D. Kapp, L. Rognone e F. Ramella (2020), The differential pricing of climate change risk: A text-based approach, mimeo
- Buonocore, V. (2006), La Responsabilità dell'impresa fra libertà e vincoli, in *La Responsabilità dell'impresa*, Milano
- Busch, D. (2020), Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector, EBI Working Paper Series, n. 70, <https://ssrn.com/abstract=3650407>
- Caivano, V., S. Ciccarelli, G. Di Stefano, M. Fratini, G. Gasparri, M. Giliberti, N. Linciano, I. Tarola (2012), High frequency trading: Definition, effects, policy issues, Discussion papers Consob, <http://www.consob.it/documents/46180/46181/dp5en.pdf/21c2da8d-e815-49ce-ad18-b183f12ffaa4> (dicembre 2012)
- Calandra Buonauro, V. (2011), Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori, in *Giurisprudenza Commerciale*, I
- Campagnolo, L. e M. Davide (2019), Can the Paris deal boost SDGs achievement? An assessment of climate mitigation co-benefits or side-effects on poverty and inequality, *World Development*, 122
- Campbell S. (1996), Green cities, growing cities, just cities? Urban planning and contradictions of sustainable development, *Journal of American Planning Association*, 62 (3), pp. 296-312

- Carrol, A.B. (1999), Corporate Social Responsibility. Evolution of a Definitional Construct, *Business & Society*, 38, 3, September, 268-295
- Cavallito, M., E. Isonio e M. Meggiolaro (2019), La finanza etica e sostenibile in Europa, disponibile al sito <https://valori.it/wp-content/uploads/2019/02/2019-RAPPORTO-ITALIANO.pdf> (11 febbraio 2020)
- Cerved (2020), Nessuna impresa deve fallire per il COVID-19, <https://know.cerved.com/wp-content/uploads/2020/04/Nessuna-impresa-deve-fallire-per-COVID-19-2.pdf> (11 maggio 2020)
- Chen, Q., B. Xia, A.O. Olanipekun, L. Xie e Y. Liu (2018), Conceptualising the state of the art of corporate social responsibility (CSR) in the construction industry and its nexus to sustainable development, *Journal of Cleaner Production*, 195, 10, 340-353
- Chiu, I.H.Y (2020), Building a Single Market for Sustainable Finance in the EU- Idealism, Policy and Mixed Messages, <https://ssrn.com/abstract=3631946> (11 luglio 2020)
- Chiu, I. e D. Katelouzou (2016), From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?, *Nordic & European Company Law Working Paper*, 18-10
- Chiu, I. e D. Katelouzou (2018), Making a Case for Regulating Institutional Shareholders' Corporate Governance Roles, *Journal of Business Law*, (1), 67-99
- Clark G. L., A. Feiner e M. Feiner (2015), From The Stockholder To The Stakeholder - How Sustainability Can Drive Financial Outperformance, *SSRN Electronic Journal* DOI:10.2139/ssrn. 2508281
- Conac, P.H. (2019), Le nouvel article 1833 du Code civil français et l'intégration de l'intérêt social et de la responsabilité sociale d'entreprise: constat ou révolution?, *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 3, 497 e ss.
- Commissione europea (2019), Progettare l'innovazione sociale: Impact Investing e Fondi UE, http://www.socialimpactagenda.it/wp-content/uploads/2019/07/Progettare-linnovazione-sociale_visualizzazione.pdf (1 giugno 2020)
- CONSOB, Methodos e Nedcommunity (2021), Non-financial information as a driver of transformation, <https://www.consob.it/documents/46180/46181/rnf2020.pdf/f1370058-d521-4a96-80c5-d64f7a7ac7ff> (20 giugno 2021)
- CONSOB (2019 e 2020a), Report on corporate governance of Italian listed companies, <http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/report-on-corporate-governance> (18 luglio 2020)
- CONSOB (2020b), La relazione consulente-cliente. Indagine mirroring, a cura di Capobianco, J., M. Caratelli, N. Linciano, P. Soccorso, <https://www.consob.it/documents/46180/46181/mirroring2020.pdf/15cad9ab-33aa-43dd-b9e6-06c7a1f2707a> (28 dicembre 2020)
- CONSOB (anni vari), Report on financial investments of Italian households, <http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/report-on-investments-households> (18 luglio 2020)

- CSR Europe e GRI (2017), Member State Implementation of Directive 2014/95/EU, https://www.globalreporting.org/resource/library/NFRpublication%20online_version.pdf (30 giugno 2018)
- Del Baldo, M. (2015), A State of the Art of Corporate Social Responsibility Diffusion in Italy: Limits and Potentials, in Corporate Social Responsibility in Europe – United in Sustainable Diversity, Springer
- De Haas, R. e A. Popov (2019), Finance and carbon emissions, ECB Working Paper No 2318, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2318~44719344e8.en.pdf> (24 febbraio 2021)
- Dimson E., o: Karakaş e X. Li (2015), Active Ownership, Review of Financial Studies, 28 (12), 3225-3268, Fox School of Business Research Paper no. 16-009
- Diouf, D., T. Hebb e E. Touré (2016), Exploring Factors That Influence Social Retail Investors' Decisions: Evidence from Desjardins Fund, Journal of Business Ethics 134, 1, 45-67, <http://www.jstor.org/stable/24703755>, (12 settembre 2020)
- Dyllick, T. e K. Muff (2015), Clarifying the Meaning of Sustainable Business: Introducing a Typology from Business-as-Usual to True Business Sustainability, Organization & Environment, 1-19, https://www.bsl-lausanne.ch/wp-content/uploads/2015/04/Dyllick-Muff-Clarifying-Publ-Online.full_.pdf (18 agosto 2020)
- EBA (2019a), Draft Guidelines on Loan Origination and Monitoring, Consultation paper EBA/CP/2019/04, disponibile al sito <file:///C:/Users/linciano/Downloads/CP%20on%20GLs%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring.pdf> (9 febbraio 2020)
- EBA (2019b), EBA Action Plan on Sustainable Finance, 6 December 2019, disponibile al sito <https://eba.europa.eu/file/376050/download?token=oMDnkR18> (9 febbraio 2020)
- ECB (2020), Financial Stability Review, <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202011~b7be9ae1f1.en.html> (24 febbraio 2021)
- ECB (2021), Shining a light on climate risks: the ECB's economy-wide climate stress test, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210318~3bbc68ffc5.en.html> (24 aprile 2021)
- Eccles, R.G., I. Ioannou e G. Serafeim (2014), The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance, Management Science, 60 (11), 2835-2857, disponibile al sito <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1964011>
- Eccles, R.G., M.D. Kastropeli e S.J. Potter (2017), How to Integrate ESG into Investment Decision-Making: Results of a Global Survey of Institutional Investors, Journal of Applied Corporate Finance, 29 (4), 125-133
- El Goul S., O. Gueghami, C.Y.C. e D. Mishra (2011), Does corporate social responsibility affect the cost of capital?, Journal of Banking & Finance, 35 (9), September, 2388-2406

- Elst C. (2018), Shareholder Sustainability Activism in the Netherlands, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper no. 396
- ESMA (2019), Report on undue short-term pressure on corporations from the financial sector, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762_report_on_undue_short-term_pressure_on_corporations_from_the_financial_sector.pdf (20 dicembre 2019)
- ESMA (2021), Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, no. 1, <https://www.esma.europa.eu/document/esma-report-trends-risks-and-vulnerabilities-no1-2021> (20 aprile 2021)
- ESRB (2016), Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk, Reports of the Advisory Scientific Committee No 6 / February 2016, https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports_ASC_6_1602.pdf (28 dicembre 2020)
- ETicaNews e Anasf (2018), Prodotti SRI: il coinvolgimento consulente-cliente, ricerca Real Trend, disponibile al sito <https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2015/11/Presentazione-ET-10-nov-2015.pdf> (11 maggio 2020)
- European Commission (2020a), Study on directors' duties and sustainable corporate governance, Final Report, <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en> (18 agosto 2020)
- European Commission (2020b), Testing Draft EU Ecolabel Criteria on UCITS equity funds, https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau//sites/default/files/2020-07/EV0420278ENN_en.pdf (18 agosto 2020)
- European Commission (2020c), Study on sustainability-related ratings, data and research, <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d7d85036-509c-11eb-b59f-01aa75ed71a1/language-en/format-PDF/source-183474104> (18 gennaio 2021)
- European Environmental Bureau, European Consumer Organisation, Transport and Environment, Better Finance, FairFin, WWF and Zero Waste Europe (2020), Comments to the JRC's Update on the EU Ecolabel for Retail financial Products and discussion points for the EUEB, giugno 2020, consultabile all'indirizzo https://www.beuc.eu/publications/beuc-x-2020-026_ecolabel_financial_products_ngo_joint_briefing.pdf, (12 febbraio 2021)
- EUROSIF (2014), European SRI Study, <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-2014.pdf> (12 febbraio 2020)
- EUROSIF (2018), European SRI Study, <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study-LR.pdf> (20 dicembre 2020)
- Faiella, I. e Lavecchia (2020), The carbon footprint of Italian loans, Banca d'Italia, Occasional Paper, n. 557, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0557/index.html> (20 aprile 2021)
- Fatemi, A., I. Fooladi e H. Tehranian (2015), Valuation effects of corporate social responsibility. Journal of Banking & Finance, 59, 182-192, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.028>

- Fleisher, H. (2018), La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato, *Rivista delle società*
- Freeman, R.E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, London
- Freshfields Bruckhaus Deringer (2005), A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance issues into Institutional Investment, produced for the Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative, https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf (2 febbraio 2020)
- Friedman M. (1970), The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, *The New York Times Magazine*, September 13, http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf?mod=article_inline (28 febbraio 2021)
- Friede, G., T. Busch e A. Bassen (2015), ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5 (4)
- Giese, G. e Z. Nagy (2018), How Market Prices ESG: Have Changes in ESG Scores Affected Stock Prices?, *MSCI Research Insight*, disponibile al sito <https://www.msci.com/www/research-paper/how-markets-price-esg-have/01159646451> (3 dicembre 2019)
- Girard, F.L. e P. Nijkamp (1997), *Le valutazioni per lo sviluppo sostenibile della città e del territorio*, Franco Angeli
- Giudici, G. e M. Bonaventura (2018), La relazione fra rating ESG e performance di mercato: uno studio sui titoli dell'indice Stoxx® Europe 600, *Quaderno di ricerca Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano – Banor SIM*
- Giuzio, M., D. Krusec, A. Levels, A.S. Melo, K. Mikkonen and P. Radulova (2019), Climate change and financial stability, *Financial Stability Review*, https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart201905_1~47cf778cc1.en.html#toc3 (28 agosto 2020)
- Global Sustainable Investment Alliance (GIIN, 2018), *Global Sustainable Investment Review*, disponibile al sito http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf (9 dicembre 2019)
- Global Impact Investing Network (GIIN, 2020), *Impact Investing Decision-Making: Insights on Financial Performance*, https://thegiin.org/assets/Impact%20Investing%20Decision%20making_Insights%20on%20Financial%20Performance.pdf (18 dicembre 2020)
- Gollier, C. e S. Pouget (2014), The 'washing machine': Investment strategies and corporate behavior with socially responsible investors, *TSE Working paper no. 14-457*
- Grabenwarter, U. e H. Liechtenstein (2011), *In Search of Gamma - An Unconventional Perspective on Impact Investing*, IESE Business School Working Paper, 25 disponibile al sito <https://ssrn.com/abstract=2120040> (12 febbraio 2020)

- Griffin, C. (2019), We Three Kings: Disintermediating Voting at the Index Fund Giants (March 1, 2019). Maryland Law Review, Forthcoming 2020, <https://ssrn.com/abstract=3365222> (2 febbraio 2020)
- Griggs, D.J., M. Nilsson, A. Stevance e D. McCollum (2017), A guide to SDG interactions: From science to implementation. Paris, France: International Council for Science (ICSU), <https://hdl.handle.net/10568/80993>
- Gunnar, F., A. Bassen, M. Lewis e T. Busch (2015), ESG & Corporate Financial Performance: Mapping the Global Landscape, Deutsche Asset & Wealth Management, disponibile al sito [https://institutional.dws.com/content/_media/K15090_Academic_Insights_UK_EMEA_RZ_Online_151201_Final_\(2\).pdf](https://institutional.dws.com/content/_media/K15090_Academic_Insights_UK_EMEA_RZ_Online_151201_Final_(2).pdf) (14 febbraio 2020)
- G20 (2016), Green Finance Synthesis Report, disponibile al sito http://www.g20.utoronto.ca/2018/g20_sustainable_finance_synthesis_report.pdf (13 febbraio 2020)
- Hale, S.M.K. (2003), Corporate Law and Stakeholders: Moving Beyond Stakeholder Statutes, in 45 Ariz. L. Review, 823
- Hasbrouck, J. e G. Saar (2013), Low-Latency Trading, Journal of Financial Markets 16 (4), 646–79
- Heinemann K., B. Zwergel, S. Gold, S. Seuring and C. Klein (2018), Exploring the Supply-Demand-Discrepancy of Sustainable Financial Products in Germany from a Financial Advisor's Point of View, Sustainability 10 (4):944, disponibile al sito doi:10.3390/su10040944 (11 maggio 2020)
- Heinkel, R., A. Kraus e J. Zechner (2001), The effect of green investment on corporate behavior, Journal of Financial and Quantitative Analysis 36, 431–449
- High Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG, 2017), Financing a Sustainable European Economy, Interim Report, https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-high-level-expert-group_en (11 gennaio 2020)
- High Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG, 2017), Financing a Sustainable European Economy, Final Report, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf (11 gennaio 2020)
- Hoepner, A.G.F., I. Oikonomou, Z. Sautner, L.T. Starks e X.Y. Zhou (2018), ESG Shareholder Engagement and Downside Risk, AFA 2018 paper, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper no. 671/2020
- Hoffmann, E., C. Dietsche e C. Hobelsberger (2018), Between mandatory and voluntary: non-financial reporting by German companies, DOI: 10.1007/s00550-018-0479-6 (21 gennaio 2020)
- Hong, H., F.W. Li e J. Xu (2016), Climate Risks and Market Efficiency, https://www.nber.org/system/files/working_papers/w22890/w22890.pdf (28 dicembre 2020)

- HSBC (2019), Blockchain Gateway for Sustainability Linked Bonds, https://docs.wixstatic.com/ugd/3d4f2c_a8d74cac6f974984a67f7b8c05146fbc.pdf (15 febbraio 2021)
- IMF (International Monetary Fund, 2019), Sustainable Finance, in Global Financial Stability Report, October, https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF082/26206-9781498324021/26206-9781498324021/Other_formats/Source_PDF/26206-9781513515946.pdf (20 febbraio 2020)
- International Business Council (2020), Toward Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation – WEF, <https://www.weforum.org/whitepapers/toward-common-metrics-and-consistent-reporting-of-sustainable-value-creation> (4 gennaio 2021)
- Investment Leadership Group (2014), The Value of Responsible Investment, University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership, disponibile al sito <https://www.cisl.cam.ac.uk/resources/publication-pdfs/ilg-the-value-of-responsible-investment.pdf> (8 febbraio 2019)
- Ioannis, I. e G. Serafeim (2017), The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting, Harvard Business School Research Working Paper 11-100, <https://ssrn.com/abstract=1799589A> (8 febbraio 2019)
- ISTAT (2020), Censimento permanente delle imprese 2019: i primi risultati, disponibile al sito <https://www.istat.it/it/files//2020/02/Report-primi-risultati-censimento-imprese.pdf> (15 giugno 2020)
- Jarrow, R.A. e Protter, P. (2012), A dysfunctional role of high frequency trading in electronic markets, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 15(03)
- JRC (2019), Development of EU Ecolabel criteria for Retail Financial Products Technical Report 2.0: Draft proposal for the product scope and criteria, https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau//sites/default/files/2020-02/20191220_EU_Ecolabel_FP_Draft_Technical_Report_2-0.pdf (18 novembre 2020)
- Kay Review (2012) The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making, July, <https://www.gov.uk/government/consultations/the-kay-review-of-uk-equity-markets-and-long-term-decision-making> (8 febbraio 2019)
- Keay, A. (2007), Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom's Enlightened Shareholder Value Approach, *Sydney Law Review*, 29 (4), 577-579
- Khan, M., G. Serafeim e A.S. Yoon (2016), Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality, *The Accounting Review*, 91 (6), 1697-1724, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2575912>
- KPMG (2014), A New Vision of Value: Connecting Corporate and Societal Value Creation, <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2014/10/a-new-vision-of-value-v1.pdf> (21 agosto 2020)

- Kölbel, J., F. Heeb, F. Paetzold e T. Busch (2020), Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact in Organization & Environment, disponibile al sito <https://doi.org/10.1177/1086026620919202> e <https://ssrn.com/abstract=3289544> (12 settembre 2020)
- Krüger, P. (2015), Corporate Goodness and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, 115 (2), 304–329
- Lazzaroli L. e A.M. Romani (2020), Sviluppare la finanza sostenibile: sfide e priorità europee e il ruolo della Bei, *Bancaria*, 17–21
- Lee, K.-W. e G. Yeo (2016), The association between integrated reporting and firm valuation, *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 47 (4), 1221–1250
- Li, Y., M. Gong, X.Y. Zhang e L. Koh (2018), The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: the role of CEO power, *The British Accounting Review*, 50 (1), 60–75
- Libertini, M. (2009), Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità dell'impresa, in *Rivista delle Società*, I, 1–19
- Lo, A.W. (2015), The adaptive markets hypothesis, *The Journal of Portfolio Management*, 30 (5), 15–29
- Macchiavello, E. e M. Siri (2020), Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of 'Green FinTech', *European Banking Institute Working Paper Series 2020 - no. 71*, <https://ssrn.com/abstract=3672989> (30 dicembre 2020)
- Małgorzata, J., A. Pieloch-Babiarz e A. Sajnog (2020), Does Short-Termism Influence the Market Value of Companies? Evidence from EU Countries, *Journal of Risk Financial Management*, 13, 272; doi:10.3390/jrfm13110272
- Matten D. e J. Moon (2008), 'Implicit' and 'Explicit' CSR: A Conceptual Framework for a Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility, *Academy of Management Review*, 33 (2)
- Maugeri M. (2019), Informazione non finanziaria e interesse sociale, in *Rivista delle Società*
- Menghinello, S. (2020), Focus su sostenibilità e responsabilità delle imprese, disponibile al sito <https://www.slideshare.net/slideistat/s-menghinello-focus-su-responsabilit-e-sostenibilit-delle-imprese> (15 giugno 2020)
- Menkveld (2011), "High Frequency Trading and the New Market Makers", University of Amsterdam working paper, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/86769/1/11-076.pdf> (9 maggio 2021)
- Miklebust T. (2020), High-Frequency Trading as an Impediment to Long-Term and Sustainable Finance: Identifying a Regulatory Gap that Can Put the Goals of the European Action Plan on Financing Sustainable Growth at Risk, *Oslo Law Review*, Volume 7, No. 2-2020
- Montalenti, P. (2018), L'interesse sociale: una sintesi, in *Rivista delle società*, 316

- Morningstar (2021), Global Sustainable Fund Flows Report, febbraio 2021, <https://www.morningstar.com/lp/global-esg-flows> (9 aprile 2021)
- Morse, A. (2019), Eco-Labeling, Intentionality, and the Landscape of Sustainable Investment, presentazione al convegno Promoting Sustainable Investment Conference, Brussels, 8-9 gennaio 2019, disponibile al sito <https://ec.europa.eu/jrc/en/event/conference/promoting-sustainable-finance> (20 agosto 2019)
- Möslein, F. e K.E. Sørensen (2018), The Commission's Action Plan for Financing Sustainable Growth and its Corporate Governance Implications, Nordic & European Company Law Working Paper, 18-17
- Motta E.M. e K. Uchida (2018), Institutional investors, corporate social responsibility, and stock price performance, *Journal of the Japanese and International Economies*, Elsevier, 47 (C), 91-102
- McDaniels, J. (2020), Implications of the COVID-19 Pandemic for Global Sustainable Finance, disponibile al sito <https://unepinquiry.org/publication/implications-of-the-covid-19-pandemic-for-global-sustainable-finance/> (11 maggio 2020)
- McKinsey Global Institute (2020), Climate risk and response: Physical hazards and socioeconomic impacts, <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/climate-risk-and-response-physical-hazards-and-socioeconomic-impacts> (11 maggio 2021)
- Nagy, Z., A. Kassam, e L.E. Lee (2016), Can ESG Add Alpha? An Analysis of ESG Tilt and Momentum Strategies, *Journal of Investing*, 25 (2), 113-126
- Naughton, J.P., C. Wang e I. Yeung (2019), Investor Sentiment for Corporate Social Performance, *The Accounting Review* 94 (4), 401-420
- Network for Greening the Financial System (2018), First Progress Report, October, <https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2018/10/11/818366-ngfs-first-progress-report-20181011.pdf> (30 dicembre 2020)
- Network for Greening the Financial System (2019), A call for action Climate change as a source of financial risk, First comprehensive report, April, https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2019/04/17/ngfs_first_comprehensive_report_-_17042019_0.pdf (30 dicembre 2020)
- Nilsson, J. (2008), Investment with a conscience: Examining the impact of pro-social attitudes and perceived financial performance on socially responsible investment behavior, *Journal of Business Ethics* 83, 307-325
- OECD (2015), Social Impact Investment. Building the Evidence Base, <https://www.oecd.org/sti/social-impact-investment-9789264233430-en.htm> (30 dicembre 2020)
- OECD (2017a), Investing in climate, investing in growth, <https://www.oecd.org/env/investing-in-climate-investing-in-growth-9789264273528-en.htm> (12 febbraio 2020)

- OECD (2017b), Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors, <https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf> (2 febbraio 2021)
- OECD (2019), Blockchain technologies as a digital enabler for sustainable infrastructure, <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/Oec26947-en.pdf?expires=1621327878&tid=id&tacname=guest&checksum=EB2022D73B1D7B0CAC01E1C4D002397E> (18 maggio 2021)
- OECD (2020), Sustainable and Resilient Finance, OECD Business and Finance Outlook 2020
- Osservatorio Socialis (2020), L'impegno sociale delle aziende in Italia, IX Rapporto di indagine 2020, <https://csrcheck.it/online/wp-content/uploads/2020/06/IX-Rapporto-CSR-in-Italia.pdf> (18 agosto 2020)
- Ostrom, E. (1990), *Governing the Commons: The Evolution of Institutions for Collective Action*, New York: Cambridge University Press
- Ostrom, E. (2002), Reformulating the Commons, *Ambiente & Sociedade*, V (10), 1-22, <https://www.scielo.br/pdf/asoc/n10/16883.pdf>
- Paccès, A. e E. Martino (2020), Shareholders Right Directive II: the Italian Implementation, *Revue Trimestrielle de Droit Financier* (2), 43-56, <https://ssrn.com/abstract=3707624>
- Peylo, B.T. (2011), Integration of Sustainability into Modern Portfolio Theory, *Journal of Management and Financial Sciences*, VI (6), 85-109, <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2014/10/a-new-vision-of-value-v1.pdf> (21 agosto 2020)
- Pezzey, J.C.V. e M.A. Toman (2005), 'Sustainability and its Economic Interpretations', in R.D. Simpson, M.A. Toman and R.U. Ayres, eds. (2005), *Scarcity and Growth: Natural Resources and the Environment in the New Millennium*, 121-141, Washington D.C.: RFF Press
- Polbennikov S., A. Desclée, L. Dynkin e A. Maitra (2016), ESG Ratings and Performance of Corporate Bonds, *The Journal of Fixed Income Summer*, 26 (1) 21-41
- Pollard, J.L., M.W. Sherwood e R.G. Klobus (2018), Establishing ESG as risk premia, *Journal of Investment Management*, 16, 32-43
- Poroy Arsoy, A., T. Bora e L. Karabiyik (2018), The effect of non-financial information on financial performance. Evidence from Turkey, dergipark.gov.tr/download/article-file/92550 (8 febbraio 2020)
- PwC (2019), Finanza Sostenibile. L'evoluzione del quadro normativo europeo per favorire la transizione alla *green economy* e gli impatti per gli intermediari finanziari, disponibile al sito <https://www.pwc.com/it/it/industries/banking-capital-markets/fs-top-trends/docs/toptrends-finanza-sostenibile.pdf> (9 dicembre 2019)
- Quaglia, G., Mastroianni, A., Donato, D. e N. Ceruti, (2021), Rischi finanziari legati al clima: una prospettiva sulle misure prudenziali europee,

- <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/banche-e-intermediari-finanziari/rischi-finanziari-legati-al-clima-una-prospettiva-sulle-misure-prudenziali> (20 aprile 2021)
- Rappaport, A. (2005), Perspectives: The Economics of Short-Term Performance Obsession, <https://ssrn.com/abstract=746567> (20 ottobre 2020)
- Riedl, A. M. e P. Smeets (2017), Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?, *Journal of Finance*, 72 (6), 2505-2550
- Reilly, P. e A. Mahabier (2019), ESG and Executive Remuneration—Disconnect or Growing Convergence?, <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/10/15/esg-and-executive-remuneration-disconnect-or-growing-convergence/> (18 agosto 2020)
- Renneboog, L., J.T. Horst e C. Zhang (2011), Is ethical money financially smart? Nonfinancial attributes and money flows of socially responsible investment funds, *Journal of Financial Intermediation* 20, 562–588
- Riordan, R e A. Storkenmaier (2012). Latency, liquidity and Price Discovery, *Journal of Financial Markets* 15(4), 416-437
- Romolini A., S. Fissi e E. Gori (2014), Scoring CSR Reporting in Listed Companies – Evidence from Italian Best Practices, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 21, 65–81
- Sandberg, J. (2011) Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective, *Journal of Business Ethics*, 101, 143–162, <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0714-8> (20 gennaio 2020)
- Sassen, R., A.-K. Hinze, I. Hardeck (2016), Impact of ESG factors on firm risk in Europe, *Journal of Business Economics*, 86, 867–904 (2016), <https://doi.org/10.1007/s11573-016-0819-3>
- Scattola, E. (2010), Sostenibilità e sviluppo sostenibile, disponibile al sito https://mpa.ub.uni-muenchen.de/37201/1/2010_Scattola_Sostenibilit_e_sviluppo_sostenibile._Evoluzione_del_concetto.pdf (15 febbraio 2020)
- Schoenmaker, D. e W. Schramade (2019), *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press
- Schroders (2019), Global Investor Study GIS, Le persone sono incoraggiate a investire in modo sostenibile? disponibile al sito <https://www.schroders.com/it/it/investitori-privati/global-investor-study/2019-findings/sustainability/> (15 febbraio 2020)
- Sergakis, K., The Perils of Public Enforcement of Shareholders' Duties, *Oxford Business Law Blog*, post del 12.9.2018, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/09/perils-public-enforcement-shareholders-duties>
- Sierra-Garcia, L., M. Garcia-Benau and H.M. Bolas-Araya (2018), Empirical Analysis of Non-Financial Reporting by Spanish Companies, <https://www.mdpi.com/2076-3387/8/3/29> (14 settembre 2020)
- Soppe, A. (2004), Sustainable Corporate Finance, *Journal of Business Ethics*, 53, 213–224, doi:10.1023/B:BUSI.0000039410.18373.12

- Statman, M. (2008), Socially Responsible Investors and Their Advisors, *The Journal of Investment Consulting*, 9 (1), 15-26
- Stolowy, H. e L. Paugam (2018), The expansion of non-financial reporting: an exploratory study, *Accounting and Business Research*, 48:5, 525-548, DOI: 10.1080/00014788.2018.1470141 (14 settembre 2020)
- Strampelli, G. (2018), Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing (May 30), *Bocconi Legal Studies Research Series*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3187159 (20 agosto 2019)
- Taliento, M., C. Favino, e A. Netti (2019), Impact of Environmental, Social, and Governance Information on Economic Performance: Evidence of a Corporate 'Sustainability Advantage' from Europe, *Sustainability*, 11(3), DOI: 10.3390/su11061738.
- Tirole, J. (2016), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press
- UK Law Commission (2014) *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries*, <https://www.lawcom.gov.uk/project/fiduciary-duties-of-investment-intermediaries/> (1 febbraio 2020)
- UN Environment – World Bank Group Initiative (2017), *Roadmap for a Sustainable Financial System*, <http://documents1.worldbank.org/curated/en/903601510548466486/pdf/121283-12-11-2017-15-33-33-RoadmapforaSustainableFinancialSystem.pdf> (10 dicembre 2020)
- UN Global Compact, UNEP Finance e PRI (2015), *Fiduciary Duty in the 21st Century*, https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century.pdf (1 febbraio 2020)
- UN Secretary General's Task Force on Digital Financing of the Sustainable Development Goals (2019a), *Harnessing the digitalization of finance for the sustainable development goals*, White Paper, 28, <https://digitalfinancingtaskforce.org/wp-content/uploads/2019/07/DFET-White-PaperFinal-08-17-afa.pdf> harnessing (30 dicembre 2020)
- UN Secretary General's Task Force on Digital Financing of the Sustainable Development Goals (2019b), *Harnessing Digitalization in Financing of the Sustainable Development Goals*, Progress Report, <https://digitalfinancingtaskforce.org/wp-content/uploads/2019/09/Task-Force-CoChairInterim-Report.pdf> (30 dicembre 2020)
- UNEP (2016), *Fintech and Sustainable Development. Assessing the implications*, https://90bf1b73-3763-483f-abf5-1e464e9f1319.filesusr.com/ugd/3d4f2c_f57f7bc8bab34ecc8600cb19d3b52469.pdf (30 dicembre 2020)
- Vachon, S. (2007), Green supply chain practices and the selection of environmental technologies, *International Journal of Production Research*, 45, 18-19
- Vachon, S. e R.D. Klassen (2006), Extending green practices across the supply chain: the impact of upstream and downstream integration, *International Journal of Operation & Production Management*, 26, 795-821

- Williams, R. (2012), Enlightened Shareholder Value in UK Company Law, *UNSW Law Journal*, 35 (1), 360
- World Bank (2018), Blockchain and emerging digital technologies for enhancing post-2020 climate markets, Washington
- World Economic Forum (2013), From the Margins to the Mainstream Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors Industry Agenda, September, A report by the World Economic Forum Investors Industries prepared in collaboration with Deloitte Touche Tohmatsu, http://www3.weforum.org/docs/WEF_II_FromMarginsMainstream_Report_2013.pdf (9 dicembre 2019)
- World Commission on Environment and Development (WCED, 1987), Our common future, disponibile al sito https://www.are.admin.ch/are/it/home/sviluppo-sostenibile/cooperazione-internazionale/l_agenda-2030-per-uno-sviluppo-sostenibile/onu_-_le-pietre-miliari-dello-sviluppo-sostenibile/1987-rapporto-brundtland.html (9 dicembre 2019)
- Young, W., K., Hwang, S., McDonald, e C.J. Oates (2010), Sustainable Consumption: Green Consumer Behaviour when Purchasing Products, *Sustainable Development*, 18, 20–31
- Zadek, S. (2004), The Path to Corporate Responsibility, *Harvard Business Review*, December.
- Zarri, F. (2009), Corporate Social Responsibility: un concetto in evoluzione, *Impronta Etica*, http://www.ilmondounito.com/24%20CorporateSocialResponsability_zarri.pdf (16 febbraio 2020)
- Zhang, F. (2010) High-Frequency Trading, Stock Volatility, and Price Discovery (December 2010). available at Zhang, Frank, High-Frequency Trading, Stock Volatility, and Price Discovery, disponibile al sito <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1691679> e <https://ssrn.com/abstract=1691679> (dicembre 2010)
- 2D II (2020b), The Draft criteria of the Ecolabel on financial products and the second technical report are still misaligned with the requirements of the Ecolabel Regulation, Feedback on the second version of the Ecolabel criteria for financial products, <https://2degrees-investing.org/wp-content/uploads/2020/03/Draft-feedback-Report-on-the-second-version-of-the-Ecolabel-criteria-for-financial-products-1.pdf> (2 febbraio 2021)

Le misure attuative del Piano d'azione sulla finanza per la crescita sostenibile

Il Regolamento Disclosure

Il Regolamento (UE) n. 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore finanziario, introduce obblighi informativi armonizzati in capo ai *financial market participants*¹ e ai *financial advisors*² in merito alle modalità adottate per integrare i rischi di sostenibilità e i fattori ESG nelle scelte di investimento e nell'attività di consulenza³.

In particolare, tali obblighi informativi possono essere differenziati in cinque categorie con riguardo all'oggetto e alle modalità di diffusione dell'informazione: (i) informativa relativa alle *policies* in materia di sostenibilità adottate a livello di entità (artt. 3, 4 e 5); (ii) informativa precontrattuale (artt. da 6 a 9); (iii) informativa da pubblicare sul sito internet in merito a prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali o che hanno ad oggetto investimenti sostenibili (art. 10); (iv) informativa periodica in merito ai risultati conseguiti con riferimento ai prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali, o sociali, o che hanno ad oggetto investimenti sostenibili (art. 11); (v) informativa veicolata per il tramite delle comunicazioni di marketing (art. 13)⁴.

Tale Regolamento introduce altresì una definizione armonizzata di investimenti sostenibili, ossia investimenti in attività economiche che contribuiscono alla realizzazione di obiettivi ambientali o sociali, o a una combinazione di essi, senza recare danno ad altri⁵. Tale definizione segna un momento di collegamento con la

- 1 Ai sensi dell'articolo 2 del Regolamento Disclosure, sono *financial market participants*: i gestori di fondi UCITS, alternativi (AIF), EuVECA e EuSEF, le imprese e le banche che prestano il servizio di gestione del portafoglio, le imprese di assicurazione che rendono disponibile un prodotto di investimento assicurativo, gli enti pensionistici aziendali o professionali, i creatori di prodotti pensionistici e i fornitori di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo.
- 2 Ai sensi dell'articolo 2 del Regolamento Disclosure, sono *financial advisors*: le banche, le imprese di investimento e i gestori di fondi UCITS e AIF che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti, nonché le imprese e gli intermediari assicurativi che forniscono consulenza in materia di assicurazioni.
- 3 Per un commento in merito alle disposizioni del Regolamento Disclosure e alla loro idoneità a raggiungere l'obiettivo di armonizzare a livello europeo gli obblighi informativi relativi ad aspetti di sostenibilità, si veda Busch (2020).
- 4 Gli obblighi informativi previsti dal Regolamento Disclosure possono essere ulteriormente suddivisi tra obblighi informativi a livello di entità e obblighi informativi a livello di prodotto. A tale proposito, merita segnalare che il regolamento distingue tra prodotti qualificabili come *light green* (art. 8), *dark green* (art. 9) oppure *mainstream* (categoria residuale che ricomprende tutti i prodotti che non rientrano nelle prime due).
- 5 In particolare, ai sensi dell'art. 2, paragrafo 1, numero 17), si considera sostenibile un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in partico-

disciplina di cui al Regolamento Tassonomia (analizzato di seguito) e ai relativi atti delegati, ai quali è rimandata la specificazione degli obiettivi ambientali e dei criteri tecnici necessari per chiarire quando un'attività economica contribuisca in modo sostanziale a uno di tali obiettivi o arrechi un danno significativo a un altro di essi. La definizione di investimento sostenibile di cui al Regolamento Disclosure si discosta, in parte, da quella delineata nel Regolamento Tassonomia, in considerazione della maggiore rilevanza attribuita nel primo al fattore *social*.

Inoltre, quanto alle misure di livello 2, è importante evidenziare che il Regolamento Disclosure assegna un ruolo significativo al Comitato congiunto delle ESAs nello sviluppo di progetti di standard tecnici, al fine di specificare il contenuto e l'estensione degli obblighi informativi introdotti dal Regolamento medesimo⁶.

Il Regolamento Disclosure mira a ridurre le asimmetrie informative nella relazione *principal – agent*, dove per *principal* si intende il soggetto in surplus interessato a effettuare o che ha effettuato un'operazione di investimento, mentre per *agent* si intende il partecipante al mercato finanziario che rientra nella definizione prevista dal Regolamento medesimo. L'obiettivo di riduzione delle asimmetrie informative è perseguito dal legislatore europeo attraverso l'introduzione di obblighi informativi armonizzati in capo a soggetti, ossia i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari come definiti dal Regolamento, coinvolti nella catena dell'informazione finanziaria, al fine di favorire l'incontro tra la domanda e l'offerta di prodotti finanziari sostenibili in un mercato più trasparente. In questo senso, tale normativa costituisce un'applicazione del paradigma della regolamentazione del mercato finanziario mediante la previsione di norme armonizzate di trasparenza⁷.

lare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali'.

- 6 A tale proposito, si segnala che nel settembre 2020 si è conclusa la consultazione pubblica sul documento congiunto delle ESAs avente ad oggetto le proposte di norme tecniche di regolamentazione (RTS) per la specificazione del contenuto, delle metodologie e delle modalità di presentazione delle informazioni relative agli obblighi previsti *ab origine* nel Regolamento Disclosure, e che in data 2 febbraio 2021 il *Joint Committee* delle ESAs ha pubblicato il suo *Final Report* sugli RTS del Regolamento Disclosure. Inoltre, in data 17 marzo 2021 il *Joint Committee* delle ESAs ha pubblicato il *joint consultation paper* sugli RTS previsti dagli articoli 8 (4), 9 (6) e 11 (5) del Regolamento Disclosure, a seguito delle modifiche introdotte con il Regolamento Tassonomia, recanti la disciplina di attuazione relativa al contenuto e alla presentazione delle informazioni aggiuntive sui prodotti finanziari che investono in attività economiche ecosostenibili ai sensi del Regolamento Tassonomia. La consultazione pubblica terminerà in data 12 maggio 2021.
- 7 Fermo restando l'obiettivo di incrementare la trasparenza del mercato in materia di prodotti finanziari sostenibili, si può ipotizzare che la disciplina introdotta dal Regolamento Disclosure avrà effetti significativi anche sul modello di business e sull'operatività dei partecipanti al mercato finanziario, esercitando indirettamente una funzione di orientamento delle attività economiche e imponendo l'adozione di adeguati presidi organizzativi. Per un commento sugli obblighi di disclosure imposti dalla normativa europea in materia di finanza sostenibile in capo ai partecipanti ai mercati finanziari, si veda D. SABATINI, *Finanza sostenibile e obblighi di disclosure sugli investimenti ESG. Gli impatti per le banche*, in *Bancaria*, 2020, n. 1.

Le modifiche al Regolamento Benchmark

Il Regolamento (UE) n. 2019/2089 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019, che modifica il Regolamento (UE) n. 2016/1011, è stato adottato in attuazione dell'azione n. 5 dell'Action plan⁸ e introduce due nuove categorie di indici di riferimento, connessi a caratteristiche di sostenibilità: 'l'indice di riferimento UE di transizione climatica' e 'l'indice di riferimento UE allineato con l'Accordo di Parigi', individuandone requisiti e caratteristiche⁹.

Secondo la definizione dell'indice di riferimento UE di transizione climatica, le attività sottostanti devono essere selezionate, ponderate o escluse in modo che il portafoglio cui l'indice si riferisce segua una traiettoria di de-carbonizzazione¹⁰ e sia costruito in conformità alle norme minime stabilite negli atti delegati di cui all'art. 19-bis, paragrafo 2¹¹.

Secondo la definizione dell'indice di riferimento UE allineato con l'Accordo di Parigi, le attività sottostanti sono selezionate, ponderate o escluse in modo che le emissioni inquinanti del portafoglio cui l'indice si riferisce siano allineate agli obiettivi dell'Accordo di Parigi, adottato nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici. Inoltre, un indice di riferimento UE allineato all'Accordo di Parigi deve essere costruito in conformità alle norme minime stabilite negli atti delegati di cui all'art. 19-bis, paragrafo 2, e le attività collegate alle sue attività sottostanti non devono danneggiare significativamente altri obiettivi ESG.

Oltre a ciò, il Regolamento (UE) n. 2019/2089 ha apportato ulteriori significative modificazioni al Regolamento Benchmark, che possono essere sintetizzate come segue. Anzitutto, sono stati previsti nuovi obblighi informativi di carattere generale in capo agli amministratori di benchmark, relativi alla sostenibilità delle attività incluse negli indici amministrati¹², nonché obblighi informativi specifici in

8 Secondo la Commissione europea, infatti, *'Gli indici di riferimento tradizionali riflettono lo status quo e le relative metodologie e pertanto riflettono gli obiettivi di sostenibilità solo in misura limitata. In quanto tali essi non sono adeguati per misurare la prestazione degli investimenti sostenibili. In risposta i fornitori di indici stanno elaborando indici di riferimento ESG per cogliere gli obiettivi di sostenibilità ma l'assenza di trasparenza riguardo alle loro metodologie ne ha inficiato l'affidabilità. Per ridurre il rischio di greenwashing è necessario disporre di metodologie di indici sostenibili più trasparenti e affidabili'* (cfr. pagina 7 dell'Action plan).

9 A tale proposito, si vedano i nuovi articoli 19-bis, 19-ter e 19-quater, e l'Allegato III del Regolamento Benchmark.

10 Ai sensi del nuovo numero 23-quater dell'articolo 3 del Regolamento Benchmark, per 'traiettoria di de-carbonizzazione' si intende *'una traiettoria misurabile, scientifica e temporalmente definita tesa all'allineamento con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi di ridurre le emissioni di carbonio degli ambiti 1, 2 e 3 di cui all'allegato III, punto 1), lettera e)*.

11 Tale disposizione attribuisce alla Commissione il potere di adottare atti delegati al fine di prevedere norme minime, per gli indici di riferimento UE di transizione climatica e per gli indici di riferimento UE allineati con l'Accordo di Parigi, che specifichino: a) i criteri per la scelta delle attività sottostanti, compresi, se del caso, eventuali criteri di esclusione delle attività; b) i criteri e i metodi per la ponderazione delle attività sottostanti dell'indice di riferimento; c) la determinazione della traiettoria di decarbonizzazione per gli indici di riferimento UE di transizione climatica. Sulla base delle indicazioni contenute nel rapporto del TEG del settembre 2019 e dei risultati della consultazione pubblica svolta tra aprile e giugno 2020, la CE ha adottato in data 17 luglio 2020 gli atti delegati per la definizione dei requisiti tecnici minimi per la metodologia degli *UE climate benchmarks*. Dopo essere stati sottoposti allo *scrutiny period* del Parlamento europeo e del Consiglio, gli atti delegati sono stati pubblicati nella GUUE del 3 dicembre 2020.

12 In relazione all'obbligo di pubblicare informazioni circa la metodologia utilizzata per ciascuno degli indici di riferimento forniti dall'amministratore di benchmark, è stata aggiunta la spiegazione di come tale metodologia ri-

relazione ai nuovi indici connessi a caratteristiche di sostenibilità. In secondo luogo, il nuovo art. 19-*quinquies* del Regolamento impone agli amministratori che sono ubicati nell'Unione e che forniscono indici di riferimento significativi di adoperarsi, entro il 1° gennaio 2022, per fornire uno o più indici di riferimento UE di transizione climatica. Infine, sono state apportate alcune modifiche all'art. 42 del Regolamento Benchmark, al fine di coordinare la disciplina del trattamento sanzionatorio alle nuove disposizioni introdotte dal Regolamento (UE) n. 2019/2089.

Come evidenziato nel considerando n. 9 del Regolamento, l'introduzione degli indici di riferimento UE di transizione climatica e degli indici di riferimento UE allineati con l'Accordo di Parigi, sulla base di una metodologia espressamente collegata agli impegni assunti con tale accordo in materia di emissione di carbonio, persegue gli obiettivi di contribuire alla trasparenza della performance ambientale di un portafoglio di investimento e di prevenire fenomeni di *greenwashing*.

La necessità di adottare questa disciplina a livello europeo è sorta dalla proliferazione sul mercato di diverse categorie di indici di basse emissioni di carbonio, così qualificate nonostante l'esistenza di significative differenze in termini di obiettivi, strategie e metodologie. Tale proliferazione avrebbe potuto generare confusione a discapito degli utilizzatori degli indici, frammentare il mercato interno e determinare risposte non armonizzate da parte dei singoli Stati membri. In considerazione di ciò, la Commissione ha ritenuto fondamentale introdurre un quadro normativo che stabilisse requisiti minimi, a livello dell'Unione, per gli indici di riferimento UE di transizione climatica e per gli indici di riferimento UE allineati con l'Accordo di Parigi.

A una prima, necessariamente parziale, analisi delle nuove disposizioni introdotte nel Regolamento Benchmark emergono alcune perplessità in relazione alla natura volontaria dei due nuovi indici di riferimento connessi a caratteristiche di sostenibilità, che potrebbe inficiarne in concreto l'efficacia nel realizzare l'obiettivo di aumentare la trasparenza del mercato, nonché all'incidenza che tali benchmark avranno rispetto agli standard accettati nella prassi dagli operatori di mercato.

Il Regolamento Tassonomia

Il 18 giugno 2020 è stato adottato il Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del Regolamento (UE) 2019/2088 (di seguito, Regolamento Tassonomia)¹³.

fletta i fattori ESG (si veda l'art. 13, rubricato '*trasparenza della metodologia*', ove è stata aggiunta la lettera d) al primo paragrafo). Inoltre, in relazione all'obbligo di pubblicare un *benchmark statement* di cui all'art. 27 del regolamento, il nuovo paragrafo 2-*bis* prevede che la dichiarazione debba avere ad oggetto anche il modo in cui i fattori ESG si riflettono in ciascun indice di riferimento o famiglia di indici di riferimento. Per gli indici etichettati quali indici di riferimento UE di transizione climatica e indici di riferimento UE allineati con l'Accordo di Parigi, il *benchmark statement* deve spiegare come la metodologia dell'indice si allinea con l'obiettivo di riduzione delle emissioni di carbonio o consegue gli obiettivi dell'Accordo di Parigi.

¹³ Si segnala che l'adozione del Regolamento Tassonomia è stata preceduta dalla pubblicazione nel marzo 2020 del rapporto finale sulla tassonomia del *Technical Expert Group on sustainable finance*. In particolare, il rapporto contie-

La disciplina, la cui applicazione sarà graduale e si protrarrà fino al 2023, risponde a finalità inquadrabili nell'ambito degli obiettivi UE di neutralità climatica entro il 2050, ribaditi dallo *European Green Deal*.

Il Regolamento Tassonomia sancisce la nascita del primo sistema armonizzato di classificazione delle attività economiche sostenibili a livello globale e mira a superare gli ostacoli allo sviluppo degli investimenti sostenibili legati all'assenza di un linguaggio comune e definizioni condivise e a favorire la trasparenza e la comparabilità delle informazioni, diffuse al mercato, che fanno riferimento ai concetti di sostenibilità e di investimento sostenibile, riducendo il ricorso a illegittime pratiche di *greenwashing*.

In particolare, il Regolamento individua sei obiettivi ambientali: la mitigazione dei cambiamenti climatici; l'adattamento ai cambiamenti climatici; l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; la transizione verso un'economia circolare, la prevenzione e il riciclaggio dei rifiuti; la prevenzione e il controllo dell'inquinamento; la protezione degli ecosistemi sani.

In virtù della disciplina così delineata, un'attività economica potrà essere considerata ecosostenibile ai fini di investimento se soddisfa i criteri individuati all'art. 3, ovvero se: (i) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali sopra richiamati e rispetta gli ulteriori criteri, specificamente indicati negli artt. da 6 a 11 del Regolamento, in relazione a ciascun obiettivo; (ii) non arreca un danno significativo ad alcuno degli obiettivi ambientali sopra menzionati nel rispetto di quanto previsto dall'art. 12¹⁴; (iii) è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste dall'art. 13, ossia delle procedure attuate dall'impresa per garantire l'allineamento con le linee guida OCSE per le imprese multinazionali e i principi guida delle Nazioni Unite sulle imprese e i diritti umani; (iv) è conforme ai criteri di vaglio tecnico, ove essi siano stati specificati dalla Commissione mediante l'adozione di un atto delegato.

Ne consegue che un'attività economica può essere considerata ecosostenibile ai fini del Regolamento Tassonomia se, in primo luogo, è tale da apportare un contributo sostanziale al raggiungimento di almeno uno degli obiettivi sopra elencati¹⁵. A tal proposito, nel Regolamento Tassonomia è prevista una delega a favore della

ne le raccomandazioni finali del gruppo di lavoro alla Commissione europea in merito alla complessiva disciplina della Tassonomia, nonché con riguardo a profili specifici (ad esempio le linee guida sull'implementazione della tassonomia e sulla relativa disclosure da parte dei suoi utilizzatori, nonché le raccomandazioni sugli *screening criteria* che saranno definiti con le misure di livello 2 per i settori e le attività economiche interessate dagli obiettivi di mitigazione e adattamento al cambiamento climatico).

- 14 All'articolo 12 del Regolamento si chiarisce, in relazione a ciascun obiettivo ambientale, quando un'attività economica arrechi 'un danno significativo'. A titolo di esempio, è previsto che un'attività economica danneggi in modo significativo l'obiettivo di mitigazione dei cambiamenti climatici se la stessa conduce a significative emissioni di gas a effetto serra.
- 15 Nella prospettiva di chiarire l'esatta portata dell'espressione, i successivi artt. da 6 a 11 del Regolamento specificano, in relazione a ciascun distinto obiettivo ambientale, quando possa ritenersi che un'attività economica apporti un contributo sostanziale al suo raggiungimento. A titolo di esempio, l'art. 6 del Regolamento chiarisce che '*Si considera che un'attività economica dà un contributo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici se contribuisce a stabilizzare le concentrazioni di gas a effetto serra nell'atmosfera tanto da impedire pericolose interferenze di origine antropica con il sistema climatico perché evita o riduce le emissioni di gas a effetto serra o migliora l'assorbimento dei gas a effetto serra con una delle modalità descritte di seguito, anche attraverso prodotti o processi innovativi (...)*'.

Commissione per l'integrazione, mediante l'adozione di atti delegati, delle disposizioni del Regolamento, con lo scopo di specificare i criteri di vaglio tecnico (*screening criteria*) per determinare a quali condizioni si considera che una determinata attività offra un contributo sostanziale a un obiettivo ambientale e a quali condizioni si considera invece che una data attività economica arrechi un pregiudizio significativo al raggiungimento di altri obiettivi. Nella definizione degli atti delegati, la Commissione europea è assistita da una Piattaforma sulla finanza sostenibile – da essa presieduta e composta da rappresentanti del settore pubblico (inclusa l'ESMA) e del settore privato – nonché da un Gruppo di esperti degli Stati membri (*Technical Expert Group on Sustainable Finance TEG*).

In ragione di tale delega, la Commissione europea è chiamata a svolgere, dunque, un ruolo significativo nell'opera di completamento del sistema di classificazione, individuando specifici criteri tecnici in attuazione delle previsioni generali dettate dal Regolamento. La discrezionalità attribuita alla Commissione europea sarà limitata, o quantomeno circoscritta, dall'attività di consulenza svolta dai due gruppi di supporto (la 'Piattaforma' e, in maggiore misura, il Gruppo di esperti degli Stati membri)¹⁶.

Il sistema di classificazione delle attività economiche sostenibili così delineato troverà applicazione, secondo quanto previsto all'art. 1 del Regolamento, nei riguardi delle misure, adottate dagli Stati membri o dall'Unione, che stabiliscono obblighi per gli operatori del mercato rispetto a prodotti finanziari o obbligazioni societarie commercializzate come ecosostenibili, nonché nei confronti dei partecipanti ai mercati finanziari che offrono prodotti finanziari definiti come ecosostenibili o con caratteristiche simili.

A fine 2020 sono state predisposte le prime misure di livello 2 relative ai parametri di riferimento ecosostenibili in attuazione del Regolamento con riguardo ai primi due obiettivi ambientali, tenendo conto anche del Rapporto Finale del TEG, pubblicato il 9 marzo 2020. Tali misure sono state adottate il 21 aprile 2021: come dichiarato dalla Commissione europea, il campo di applicazione dell'atto delegato contenente le suddette misure ricomprende le attività economiche di circa il 40% delle società quotate in borsa attive in settori (quali energia, silvicoltura, industria manifatturiera, trasporti ed edilizia responsabili in Europa di quasi l'80% delle emissioni dirette di gas a effetto serra). I criteri definiti nell'atto delegato terranno conto degli sviluppi e del progresso tecnologico e saranno pertanto riesaminati periodicamente.

16 A tale proposito, la Commissione europea ha pubblicato in data 20 novembre 2020 un progetto di atto delegato contenente i criteri tecnici in relazione agli obiettivi di mitigazione del cambiamento climatico e di adattamento allo stesso, poi adottato il 21 aprile 2021 (come si dirà a breve). I criteri tecnici sono stati definiti sulla base delle raccomandazioni espresse dal TEG nel rapporto finale pubblicato nel marzo del 2020 e sono sottoposti alla consultazione del mercato e degli *stakeholders*. Inoltre, il 1° marzo 2021 l'ESMA (così come l'EBA e l'EIOPA per i profili di loro interesse) ha pubblicato il suo *Final Report* sull'atto delegato che la Commissione europea dovrà emanare entro il 1° giugno 2021 ai sensi dell'articolo 8 del Regolamento Tassonomia, relativo alle informazioni supplementari in materia di sostenibilità che le società soggette alla *Non Financial Report Directive* dovranno pubblicare con riguardo al modo e alla misura in cui le loro attività sono in linea con quelle qualificate come sostenibili da parte del Regolamento Tassonomia.

mente, in modo da potervi aggiungere nuovi settori e attività, incluse quelle di transizione e altre attività abilitanti¹⁷.

Le altre iniziative in materia di finanza sostenibile

Le misure comprese nel *Sustainable Finance Package* appena esaminate costituiscono solamente una parte delle iniziative promosse dalle istituzioni europee al fine di orientare il sistema finanziario verso il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità. Senza alcuna pretesa di completezza, è utile ricordare una serie di ulteriori iniziative, complementari rispetto a quelle analizzate nei precedenti paragrafi, che mirano anch'esse all'attuazione del Piano di Azione sulla finanza sostenibile.

Le regole sull'intermediazione mobiliare

Nel maggio 2018, la Commissione ha pubblicato il primo pacchetto di misure legislative inerenti alla finanza sostenibile unitamente alle bozze di modifica dei regolamenti delegati della Direttiva 2014/65/UE (MiFID2¹⁸) e della direttiva 2016/97/UE (IDD¹⁹), con l'obiettivo di includere la considerazione dei criteri ESG nella disciplina dei servizi di investimento e della distribuzione assicurativa²⁰. Il 21 aprile 2021 la Commissione ha adottato sei atti delegati modificativi relativi alla consulenza in materia di investimenti e assicurazioni e ai doveri fiduciari, al fine di garantire che le imprese finanziarie, i gestori di attivi o gli assicuratori includano la sostenibilità nelle loro procedure e nella consulenza in materia di investimenti fornita ai clienti, nella valutazione dei propri rischi per la sostenibilità e in sede di ideazione e confezionamento dei loro prodotti.

Inoltre, in considerazione delle modifiche che saranno apportate alla normativa di livello 2, l'ESMA dovrà procedere all'aggiornamento delle misure di livello 3

17 Per i restanti quattro obiettivi ambientali, la tassonomia dovrebbe essere completata entro il 2021 e trovare applicazione alla fine del 2022. La prima applicazione della Tassonomia UE nei report societari e nella disclosure degli investitori è attesa nel 2022 con riguardo all'esercizio 2021. Come anticipato nella nota precedente, con un ulteriore atto delegato entro giugno 2021, la Commissione dettaglierà l'informazione che le società assoggettate agli obblighi di *non-financial reporting* dovranno pubblicare su come e sulla misura in cui le loro attività sono allineate a quelle considerate ecosostenibili ai sensi della Tassonomia UE.

18 Regolamento delegato n. 565/2017.

19 Regolamento delegato n. 2359/2017.

20 La Commissione europea ha altresì chiesto all'ESMA e all'EIOPA, per i profili di rispettiva competenza, di esprimere un *technical advice* sull'integrazione dei fattori e dei rischi di sostenibilità nella MiFID2 e nella IDD. Per quanto di specifico interesse, si segnala che in data 30 aprile 2019 l'ESMA ha pubblicato un *technical advice* sull'integrazione dei rischi e dei fattori di sostenibilità nella MiFID2 e un *technical advice* sull'integrazione dei rischi e dei fattori di sostenibilità nelle direttive UCITS e AIFMD. Ad esito delle risposte alla consultazione inerente al primo pacchetto di misure legislative del maggio 2018 e tenuto conto di quanto rappresentato nel suddetto *technical advice* EMSA, l'8 aprile 2020, la Commissione Europea – nell'ambito del processo di attuazione del proprio *Action Plan* sulla finanza sostenibile – ha posto in consultazione un secondo documento recante proposte di modifica del complessivo quadro normativo disciplinante i servizi finanziari in UE con l'intento di meglio definire e ulteriormente ampliare (rispetto al primo documento posto in consultazione) gli aspetti e le considerazioni in tema ESG da incorporare nel nuovo quadro normativo.

interessate, con specifico riguardo agli Orientamenti in tema *product governance*²¹ e a quelli inerenti al processo di valutazione dell'adeguatezza²².

Il quadro normativo così delineato avrà effetti significativi sui soggetti direttamente coinvolti da tali modifiche, sia sotto il profilo dei cambiamenti organizzativi necessari a garantire un'adeguata considerazione dei fattori ESG nelle varie fasi decisionali, sia sotto il profilo della relativa disclosure e della corretta informativa da produrre nei confronti della clientela.

Più in dettaglio, è ragionevole supporre che gli effetti che tali modifiche normative avranno sui processi e sulle procedure degli intermediari saranno maggiormente significativi con riferimento alle aree di seguito riportate: (i) i requisiti organizzativi e il processo di *product governance*; (ii) il processo di valutazione dell'adeguatezza; (iii) la valutazione degli effetti degli investimenti ESG sulla gestione dei rischi con il relativo coinvolgimento delle funzioni di *Risk Management* e di *Compliance*; (iv) l'individuazione e la gestione dei conflitti di interesse con un focus particolare nei confronti di quelli collegati all'attività di *self-placement*; (v) la trasparenza e l'informativa alla clientela.

Con specifico riferimento agli aspetti organizzativi, emerge la necessità per gli intermediari di considerare nei propri processi e procedure aziendali la componente relativa alla sostenibilità, identificando specifiche responsabilità sia in capo agli organi societari sia alle funzioni di controllo. Gli organi di indirizzo societario e di direzione, infatti, dovranno tenere in adeguata considerazione i criteri ESG nei propri processi decisionali, mentre le funzioni di controllo e, in particolare, le funzioni di *compliance* e di audit interno dovranno incorporare il 'rischio di sostenibilità' nelle proprie policy e valutare, anche alla luce dei criteri ESG, l'adeguatezza e l'efficacia delle politiche e delle procedure aziendali²³.

Con riguardo ai requisiti e alle procedure di *product governance*, l'impatto della disciplina di futura introduzione pare assai incisivo tenuto conto, in particolare, del fatto che tali requisiti troveranno applicazione nel caso in cui l'intermediario agisca in qualità sia di distributore sia di produttore. Includere i fattori ESG nei processi di *product governance* comporterà, infatti, la necessità di tenere in adeguata considerazione – non solo nella fase distributiva, ma anche nella fase di ideazione/realizzazione del prodotto – gli aspetti attinenti alla sostenibilità.

21 Orientamenti sugli obblighi di *governance* dei prodotti ai sensi della MiFID 2 – ESMA 35-43-620 IT del 5 febbraio 2018.

22 Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID 2 – ESMA35-43-1163 IT del 6 novembre 2018.

23 Queste ultime, peraltro, dovrebbero assicurare che il personale direttamente coinvolto nel processo di strutturazione e distribuzione di prodotti di investimento posseda non solo le conoscenze e competenze già allo stato previste dal pacchetto MiFID2 per tutto il personale coinvolto nella prestazione di servizi di investimento, ma anche quelle specificamente attinenti ai fattori *ESG* e ai rischi connessi all'investimento in strumenti finanziari sostenibili. A tal fine, gli intermediari – per sensibilizzare il proprio personale sulle tematiche relative alla sostenibilità nonché per colmare eventuali carenze nelle conoscenze e competenze specificamente attinenti agli aspetti sopra richiamati – dovranno altresì prevedere appositi percorsi formativi ad integrazione di quelli già normalmente previsti per le necessità di periodico aggiornamento professionale del personale.

La strutturazione di prodotti che posseggono caratteristiche di sostenibilità dovrà essere accompagnata dall'identificazione del relativo mercato di riferimento (*Target Market – TM*)²⁴, al fine di assicurarne la compatibilità con la potenziale clientela target. In tale ottica, quindi, dovranno essere acquisite dai clienti anche informazioni concernenti nello specifico le loro preferenze sugli investimenti sostenibili²⁵.

Con riguardo alla valutazione degli effetti degli investimenti ESG sulla gestione dei rischi, gli intermediari dovranno includere nell'ambito delle proprie politiche e procedure di gestione dei rischi anche considerazioni inerenti al 'rischio di sostenibilità', al fine di assicurare la corretta identificazione e mappatura di tutti i rischi relativi alle attività d'impresa, prevedendo, se necessario, anche la fissazione di un livello di rischio massimo tollerabile.

Quanto all'identificazione e gestione delle situazioni di conflitto di interessi dovrà essere, altresì, posta specifica attenzione a quelle collegate all'attività di distribuzione di strumenti finanziari rientranti nel perimetro degli investimenti sostenibili. Pertanto, gli intermediari dovranno disporre di procedure adeguate a garantire che l'inclusione dei fattori ESG nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione individuale di portafoglio non conduca a pratiche di *mis-selling*, in particolare nel caso di distribuzione di prodotti di propria emissione²⁶.

Da ultimo, nell'ambito del processo di allineamento delle proprie procedure aziendali al quadro normativo di futura introduzione, gli intermediari dovranno considerare anche gli aspetti inerenti alla trasparenza e alla corretta informativa da fornire alla clientela.

A tal proposito, giova rammentare le misure previste dal legislatore europeo al fine di migliorare l'informativa *ex-ante* fornita ai clienti con specifico riguardo sia alle caratteristiche e ai rischi *ESG* dei prodotti offerti sia alla circostanza che questi ultimi corrispondano a obiettivi di investimento e caratteristiche dei clienti anche in termini di preferenze *ESG* (si rimanda, sotto questo profilo, al Regolamento Disclosure). Tali previsioni rientrerebbero nel novero delle misure adottate dal legislatore europeo al fine di prevenire, o comunque di ridurre, il rischio di *greenwashing*.

24 In questa prima fase – considerando i concetti di proporzionalità e gradualità richiamati dal Legislatore Comunitario rispetto all'effettiva applicazione di tali modifiche normative – i fattori ESG entrerebbero esclusivamente nella definizione del TM positivo.

25 Ciò avrà ricadute anche sulla struttura del questionario di profilatura della clientela, che dovrà includere domande specifiche per ciò che attiene agli obiettivi e alle preferenze ESG del cliente, caratterizzate da un livello di granularità tale da assicurare un corretto *matching* con i prodotti effettivamente raccomandabili nell'ambito della prestazione di servizi di investimento. Ne consegue che anche le procedure di valutazione di adeguatezza dovranno essere opportunamente riviste al fine di includere nei relativi algoritmi di calcolo i fattori di sostenibilità.

26 A tal riguardo, infatti, appare utile evidenziare che la stessa ESMA ha sottolineato come, soprattutto nell'ambito delle attività di *self-placement*, si possa generare il rischio che le caratteristiche di sostenibilità vengano utilizzate in maniera opportunistica dagli intermediari per effettuare la vendita e la distribuzione di strumenti finanziari propri, potenzialmente caratterizzati da una struttura di costi più onerosa per l'investitore finale.

Il marchio ecolabel e la definizione di un green bond standard

Nella prospettiva di attuare in modo compiuto l'azione n. 2 dell'Action plan, la Commissione europea ha promosso due distinte iniziative: una proposta per l'estensione del marchio ecolabel europeo anche a determinate categorie di prodotti finanziari sostenibili e una proposta per la definizione di un *green bond* standard europeo²⁷.

Quanto alla prima iniziativa, nel marzo del 2019 è stata pubblicata una prima proposta di ecolabel UE per i prodotti finanziari sostenibili, elaborata con il supporto del Joint Research Centre della Commissione europea. La proposta prevede l'estensione, nell'ambito della normativa ecolabel introdotta nel 2010 per alcune tipologie di prodotti di consumo²⁸, del marchio europeo anche a determinate categorie di prodotti finanziari che rispondono a requisiti di sostenibilità (nella prima proposta i prodotti 'eleggibili' rientravano in quelli disciplinati dalla normativa dei cosiddetti PRIIPs – Packaged Retail Investment and Insurance-based Investments Products – UCITS –, Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities – e RAIF – Reserved Alternative Investment Fund)²⁹. L'utilizzo del marchio sarà subordinato alla certificazione di un ente accreditato del rispetto delle condizioni e degli obblighi previsti dalla normativa europea in corso di esame³⁰.

Tale proposta, che segna un'importante estensione dell'approccio consumeristico sotteso al Regolamento (UE) n. 66/2010 anche ai prodotti finanziari sostenibili, persegue l'obiettivo di rendere più semplice l'identificazione dei prodotti, tra quelli disponibili sul mercato, che rispettano criteri di sostenibilità, rafforzando la protezione degli investitori, soprattutto *retail*, contro il rischio di pratiche di *greenwashing*. In particolare, nella prospettiva del legislatore europeo, l'estensione del marchio *ecolabel EU* anche a certe categorie di prodotti finanziari dovrebbe consentire agli investi-

27 Secondo la Commissione europea 'Sulla base della futura tassonomia dell'UE per la sostenibilità, le norme e i marchi dell'UE per i prodotti finanziari sostenibili proteggerebbero l'integrità e la fiducia in un mercato finanziario sostenibile e consentirebbero un accesso più agevole agli investitori che ricercano tali prodotti' (si vedano pagine 4 e 5 del Piano d'azione).

28 L'*ecolabel* è un marchio facoltativo, la cui disciplina è contenuta nel Regolamento (CE) n. 66/2010 del Parlamento e del Consiglio. Esso prevede che ogni Stato membro abbia un «organismo» competente per il rilascio del marchio, previa verifica del rispetto dei criteri fissati per lo specifico gruppo di prodotto/servizio. Il processo di definizione dei criteri per la concessione del marchio e le attività di governo del sistema sono svolti da un organismo europeo (il Comitato dell'Unione europea per il marchio di qualità ecologica – CUEME), istituito dalla Commissione e composto da rappresentanti degli organismi nazionali competenti e di altre parti interessate.

29 Sotto questo profilo merita, tuttavia, evidenziare come l'ambito di applicazione della proposta di un marchio ecolabel per i prodotti finanziari possa essere estesa in futuro al fine di ricomprendere una vasta gamma di prodotti, ben oltre le categorie attualmente interessate. La proposta è collegata al Regolamento Tassonomia e alla *Non-Financial Reporting Directive (NFRD)*.

30 Nel progetto pubblicato nel marzo 2019 era delineata una prima disciplina: i) del novero dei prodotti finanziari potenzialmente interessa al marchio; ii) delle condizioni e dei criteri di investimento in attività sostenibili, il cui rispetto è necessario per il rilascio del marchio *Ecolabel*; iii) dei presidi di tipo informativo connessi all'utilizzazione del marchio. Nel dicembre del 2019 è stato pubblicato un secondo *technical report* del Joint Research Center (JRC) della Commissione, contenente un aggiornamento della proposta di criteri e di regole delineati nel primo rapporto del marzo 2019 (JRC, 2019). L'effettiva estensione del *framework Ecolabel* a talune categorie di prodotti finanziari sostenibili, mediante la pubblicazione di una decisione della Commissione europea, è prevista per il terzo trimestre del 2021. Per un'analisi critica dei contenuti del secondo rapporto pubblicato dal JRC della Commissione si vedano 21 Investing Initiative (2020) e European Environmental Bureau et al. (2020).

tori che sono sensibili alle tematiche della sostenibilità di fare affidamento, nella decisione sull'allocazione delle proprie risorse, a un marchio certificato e armonizzato a livello europeo.

La proposta mira, infatti, a creare uno marchio europeo unico, a fronte del proliferare di standard domestici non omogenei utilizzati anche in ambito internazionale (si ricordano, tra gli altri, lo standard tedesco FNG, lanciato nel 2015, l'*ecolabel* francese *Greenfin*, il *Nordic Swan Ecolabel* e il *LUXflag Climate Finance*).

Nella definizione delle condizioni e dei criteri di investimento sostenibile per il rilascio del marchio *Ecolabel EU* per i prodotti finanziari, la Commissione europea dovrà cercare un equo bilanciamento tra due diverse necessità: da un lato, quella di individuare un ampio novero di prodotti eleggibili, al fine di promuovere l'investimento *retail* in prodotti finanziari sostenibili e di stimolarne l'offerta sul mercato; dall'altro quella di preservare l'integrità del marchio *Ecolabel EU*, mediante la sua attribuzione ai soli prodotti finanziari che canalizzano le risorse raccolte verso attività economiche che diano un effettivo contributo al miglioramento dell'ecosistema.

In questo senso, la Commissione europea ha testato l'applicazione del primo dei sei criteri proposti dal *Joint Research Center* (JRC) per il rilascio dell'*ecolabel*³¹ a un campione di 101 fondi azionari UCITS, domiciliati in uno dei 27 Paesi della UE, qualificabili come *green* in virtù di uno tra gli standard nazionali prima menzionati ovvero distribuiti come *green* pur non essendo assistiti da alcuna 'etichetta'³². I risultati hanno mostrato che solo 3 dei 101 fondi considerati si qualificano come *green* sulla base del criterio *Ecolabel* in via di definizione, principalmente a causa sia dell'insufficienza di dati e informazioni necessarie per la classificazione (e che dovrebbero essere diffuse dalle società i cui titoli costituiscono il portafoglio dei fondi) sia dell'attuale limitatezza dell'ambito di applicazione della Tassonomia. Il potenziamento degli obblighi di disclosure conseguenti all'applicazione del Regolamento Tassonomia e della revisione della *Non-Financial Reporting Directive* (di cui al successivo paragrafo) aiuterà a colmare il gap nei dati almeno per le società quotate, al pari dell'estensione della Tassonomia ad altri obiettivi ambientali.

Quanto alla creazione di uno standard europeo per i *green bonds*, il *Technical Expert Group* (TEG) ha pubblicato un rapporto nel giugno del 2019, su impulso della Commissione europea e dopo una consultazione con il mercato, proponendo la creazione di uno *EU Green Bond Standard* di carattere volontario, al fine di rafforzare la trasparenza, la comparabilità e la fiducia nel mercato dei *green bonds* e di incorag-

31 Si veda il rapporto *Development of EU Ecolabel criteria for Retail Financial Products Technical Report 2.0: Draft proposal for the product scope and criteria*, citato anche alla nota precedente, che propone i seguenti criteri, definiti in coerenza con il Regolamento Tassonomia: i) investimenti in attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale; ii) esclusione sulla base degli aspetti ambientali; iii) esclusione sulla base degli aspetti sociali e di governance; iv) politiche di *Engagement*; v) informazione periodica per l'investitore *retail*; vi) contenuto dell'informazione che andrà a qualificare l'etichettatura *EU Ecolabel*.

32 Lo studio riclassifica i fondi selezionati verificando se i rendimenti dei titoli in portafoglio si riferiscono ad attività che soddisfano il criterio I proposto dal JRC (*investment in green economic activities*) e sono riferibili al conseguimento dell'obiettivo di *climate change mitigation* di cui al Regolamento Tassonomia (Commissione europea, 2020b).

giare i partecipanti al mercato finanziario a emettere e investire in *EU Green Bonds*. Il rapporto del TEG è stato aggiornato nel marzo 2020 con ulteriori raccomandazioni.

Lo standard proposto dal TEG, elaborato sulla base delle best practices internazionali, prevede che le risorse finanziarie raccolte mediante l'offerta di un *EU green bond* debbano essere utilizzate esclusivamente per finanziare un progetto qualificabile come *green* ai sensi del medesimo standard³³. Inoltre, l'emittente dovrà pubblicare, prima o al momento dell'emissione del *green bond*, un cosiddetto *Green Bond Framework*, confermando l'allineamento dell'offerta obbligazionaria ai criteri dell'*EU Green Bond Standard* e fornendo informazioni dettagliate sull'utilizzo previsto delle risorse finanziarie raccolte, sulla strategia seguita e sui processi. L'allineamento del *green bond* allo standard europeo dovrà essere certificato da un soggetto esterno accreditato³⁴.

Sulla base delle raccomandazioni contenute nel rapporto del TEG, la Commissione europea ha svolto dapprima un *inception impact assessment*³⁵ e, successivamente, una pubblica consultazione (conclusasi il 2 ottobre 2020) per acquisire le valutazioni dei partecipanti sull'opportunità di prevedere uno *EU green bond standard* mediante l'adozione di un atto legislativo³⁶.

La revisione della direttiva 2014/95/UE sull'informazione non finanziaria

La revisione della NFRD è un tassello fondamentale delle iniziative avviate dalla Commissione europea per lo sviluppo della finanza sostenibile³⁷. La consultazio-

33 Nella definizione di *green project* di cui al rapporto del TEG emerge un significativo allineamento dell'*EU Green Bond Standard* con la disciplina di cui al Regolamento Tassonomia. Infatti, è qualificabile come *green* il progetto che rispetti tutte le seguenti condizioni: *i)* contribuisca in modo sostanziale al raggiungimento di almeno uno degli obiettivi ambientali definiti dal Regolamento Tassonomia; *ii)* non arrechi un danno significativo ad alcuno degli altri obiettivi ambientali; *iii)* rispetti le garanzie minime di salvaguardia individuate dall'Organizzazione internazionale del lavoro; *iv)* rispetti i criteri di vaglio tecnico sviluppati dalla Commissione europea. In altre parole, si tratta dei medesimi requisiti definiti dal Regolamento Tassonomia per la qualificazione di un'attività economica come sostenibile.

34 Sebbene, allo stato, lo standard elaborato dal TEG costituisca una mera proposta, la cui adozione è rimessa all'iniziativa della Commissione in materia, si possono fin d'ora individuare alcuni temi di indagine che potranno essere successivamente approfonditi: i profili di connessione che sussistono tra la proposta dell'*EU Green Bond Standard* formulata dal TEG e la proposta di regolamento sulla tassonomia delle attività ecosostenibili, nonché la comparazione della proposta formulata dal TEG con i *Green bond standard* dell'ICMA. La coerenza complessiva dell'*EU Green Bond Standard* rispetto alla nuova normativa europea in materia di finanza sostenibile e agli *standard* per i *green bonds* sviluppati dall'industria dovrebbero, infatti, favorire l'attrattività sul mercato delle future emissioni di *EU green bonds*.

35 Ulteriori informazioni rispetto a questa iniziativa all'indirizzo: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12447-EU-Standard-for-Green-Bond->.

36 A tale riguardo, per un'analisi della proposta di un *green bond standard* europeo si vedano i contributi alla consultazione dello European Fund and Asset Management Association, *Efama's reply to the European commission's targeted consultation on the establishment of an EU green bond standard*, 2 ottobre 2020, consultabile all'indirizzo <http://www.efama.org/Publications/Public/20-4051.pdf>, e dell'ESMA, *ESMA response to EC targeted consultation on the establishment of an EU Green Bond Standard*, 23 settembre 2020, consultabile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-responds-eu-green-bond-standard-consultation>.

37 Facendo seguito alle Comunicazioni dell'11 dicembre 2019 e 14 gennaio 2020, rispettivamente *The European Green Deal* (COM(2019) 640 final) e *Sustainable Europe Investment Plan – European Green Deal Investment Plan* (COM(2020) 21 final), la Commissione europea, sulla scia del Piano d'azione del 2018, ha posto in consultazione una

ne pubblica in materia di revisione della NFRD è stata lanciata il 20 febbraio 2020 e si è conclusa il successivo 11 giugno. L'iniziativa fa seguito all'*inception impact assessment*, pubblicato il 30 gennaio 2020, dal quale è emerso il notevole aumento della necessità di informazioni ESG, per effetto, da un lato, dell'esigenza degli investitori di comprendere meglio i rischi finanziari derivanti dall'attuale crisi ambientale e, dall'altro, di una crescente offerta di prodotti che cercano di mitigare le problematiche ambientali e sociali (oltre che in considerazione della nuova normativa ESG).

La vigente NFRD non è in grado di soddisfare tale necessità, in quanto – come evidenziato dal già ricordato *Fitness Check* del 2018 – l'informativa non finanziaria oggetto di reporting non risulta sufficientemente affidabile e comparabile, non soddisfa le esigenze degli utilizzatori (anche per le limitazioni relative alle tipologie di emittenti soggetti agli obblighi di disclosure), non è sempre agevole da reperire, comporta oneri per le società ulteriori rispetto a quelli necessari, oltre che incertezze e complessità con riguardo alla scelta di quali informazioni non finanziarie pubblicare e con quali modalità. Inoltre, le società si trovano sempre più a dover fronteggiare richieste di informazioni non finanziarie ulteriori da parte di agenzie di rating, fornitori di dati e società civile, a prescindere dalle informazioni pubblicate ai sensi della NFRD.

La revisione della NFRD intende dunque: (i) assicurare che gli investitori abbiano accesso a informazioni non finanziarie adeguate per potere tener conto dei rischi, delle opportunità e degli impatti connessi ai fattori di sostenibilità nelle proprie decisioni di investimento; (ii) far sì che le imprese siano rese maggiormente responsabili dei loro impatti sulla società e sull'ambiente.

I temi oggetto di revisione riguardano molteplici profili: la possibile estensione dell'ambito soggettivo di applicazione della Direttiva³⁸; la qualità e l'ambito delle informazioni non finanziarie da divulgare; la precisazione della nozione di materialità; i controlli esterni: la digitalizzazione, e la struttura e la collocazione dell'informazione non finanziaria; la semplificazione e riduzione degli oneri amministrativi per le società.

Per quanto riguarda la standardizzazione del reporting non finanziario, su mandato della Commissione europea, lo European Financial Reporting Advisory Group EFRAG ha avviato i lavori preparatori a partire dalle *best practice* dei framework attuali. L'8 marzo 2021 ha pubblicato due rapporti, che riconoscono l'importanza di coordinare lo sviluppo in ambito europeo degli standard di rendicontazione di sostenibilità con le iniziative globali (preesistenti o in corso di elaborazione).

nuova strategia sulla finanza sostenibile e sta rivedendo la Direttiva sull'informativa non finanziaria. L'obiettivo è quello di far sì che le società rafforzino la disclosure dei dati ESG affinché gli investitori possano essere pienamente informati circa le opportunità di investimento e possano meglio canalizzare i propri investimenti a supporto del *Green Deal*.

38 Attualmente, la Direttiva si applica agli Enti di interesse pubblico che hanno avuto in media durante l'esercizio più di 500 dipendenti (ossia, sostanzialmente, grandi emittenti con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione europea, grandi banche quotate o non e grandi compagnie di assicurazione quotate o non).

La standardizzazione è fondamentale nell'ambito dell'attuazione del *Green Deal*, nonché per il coordinamento con la disciplina europea sugli obiettivi di sostenibilità prima citata, tra cui il Regolamento Disclosure e il Regolamento Tassonomia e le nuove iniziative in materia di corporate governance sostenibile e *due diligence* (di cui al paragrafo successivo).

Il 21 aprile 2021 la Commissione europea ha adottato una proposta di nuova direttiva sull'informativa in materia di sostenibilità delle imprese, la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), che rivede e rafforza le norme vigenti introdotte dalla NFRD, tesa a porre l'informativa sulla sostenibilità sullo stesso piano dell'informativa finanziaria. In particolare, la proposta prevede l'estensione degli attuali obblighi di *reporting* a tutte le grandi imprese e le società quotate (escluse le micro-imprese), cosicché saranno quasi 50 mila le imprese europee ricadenti nell'ambito di applicazione delle nuove norme, a fronte delle attuali 11 mila. Secondo l'approccio della proporzionalità, alle PMI si applicheranno norme diverse da quelle previste per le grandi società e proporzionate, che le PMI non quotate potranno adottare su base volontaria. Infine, in linea con l'obiettivo della semplificazione, le regole europee dovrebbero diventare una sorta di 'sportello unico', che dovrebbe sollevare le imprese dalla necessità di adempiere a molteplici standard e regimi, capace di soddisfare le esigenze informative di investitori e *stakeholders*.

Le consultazioni in materia di renewed sustainable finance e sustainable corporate governance e altre iniziative

La Commissione Europea ha lanciato due consultazioni relative, rispettivamente, al rinnovo della strategia in materia di finanza sostenibile (terminata nel luglio 2020)³⁹ e alla *sustainable corporate governance* (conclusasi nel mese di febbraio 2021).

Attraverso la prima consultazione, la Commissione europea ha inteso acquisire opinioni e indicazioni utili a definire lo sviluppo del nuovo Piano d'azione, che si pone tre principali obiettivi: creare una solida base per incoraggiare investimenti sostenibili; aumentare le opportunità di cittadini, istituzioni finanziarie e imprese di avere un impatto positivo sulla società e l'ambiente; gestire i rischi climatici e ambientali integrandoli interamente nel sistema finanziario.

La consultazione in materia di corporate governance sostenibile, che è parte della *Renewed Sustainable Finance Strategy*, intende migliorare il framework regolamentare europeo in materia di corporate governance, spronando le imprese a focalizzarsi sulla creazione di valore sostenibile nel lungo periodo e a una migliore gestione delle tematiche legate alla sostenibilità nelle loro attività e lungo la catena del valore.

Le proposte di cui alla suddetta consultazione su *Renewed Sustainable Finance Strategy* e le raccomandazioni dell'High Level Forum sulla Capital Markets

39 Si veda https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-sustainable-finance-strategy_en.

Union⁴⁰, pubblicato a giugno 2020, prendono a riferimento il modello del *single access point* adottato per la realizzazione dello *European electronic access point* (EEAP) e dello *European Single Electronic Format* (ESEF) per i dati finanziari delle società quotate. La Commissione Europea ha più di recente avviato una pubblica consultazione il 19 gennaio 2021 mirata all'istituzione di un punto unico europeo di accesso digitale (ESAP) per le informazioni finanziarie e non finanziarie che fa seguito alla pubblica consultazione avviata il 18 dicembre sulla *roadmap* del progetto per la creazione di un portale europeo per la trasparenza finanziaria. Agli esiti della consultazione, nel terzo trimestre del 2021 la Commissione potrebbe pubblicare una proposta legislativa. Obiettivo è il superamento dell'attuale frammentazione a livello europeo delle modalità di raccolta e di diffusione dei dati, anche in materia di sostenibilità, in particolare per le PMI.

Nell'ambito delle azioni identificate nel Piano d'azione sulla finanza sostenibile, il 10 marzo scorso il Parlamento europeo ha approvato una risoluzione in materia di *corporate due diligence* e *corporate accountability*, richiedendo alla Commissione europea di adottare un'iniziativa legislativa urgente al fine di garantire che le imprese siano responsabili dei danni da loro arrecati – o che abbiano contribuito ad arrecare – in conseguenza di lesioni dei diritti umani, all'ambiente o delle regole di governance⁴¹. La Commissione potrebbe presentare la propria proposta legislativa entro la fine di quest'anno. Per le società si profila quindi l'obbligo di identificare, trattare e correggere quei segmenti della loro catena del valore che appaiono idonei a causare lesioni dei diritti umani, dell'ambiente o di regole di governance: nel complesso vengono imposte le cosiddette *due diligence rules*, identificate dallo stesso Parlamento europeo come uno strumento di prevenzione piuttosto che uno strumento correttivo a posteriori.

40 Si veda https://ec.europa.eu/info/news/cmu-high-level-forum-final-report_en.

41 Si vedano il testo della risoluzione e l'allegato contenente le raccomandazioni del Parlamento europeo circa il contenuto della proposta legislativa al sito https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073_EN.html.