



Università
Ca'Foscari
Venezia

Laurea Magistrale
in Amministrazione, Finanza e Controllo
Tesi finale

***La finanza sostenibile e i fondi di investimento
classificati Art.8 e Art.9 secondo il Regolamento
SFDR: analisi empirica***

Relatrice

Ch. Prof.ssa Caterina Cruciani

Laureando

Pierangela Peruzzo

884941

Anno accademico

2021-2022

Ringraziamenti

Ringrazio la Prof.ssa Caterina Cruciani per la dedizione, la disponibilità e il supporto datomi nel ruolo di relatrice di questa tesi.

Ringrazio inoltre il Prof. Carlo Santagiustina per il tempo dedicatomi e l'aiuto nell'utilizzo di R.

SOMMARIO

<u>INTRODUZIONE</u>	4
----------------------------------	----------

CAPITOLO PRIMO: LA FINANZA SOSTENIBILE: FUNZIONAMENTO E

<u>REGOLAMENTAZIONE</u>	5
--------------------------------------	----------

1. LA FINANZA SOSTENIBILE	5
--	----------

1.1 INTRODUZIONE ALLA FINANZA SOSTENIBILE E SRI	5
---	---

1.2 STRATEGIE DI INVESTIMENTO SOSTENIBILI	14
---	----

1.3 DOCUMENTI NORMATIVI SULLA FINANZA SOSTENIBILE	18
---	----

2. INTERESSE DEL SISTEMA FINANZIARIO AD ATTUARE LA FINANZA	
---	--

SOSTENIBILE	31
--------------------------	-----------

2.1 RISCHI CLIMATICI CHE IMPATTANO LA CLIENTELA	31
---	----

2.2 INTERESSE ECONOMICO.....	35
------------------------------	----

2.3 INTERESSE DELLA CLIENTELA	37
-------------------------------------	----

2.4 INTERVENTI DA PARTE DELLE ISTITUZIONI	39
---	----

CAPITOLO SECONDO: ANALISI DEGLI STRUMENTI A DISPOSIZIONE PER LA

<u>VALUTAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ DI UN'IMPRESA</u>	43
---	-----------

1. EVIDENZA DELLA SOSTENIBILITÀ MESSE A DISPOSIZIONE DALL'AZIENDA	
--	--

STESSA	43
---------------------	-----------

1.1 DIRETTIVA 2014/95	44
-----------------------------	----

1.2 I PRINCIPI DI RENDICONTAZIONE	46
---	----

1.3 NORMATIVA EUROPEA SULLA COMUNICAZIONE DELLA RENDICONTAZIONE NON FINANZIARIA	53
---	----

2. INDICI DI SOSTENIBILITÀ FORNITI DA AZIENDE TERZE	60
--	-----------

2.1 RATING E INDICI DI SOSTENIBILITÀ.....	60
---	----

2.2 CERTIFICAZIONI VOLONTARIE DI SOSTENIBILITÀ	67
--	----

3 TASSONOMIA EUROPEA	71
-----------------------------------	-----------

3.1 REGOLAMENTO 2020/852/(UE)	71
-------------------------------------	----

3.2 REGOLAMENTO 2021/2139/(UE)	73
--------------------------------------	----

3.3 COMUNICAZIONE COM(2021) 188 FINAL	74
---	----

CAPITOLO TERZO: ANALISI EMPIRICA.....

1. STUDIO DELLE INFORMAZIONI GENERALI	77
--	-----------

1.1	METODOLOGIA DI RICERCA E FACILITÀ DEL REPERIMENTO DELLE INFORMAZIONI UTILI.....	77
1.2	INFORMAZIONI GENERALI SULLA METODOLOGIA DI SELEZIONE DEI TITOLI APPARTENENTI AI FONDI SOSTENIBILI	81
2.	STUDIO EMPIRICO.....	89
2.1	ANALISI QUALITATIVA DEI DOCUMENTI DI POLICY	90
2.2	TOPIC MODEL.....	95
	<u>CONCLUSIONE</u>	<u>111</u>
	<u>BIBLIOGRAFIA.....</u>	<u>113</u>
	<u>SITOGRAFIA.....</u>	<u>119</u>
	<u>ELENCO DEI KIID UTILIZZATI</u>	<u>121</u>

INTRODUZIONE

Nel Marzo 2021 è entrato in vigore il regolamento 2019/2088 anche detto SFDR (*Sustainable Financial Disclosure Regulation*), Quest'introduzione ha comportato, oltre ad un aumento vertiginoso dei fondi sostenibili, una classificazione dei prodotti finanziari, tra cui i fondi di investimento, in tre categorie: i fondi considerati non sostenibili ai sensi dell'Art.6, i fondi che promuovono caratteristiche ambientali e sociali ai sensi dell'Art.8 e i fondi che hanno come obiettivo un investimento sostenibile ai sensi dell'Art.9. Questa tesi propone un approfondimento del concetto di finanza sostenibile e dei meccanismi con cui è applicata dalle varie società di Asset Management per la composizione dei propri fondi di investimento. Si partirà quindi con una panoramica generale degli intermediari finanziari concentrandosi sulle società di Asset Management fino all'introduzione del concetto di finanza sostenibile e delle strategie utilizzate per implementarla. Si proseguirà con un'analisi e approfondimento dei principali documenti normativi europei per la regolamentazione e promozione della finanza sostenibile, tra cui il già citato Regolamento SFDR. Nel secondo capitolo invece si analizzeranno i diversi strumenti a disposizione degli Asset Manager per valutare la sostenibilità delle aziende in cui investono differenziandoli tra quelli forniti dalla stessa società, quelli attestati e valutati da aziende terze sotto forma di indici o etichette e tra quelli rappresentati da testi normativi che guidano gli Asset Manager nella distinzione tra una società sostenibile o meno a seconda di precisi parametri anche detti Tassonomia Europea. Dopo aver delineato il contesto e il funzionamento generale della finanza sostenibile si passerà, nel terzo capitolo, allo sviluppo dello studio empirico composto da due ricerche distinte: la prima attraverso un'analisi qualitativa dei documenti di policy il cui scopo è andare ad indagare quali sono i motivi che spingono le società di Asset Management ad implementare la finanza sostenibile e a proporre un'offerta così vasta di fondi di investimento, mentre la seconda andrà ad analizzare un campione di KIID (Key Investor Information Document), il documento informativo più frequentemente presentato agli investitori, per comprendere quali siano le informazioni inerenti il tema della sostenibilità mediamente presentate all'interno di questo documento e se risultano essere sufficienti per una comprensione del grado di sostenibilità del fondo in cui si intende investire.

CAPITOLO PRIMO: LA FINANZA SOSTENIBILE: FUNZIONAMENTO E REGOLAMENTAZIONE

1. LA FINANZA SOSTENIBILE

La finanza sostenibile rappresenta il tema di contesto di questa tesi ed è quindi essenziale la sua comprensione al fine di procedere con il tema centrale rappresentato dai fondi di investimento sostenibile. In questa sezione introduttiva viene proposta, a tal fine, una definizione del concetto di finanza sostenibile, i metodi attraverso i quali la finanza sostenibile viene implementata ossia le varie strategie di investimento possibili, ed infine, un'ampia spiegazione della normativa europea vigente riguardante tale tema, rappresentata appunto dalla SFDR e del piano d'azione europeo che anticipa le future iniziative che intende intraprendere per sostenere la finanza sostenibile.

1.1 Introduzione alla finanza sostenibile e SRI

La sostenibilità è sempre di più un tema ricorrente e di importanza crescente nella nostra società e la finanza sostenibile è uno tra i tanti metodi e strumenti che vengono messi in atto nella speranza di agevolare e velocizzare la transizione ecologica e sociale necessaria al nostro pianeta. La transizione verso la sostenibilità consiste in un processo a più livelli atto a condurre ad un raggiungimento dello sviluppo sostenibile, ad una transizione ad un'economia più green, a basso utilizzo di carbonio, con maggiore efficienza nell'utilizzo delle risorse ambientali e con l'impegno di combattere il cambiamento climatico¹.

Prima di analizzare il concetto di finanza sostenibile, la sua origine e le sue implicazioni ed effetti viene di seguito proposto una panoramica riassuntiva di quelli che sono gli intermediari finanziari, soggetti protagonisti della finanza sostenibile, concentrandosi in particolare sul mondo degli Asset Manager e dei fondi di investimento che rappresentano l'oggetto di studio dell'analisi empirica proposta in seguito.

1.1.1 *Gli intermediari finanziari*

¹ RYSZAWSKA, Sustainability Transition needs sustainable finance, Copernican Journal of Finance & Accounting, 2016

Gli intermediari finanziari così come suggerisce il termine si occupano di collegare coloro che possiedono dei risparmi, tipicamente privati cittadini, con coloro che invece necessitano di denaro rappresentati normalmente da imprese. In questo modo gli intermediari finanziari raccolgono il denaro dei primi soggetti e lo investono nei secondi riuscendo ad ottenere una certa remunerazione, che in parte formerà la voce di margine più importante per l'istituto e una parte andrà invece all'individuo risparmiatore incentivandolo ad accantonare di più per ottenere un ritorno economico sempre maggiore².

I risparmiatori, tuttavia, non sono tutti uguali ma sono caratterizzati ciascuno da un'avversità al rischio differente che porta questi soggetti a poter decidere liberamente dove investire il proprio denaro. Ovviamente, maggiore sarà il rischio maggiore è il rendimento atteso dell'investimento.

In generale, i risparmiatori possono scegliere di investire i propri risparmi in:

- Titoli di stato: titoli emessi dai governi nazionali per finanziare il debito pubblico, sono titoli altamente sicuri e molto liquidi e per questo poco remunerativi. I titoli di Stato possono appartenere ai diversi paesi del mondo e presentano scadenze e caratteristiche diverse.³ Inoltre, se paragonati tra loro permettono di valutare lo spread ossia il differenziale di rischio di un Paese rispetto ad un altro. Tipicamente per i titoli in Italia lo spread è la differenza tra il tasso di rendimento dei Bund tedeschi e dei BTP italiani.⁴
- Obbligazioni: titoli di debito che le società private possono emettere al fine di ottenere finanziamenti. Hanno un rischio generalmente abbastanza basso e per questo maturano con un tasso di interesse poco elevato. Essendo un titolo di debito la società si obbliga a ripagare il finanziamento negli anni e perciò chi contrae un'obbligazione ha il diritto di rifarsi del patrimonio della società nel caso in cui questa fallisca, esistono tuttavia obbligazioni dal merito creditizio diverso e per questo con tassi di remunerazione variabile;⁵
- Azioni: Sono titoli che rappresentano una parte della società che le ha emesse. Di fatto, chi investe in azioni diventa "proprietario" dell'azienda e si assume i rischi connessi nel caso in cui tale azienda si trovi in una situazione di crisi. Il soggetto, quindi, non detiene alcun diritto o garanzia ad ottenere la restituzione di ciò che ha investito. Proprio per il maggior

² CONSOB, Gli intermediari finanziari,

<https://www.consob.it/web/investor-education/gli-intermediari-finanziari>

³ BORSA ITALIANA, I titoli di Stato italiani, [borsaitaliana.it](https://www.borsaitaliana.it),

<https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/ititolidistatoitaliani/ititolidistatoitaliani.htm>

⁴ BORSA ITALIANA, Che cos'è la Spread dei BTP-Bund? Significato e guida, [borsaitaliana.it](https://www.borsaitaliana.it), 2018

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/spread-titoli-di-stato159.htm>

⁵ CONSOB, Le obbligazioni, [consob.it](https://www.consob.it)

<https://www.consob.it/web/investor-education/le-obbligazioni>

rischio che rappresenta questo strumento, a seconda della società che emette tali azioni, il tasso può essere particolarmente remunerativo;

- Derivati: I derivati sono degli strumenti finanziari altamente rischiosi il cui valore varia a seconda dell'andamento del valore di un sottostante al quale il derivato è collegato. I prodotti derivati possono avere finalità di copertura, di speculazione o di arbitraggio. Spesso vengono contratti in concomitanza con altri prodotti finanziari, per esempio, con investimenti in titoli (es. covered warrant);⁶
- I fondi comuni d'investimento: I fondi sono prodotti finanziari in cui è possibile investire e che vengono gestiti da società di gestione del risparmio (SGR) che raccolgono i vari risparmi e li investono in attività finanziarie diverse come azioni, obbligazioni e titoli di Stato. Oltre alle SGR vi sono anche le società di investimento a capitale variabile (SICAV) e le società di investimento a capitale fisso (SICAF). La differenza tra queste ultime due e i fondi comuni tradizionali (SGR) consiste nel fatto che le SICAV e le SICAF sono società su cui il risparmiatore direttamente investe diventando socio mentre le SGR si occupano meramente della gestione. Nonostante ciò, tutte e tre le società svolgono la stessa funzione. I fondi a seconda della loro composizione possono essere: fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi bilanciati (composti sia da azioni che da obbligazioni) o fondi monetari (composti da strumenti del mercato monetario).⁷

Tra i vari metodi di investimento appena elencati i fondi di investimento sono lo strumento più utilizzato per raggiungere un buon equilibrio tra rischio e rendimento grazie al fatto che spesso sono società che lavorano per le banche o addirittura appartengono alle banche facilitando la diffusione del meccanismo di gestione del risparmio da parte di queste società.

I fondi di investimento, inoltre, presentano numerosi vantaggi oltre all'aspetto prettamente economico che li rende così attraenti, i principali risultano essere:⁸

1. La gestione del patrimonio da parte di una società esterna composta da professionisti che permette al soggetto risparmiatore di non doversi necessariamente informare da sé riguardo il mercato e di poter affidare il proprio denaro a soggetti competenti.
2. Il fatto che questi risparmi confluiscono in un unico grande patrimonio che viene investito unitariamente, il soggetto risparmiatore è sottoscrittore di un fondo contenente moltissimi

⁶ CONSOB I derivati, consob.it
<https://www.consob.it/web/investor-education/i-derivati>

⁷ CONSOB, I fondi comuni, Consob.it
<https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>

⁸ CONSOB I fondi comuni di investimento, cit.

titoli e questo permette di avere un'alta diversificazione del portafoglio che comporta una diminuzione del rischio e un rendimento meno rischioso.

3. La qualificazione del fondo come patrimonio giuridicamente separato che assicura, anche in caso di fallimento della società di gestione, che i creditori della SGR non aggrediscano il fondo stesso.
4. L'ampia regolamentazione che devono rispettare i fondi di investimento e i frequenti controlli effettuati sia da istituzioni pubbliche come Banca d'Italia e la Consob, in Italia, che da soggetti privati come le società di revisione o i controlli obbligatori interni che garantiscono al contribuente la correttezza e professionalità con cui sono gestiti tali fondi.
5. Infine, la possibilità per il soggetto stesso di poter scegliere in quale fondo investire a seconda della propria avversione al rischio e di ottenere tutte le informazioni di cui necessita per fare una scelta il più possibile consapevole.

Per quanto riguarda la gestione si distinguono due possibili strategie: attiva e passiva. Le due gestioni spesso sono utilizzate in parallelo dagli investitori. Si definisce una gestione attiva lo stile dell'investimento per il quale si selezionano i titoli con l'obiettivo di superare l'indice di riferimento. L'indice di riferimento che è determinato dalle società si basa sui titoli azionari che vengono negoziati quotidianamente dal fondo. Viene invece definita gestione passiva degli investimenti quella per cui si investe la stessa percentuale negli stessi titoli che costituiscono un determinato indice di riferimento (ad esempio il FTSE 500).

Compreso nel mercato dei fondi di investimento si distinguono anche i cosiddetti ETF (*Exchange Traded Fund*) ossia un portafoglio di titoli che cerca di ottenere le stesse performance di un indice di mercato specifico. L'ETF è una via di mezzo tra un'azione e un fondo in quanto può essere acquistato e venduto sul mercato di borsa come fosse un titolo azionario.⁹

Il mercato degli *Asset Manager* europeo, ossia delle società che si occupano dei fondi di investimento sta registrando una crescita del 5% annuo dal 2007 raggiungendo nel 2020 un patrimonio complessivo che supera i 25 miliardi di euro.¹⁰ Nel mondo, tendenzialmente tale mercato presenta una concentrazione ampia, infatti, le prime dieci società di *Asset Manager* nel mondo rappresentano, nel 2019, il 34,7% del totale. È BlackRock la leader del mercato con una quota dell'8,27% del mercato mondiale, seguita da Vanguard con il 6,93% e Fidelity

⁹ BLACKROCK, Investimenti attivi e passivi, Blackrock.com, <https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/didattica/comprendere-gli-investimenti/strumenti-attivi-e-passivi>

¹⁰ AZAD S., BERNARD P.I., CATANIA C., HUBER M., NOLZEN N., ZAHN C., European asset management after an unprecedented year, McKinsey & Company, 2021, pp.2

Investments con il 3,52% (IPE, 2019)¹¹. Anche in ambito europeo BlackRock domina il mercato, seguito però da UBS e Amundi e solo al quarto e quinto posto si posizionano Fidelity e Vanguard con un patrimonio gestito di poco inferiore ad Amundi ma sensibilmente inferiore a BlackRock e UBS.¹²

1.1.2 La finanza sostenibile

Di fronte al progressivo declino della situazione ambientale globale a cui stiamo assistendo e l'urgente necessità di una transizione ecologica che possa fermare il cambiamento climatico con tutti i danni e i rischi che ne derivano si sta portando avanti l'idea che il settore finanziario possa essere la chiave per raggiungere gli ambiziosi obiettivi in tema di sostenibilità¹³.

La sostenibilità e così la finanza sostenibile non hanno ancora oggi una definizione chiara e univoca dei termini e di cosa si intenda quando vengano usati.

Migliorelli, in un proprio studio tenta di definire la finanza sostenibile affermando che il concetto cambia a seconda di dove ci si posizioni nel contesto attuale, individua così uno schema concentrico in cui vi è il contesto politico nel cerchio con il più ampio raggio, un secondo livello in cui vi è la parte più aziendale comprendente i vari istituti finanziari e infine i prodotti finanziari etichettati come sostenibili.

¹¹ WEBB R., Ecco i 50 asset manager più grandi del mondo, Fundspeople, Fundspeople.com, 2020, <https://fundspeople.com/it/queste-sono-i-50-asset-manager-piu-grandi-del-mondo/>

¹² SILANO S., Il Morningstar Rating per le più grandi gr europee nel quarto trimestre 2020, Morningstar, 2021, <https://www.morningstar.it/it/news/209219/il-morningstar-rating-per-le-piu-grandi-sgr-europee-nel-quarto-trimestre-2020.aspx>

¹³ MIGLIORELLI M., What do we mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Framework and Policy Risks, Sustainability, 2021

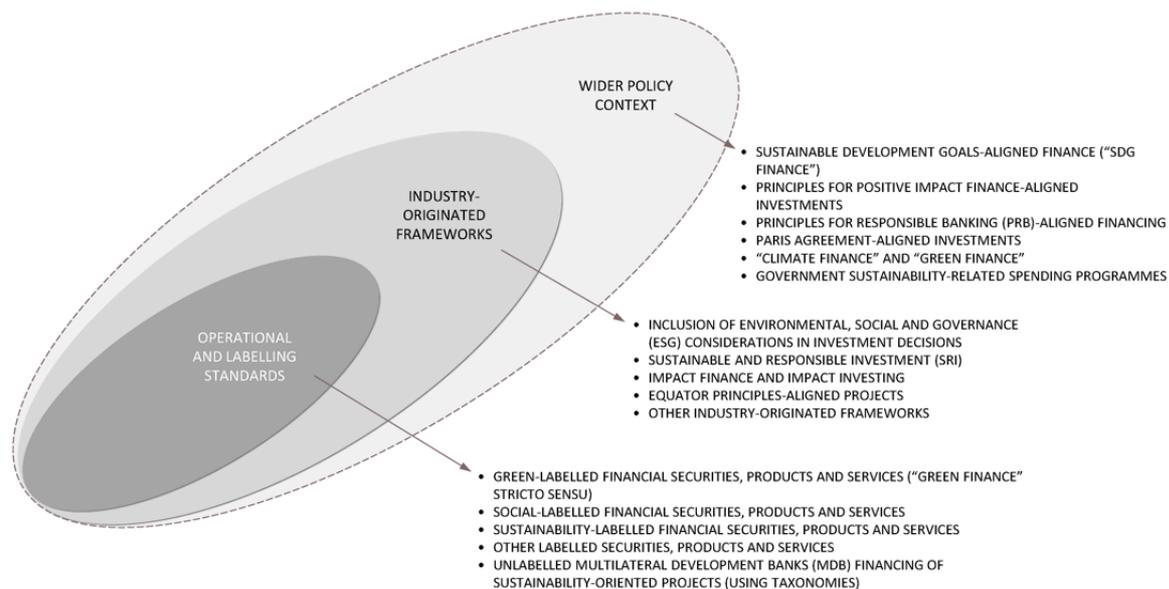


Figura 1: Sustainable finance landscape (Fonte: MIGLIORELLI M., *What do we mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Framework and Policy Risks*, Sustainability, 2021)

Partendo dal contesto politico Migliorelli afferma che a livello istituzionale la finanza sostenibile consiste nell'adozione di strategie di investimento che, direttamente o indirettamente, perseguono l'obiettivo di produrre un beneficio sociale condiviso mantenendo comunque l'interesse al rendimento economico.

Secondo una prospettiva prettamente politica, la finanza sostenibile, secondo l'autore, può essere definita come la finanza a supporto della crescita economica tenendo in considerazione i fattori ESG e che conduce all'attenuazione della problematica ambientale. Compresa nella finanza sostenibile ma con una direzione mirata su alcuni SDG (*Sustainable Development Goals*) sono in ordine di ampiezza la *SDG finance*, la *Green finance* e la *Climate finance*.

Considerando invece una prospettiva aziendale, che coinvolge soprattutto le società di Asset Manager che si pongono quindi gli obiettivi SDG per un fine commerciale oltre che ambientale, si parla, più che di finanza sostenibile, di *impact investing* ossia di investimenti fatti con l'intenzione di generare impatti sociali e ambientali positivi e misurabili oltre ad un ritorno economico.

Infine, la finanza sostenibile secondo una logica di operazioni finanziarie etichettate come sostenibili si rifà alla definizione di *green bond* ossia ogni tipo di strumento obbligazionario a

cui corrisponde un finanziamento di un progetto sostenibile e quindi allineato con i quattro componenti del GBP (Green Bond Principles¹⁴).¹⁵

In generale, la Commissione Europea definisce la finanza sostenibile come il processo di decisione di un investimento nel settore finanziario che tiene in considerazione i fattori ESG portando ad investimenti in attività e progetti economici sostenibili nel lungo termine¹⁶.

La Commissione precisa, inoltre, che per considerazioni di tipo ambientale (environmental) si intende la mitigazione del cambiamento climatico ma anche la preservazione della biodiversità, prevenire l'inquinamento, e promuovere l'economia circolare. Per considerazioni in ambito sociale invece ci si riferisce al problema della disuguaglianza, dell'inclusività, le relazioni di lavoro, gli investimenti in capitale umano e l'attenzione ai diritti umani. Infine, per governance intesa sia per istituzioni pubbliche che private vengono considerati elementi come la struttura manageriale, le relazioni tra dipendenti e le politiche di remunerazione.

A livello di politica Europea, tuttavia, per finanza sostenibile si intende la finanza a supporto della crescita economica diminuendo la pressione sull'ambiente e tenendo in considerazione gli aspetti ambientali, sociali e di governance. Si include in questo caso anche la trasparenza riguardo i rischi legati ai fattori ESG che possono impattare il sistema finanziario e quindi la loro mitigazione attraverso una gestione della finanza e degli attori aziendali appropriata.¹⁷

1.1.3 Storia ed evoluzione della finanza sostenibile

La finanza sostenibile seppure non nuovo come concetto, è emerso ufficialmente nel 2018 quando la Commissione Europea propose un piano d'azione per la finanza sostenibile in modo tale da reindirizzare i flussi di capitale verso progetti più sostenibili affermando la necessità di un cambiamento nella cultura degli investimenti e nel comportamento dei partecipanti al mercato finanziario.

Tuttavia, Il concetto di sostenibilità si è evoluto nel tempo: nacque nel 1987 la nozione di sviluppo sostenibile grazie al “*Report of the World Commission on Environment and*

¹⁴ Green Bond Principles sono dei principi istituiti dall'International Capital Market Association (ICMA) nel 2014 e aggiornati nel 2018. I quattro componenti chiave sono: utilizzo dei proventi (1), processo per la valutazione e la selezione del progetto (2), Gestione dei proventi (3), Reporting (4) (ICMA, The Green Bond Principles 2021)

¹⁵ MIGLIORELLI M., cit.

¹⁶ COMMISSIONE EUROPEA, OVERVIEW OF SUSTAINABLE FINANCE, ec.europa.eu https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en

¹⁷ COMMISSIONE EUROPEA, OVERVIEW OF SUSTAINABLE FINANCE, cit.

Development: Our Common Future” anche detto Rapporto Brundtland¹⁸. Questo report, presentato dal presidente in carica in tale data della Commissione Mondiale sull’ Ambiente e Sviluppo (*World Commission on Environmental and Development, WCED*), include tutta una serie di linee guida atte a raggiungere una situazione di sviluppo sostenibile. Con questo documento nacque il concetto e la definizione di sviluppo sostenibile che fu così definito: “Lo sviluppo sostenibile è quello sviluppo che consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i loro” (*Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future, 1987, pp.41*)

Il report riporta le tematiche principali da risolvere a quel tempo individuate: in particolare, i temi su cui si concentra maggiormente sono quelli riguardanti la giustizia e l’uguaglianza sia a livello geografico che a livello temporale per poter permettere a tutte le generazioni presenti e future di avere le stesse opportunità in termini di risorse, stile di vita e qualità dell’ambiente ed il raggiungimento di uno sviluppo sostenibile che porti ad una logica di crescita economica e sostenibile nel lungo termine.

Tra i tanti punti e obiettivi che il documento propone, uno in particolare richiama il concetto moderno di finanza sostenibile. Infatti, nella parte terza del documento, intitolata “*Call for Action*”, in cui si riportano tutte le iniziative da intraprendere da parte degli organi istituzionali e non, compare la necessità di integrare anche gli istituti finanziari nell’impegno comune di raggiungere una condizione ambientale e sociale migliore.

Nella sezione *Riorienting Multilateral Financial Institution*¹⁹ si richiede l’impegno delle Banche centrali e regionali e degli altri istituti di credito di rivedere le proprie politiche, iniziative e programmi affinché vengano riorientati i budget ad iniziative a supporto dello sviluppo sostenibile. Già all’epoca, inoltre, veniva indicato nel report l’esigenza di produrre da parte degli istituti finanziari dei report annuali sui progressi fatti e quelli programmati.

Questo report di assoluta importanza ha messo le basi per le iniziative in tema di sostenibilità e dell’esigenza di agire tempestivamente per evitare il punto di non ritorno. Alla luce delle tante iniziative poste in atto, comprese quelle citate in tale tesi, e della crescente urgenza che si percepisce nell’implementazione di soluzioni ecosostenibili, a distanza di trent’anni da tale documento, si può dedurre che non sono ancora stati raggiunti gli obiettivi che poneva tale

¹⁸ WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT, Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future, sustainabledevelopment.un.org, 1987

¹⁹ Parte III Capitolo 6.2.1 del documento *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, cit.,

report, tra cui il raggiungimento dello sviluppo sostenibile, previsto secondo il Green Deal europeo entro il 2050.

In seguito, sono state promosse tutta una serie di iniziative volte ad aumentare la consapevolezza della popolazione al tema ambientale da un lato e ad incentivare il settore finanziario all'intraprendere iniziative di finanza sostenibile dall'altro.

Tra le tante merita di essere citata:

- La *United Nations Environment Programme Finance Initiative* (UNEP FI), fondata nel 1992 in occasione della conferenza a Rio de Janeiro, il cui obiettivo principale è quello di supportare i vari istituti finanziari nella transizione ecologica implementando sistemi di finanza sostenibile tramite diverse pubblicazioni. Le tre principali pubblicazioni recenti sono state: "Principles for Responsible Investments (PRI)" del 2019 "Principles for Sustainable Insurance (PSI)" del 2012 e "Principles for Responsible Banking (PRB)" del 2006.²⁰
- L'accordo di Parigi, firmato da 195 Paesi da tutto il mondo nel Dicembre del 2015 in occasione della COP 21²¹, pone il limite di raggiungere una temperatura massima ben al di sotto dei 2°C e preferibilmente agli 1,5°C. L'accordo prevede di rivedere e porre degli obiettivi più ambiziosi ogni cinque anni. Entro il 2020 ogni Stato deve pubblicare il proprio piano d'azione per la transizione ecologica chiamato *Nationally Determined Contributions* (NDCs), in cui presenta le azioni che intende intraprendere per ridurre le emissioni di gas serra e il piano non obbligatorio chiamato *Long-Term Low Greenhouse Gas Emission Development Strategies* (LT-LEDS). Gli Stati sottoscrittori, nel frattempo, cooperano tra loro attraverso finanziamenti, condivisione di know-how, tecnologie e capacity-building.²²
- *Agenda 2030*, la più famosa iniziativa intrapresa recentemente a tema ambientale, è un programma d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità sottoscritta nel 2015 da 193 Paesi delle Nazioni Unite e approvata dall'ONU. L'Agenda 2030 propone 17 obiettivi da raggiungere per lo sviluppo sostenibile (*Sustainable Development Goals*, SDGs) che sono contenuti in un programma più ampio costituito da 169 *target* da raggiungere entro il 2030 in ambito ambientale, economico e sociale. Il piano è rivolto sia ad imprese e società

²⁰ UNEP FI, About us, [unepfi.org](https://www.unepfi.org)

<https://www.unepfi.org/about/>

²¹ la COP 21 è un vertice a cui hanno partecipato i più grandi leader mondiali che si è tenuto nel 2015, in occasione del quale è stato firmato e rettificato l'Accordo di Parigi, un piano d'azione per limitare il riscaldamento globale. (Consiglio dell'Unione Europea, <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>)

²² UNITED NATIONS CLIMATE CHANGE, The Paris Agreement, [unfccc.int](https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement)
<https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>

pubbliche e private, sia alla società civile e agli operatori di informazione e cultura. Il settore finanziario per contribuire al raggiungimento degli SDGs può porre in campo la finanza sostenibile e, in particolare, deve promuovere lo sviluppo della cooperazione, l'educazione al risparmio e alla previdenza, la coesione sociale e la crescita responsabile e sostenibile del territorio²³.

- *Net Zero Banking Alliance* e *Net Zero Asset Owner Alliance*, sono due enti promossi sempre da UNEP FI che lottano per l'intento di portare i portafogli e prestiti degli istituti aderenti allineati con l'obiettivo di zero emissioni promosso dall'Agenda 2030 per il 2050. Già il 40% del patrimonio totale delle banche a livello mondiale ed oltre 61 investitori istituzionali²⁴ ne hanno preso parte. Il numero è in costante crescita e l'entrare a fare parte di questa organizzazione richiede agli istituti finanziari che partecipano di seguire delle linee guida e di raggiungere dei risultati intermedi entro il 2030 o prima.²⁵

Dopo aver dato delle nozioni introduttive sui fondi di investimento e in particolare sulla finanza sostenibile in generale, nella prossima sezione, verranno esplicate le varie strategie che possono essere implementate per poter costituire un fondo definito sostenibile.

1.2 Strategie di investimento sostenibili

Le strategie di investimento sostenibili possono essere varie e applicate o meno a seconda del fondo di investimento in questione. Alla base di queste strategie ci sono due approcci generali: da un lato è possibile procedere con un'esclusione di titoli non ritenuti sostenibili mentre dall'altro è possibile procedere con una selezione dei titoli che invece si reputano tali. Verranno illustrate di seguito tutte le possibili strategie sia del primo che del secondo approccio.

1.2.1 Screening negativo

Lo screening negativo è una strategia che prevede l'esclusione di investimenti o classi di investimenti appartenenti ad aziende, settori o intere nazioni.²⁶ In tal modo si riesce a creare un fondo di investimento che non contiene al suo interno alcuna attività che non rispetta certi

²³ ASVIS, L'Agenda 2030 dell'ONU per lo sviluppo sostenibile, Alleanza Italiana per lo sviluppo sostenibile (Asvis), [asvis.it, https://asvis.it/l-agenda-2030-dell-onu-per-lo-sviluppo-sostenibile/](https://asvis.it/l-agenda-2030-dell-onu-per-lo-sviluppo-sostenibile/)

²⁴ PRINCIPLE FOR RESPONSIBLE INVESTING, UN-convened Net-Zero Asset Owner Alliance, [unepfi.org https://www.unepfi.org/net-zero-alliance/about/](https://www.unepfi.org/net-zero-alliance/about/)

²⁵ NET ZERO BANKING ALLIANCE, Net zero Banking Alliance, [unepfi.org https://www.unepfi.org/net-zero-banking/](https://www.unepfi.org/net-zero-banking/)

²⁶ EUROSIF, Responsible Investment Strategies, [Eurosif.org, https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/](https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/)

canoni precisi. Ci sono diversi gradi di restrizione con cui può essere applicato lo screening negativo: il più semplice da attuare in quanto non richiede alcuna analisi aziendale o verifica da parte di chi l'adotta è quella che si realizza tramite l'esclusione di specifici settori ritenuti non sostenibili per definizione e rappresenta la caratteristica minima per poter definire un titolo sostenibile.²⁷

I settori che vengono solitamente definiti non sostenibili per eccellenza e che vengono esclusi attraverso lo screening negativo sono²⁸:

- Armi
- Alcohol
- Tabacco
- Energia nucleare
- Gioco d'azzardo
- Pornografia
- Aziende petrolifere

Uno screening negativo più intenso, invece, coinvolge anche altre caratteristiche che potrebbero far ritenere un'azienda poco sostenibile e sono i fattori legati a²⁹:

- Il rispetto dei diritti umani
- Lo sfruttamento di manodopera
- I test sugli animali
- La Biodiversità e la deforestazione
- L'Ingegneria genetica

Come si vedrà in seguito, l'applicazione dello screening negativo in un fondo di investimento rende tale fondo idoneo a rientrare nell'Art. 8 del Regolamento 2019/2088 in quanto promuove caratteristiche sociali e ambientali. Non è invece sufficiente per poter essere considerato un prodotto finanziario in linea con l'Art.9 che fa della sostenibilità il proprio obiettivo.

1.2.2 Screening positivo

²⁷ LIANG H., RANNEBOOG L., Corporate social responsibility and sustainable finance: A review of the literature, ecgi.global, 2020

²⁸ ROBECO, Soutainable Investing Glossary, Negative screening, robeco.com
<https://www.robeco.com/it/punti-di-forza/investimenti-sostenibili/glossario/negative-screening.html>

²⁹ CANDRIAM, Candriam article 8 equities, bonds & Multi-assets strategies

Lo screening positivo è invece contrario a quello negativo, e comporta una selezione di titoli appartenenti ad aziende virtuose in tema di sostenibilità. Tali aziende sono caratterizzate da standard di sostenibilità sopra la media rispetto ad altre dello stesso settore grazie ad un maggiore interesse per la protezione dell'ambiente, il rispetto dei diritti umani e la sostenibilità dei propri investimenti.³⁰

Lo screening positivo, a sua volta, può essere più o meno stringente nei criteri di selezione distinguendo sotto questo punto di vista tra la strategia Best-in-class e il norm-based screening³¹.

Se si decide per la prima strategia le aziende selezionate risultano essere le migliori del proprio settore in tema di sostenibilità. Ciò permette di integrare nei portafogli dei fondi di investimento anche titoli appartenenti a settori che non si distinguono tradizionalmente per un business sostenibile ma rispetto ai competitors hanno un impatto ambientale e sociale minore che permette loro di essere definiti “sostenibili”.³²

Il norm-based screening prevede, invece, una selezione degli investimenti in base a standard e norme internazionali. Possono venir quindi considerate sia norme internazionali ma anche combinazioni di diverse norme che riguardano i fattori ESG. Un esempio può essere il rispetto degli United Nations Global Compact Principles³³ pubblicati dalle Nazioni Unite ma anche norme e convenzioni nazionali.³⁴

1.2.3 ESG integration

Questa strategia prevede di integrare all'interno di un portafoglio di investimento titoli che raggiungano un determinato *ESG score* superiore rispetto a quello medio degli altri titoli.³⁵ Eurosif disfinisce l'*ESG integration* come l'inclusione esplicita da parte delle società di Asset Manager dei rischi e delle opportunità ESG nell'analisi finanziaria tradizionale e nelle decisioni di investimento basate sui processi sistemici e le risorse di ricerca appropriate. Tale processo di integrazione si concentra nell'impatto potenziale degli ESG nel ritorno economico della società che potrebbe influenzare le decisioni di investimento. Gli aspetti possono riguardare:

- *Environmental*, per cui gli impatti riguardano qualsiasi aspetto dell'attività che impatta l'ambiente sia positivamente che negativamente. Per esempio, emissioni di gas serra,

³⁰ LIANG H., RANNEBOOG L., cit.

³¹ LIANG H., RANNEBOOG L., cit.

³² ROBECO, cit., Best in class

<https://www.robeco.com/it/punti-di-forza/investimenti-sostenibili/glossario/best-in-class.html>

³³ Descrizione dei United Nations Global Compact Principles a pag. 34

³⁴ EUROSIF, Cit nota 61

³⁵ EURIZON, Sintesi della politica di sostenibilità, Eurizon Capital SGR spa, 2021

l'energia rinnovabile, lo spreco di risorse, l'inquinamento chimico, la gestione dei rifiuti o delle risorse idriche o l'impatto della biodiversità.

- *Social*, ossia tutti gli impatti che variano dagli aspetti che riguardano la relazione con la comunità come il miglioramento della salute e dell'educazione agli impatti sul luogo di lavoro come l'adesione ai diritti umani, alla non discriminazione, e alla relazione con gli stakeholder. Esempi possono essere gli standards lavorativi lungo tutta la catena del valore, il lavoro minorile e la forza lavoro, la relazione con la comunità locale, il sistema meritocratico e di promozione o le pratiche aziendali controverse (armi, zone di conflitto), standard di salute e sicurezza o libertà di associazione.
- *Governance*, che comprende la qualità della gestione e della cultura aziendale, i profili di rischio e altre caratteristiche. Ciò include la responsabilità del consiglio di amministrazione e le loro decisioni nonché la gestione delle strategie sulle performance sociali e ambientali. Inoltre, gli aspetti di governance pongono l'attenzione anche sulla trasparenza delle informazioni fornite e la realizzazione degli obiettivi aziendali senza inganni o corruzione. Esempi possono includere le politiche di remunerazione, i diritti degli stakeholder, la struttura del Consiglio di amministrazione o questioni legate ai tipici reati aziendali (corruzione, evasione o attività di lobbying).³⁶

1.2.4 Impact investing

Questa strategia comprende investimenti fatti all'interno di aziende, organizzazioni e fondi con l'intento di generare un impatto ambientale o sociale mantenendo un interesse comunque economico. L'*impact investing* può essere fatto sia nei mercati in via di sviluppo che in quelli sviluppati e tale strategia può portare a dei rendimenti variabili sia positivi che negativi a seconda delle circostanze³⁷. Questa strategia, come si è potrà leggere in seguito, sta alla base dei prodotti sostenibili che vengono classificati rispondenti delle caratteristiche richieste dall'Art.9 del regolamento SFDR.³⁸

1.2.5 Active ownership

Nel caso in cui si adottasse una strategia di *Active ownership*, colui che ha investito in tale azienda può godere di una partecipazione attiva all'interno della società grazie al diritto di voto o al diritto di intervento riuscendo a comunicare in tal modo con il management della società

³⁶ EUROSIF, cit nota 61

³⁷ EUROSIF, Cit., nota 61

³⁸ Si veda al capitolo 1.3.2 riguardante il regolamento 2019/2088.

per poter dare un proprio contributo. Questa strategia prevede un processo a lungo termine ma non sufficiente per influenzare la strategia aziendale o migliorare la disclosure aziendale. Secondo Eurosif, tale strategia non sembra essere abbastanza impattante per poter essere utilizzata per la costituzione di un fondo sostenibile.³⁹

Tutte le strategie sopra descritte, ad esclusione dello screening negativo, possono essere ricomprese all'interno dell'Art. 9 secondo prassi comune. Tuttavia, come si leggerà in seguito, non esiste un criterio netto per distinguere i fondi rientranti nell'Art.8 e nell'Art. 9 risultando di fatto a discrezione delle aziende la loro distinzione.

1.2.6 Sustainability themed

Vengono ricompresi sotto questa strategia quegli investimenti o assets focalizzati su specifici singoli o multipli aspetti legati agli ESG. Per poter applicare tale approccio occorre che i vari titoli siano analizzati e selezionati con pratiche che evidenziano i fattori ESG.⁴⁰

Emerge da ciò detto una moltitudine di strategie applicabili per comporre un fondo sostenibile. Come si evince, esistono delle strategie più rigide di altre che impattano positivamente sull'ambiente e la società, come ad esempio l'*impact investing*, altre che invece si limitano a non creare ulteriori danni e ad aggravare la situazione attuale come potrebbe essere un fondo composto tramite una strategia di negative screening, altre che invece premiano i comportamenti dei migliori ma non assicurano una neutralità a livello di emissioni come la strategia *Best in class*.

Al fine, quindi, di promuovere una maggiore trasparenza e di far fronte alle diversità presenti tra i vari fondi in modo tale da garantire e informare gli investitori sulla sostenibilità dei titoli nominati come tali, l'Unione Europea è intervenuta con due documenti riguardanti la finanza sostenibile, tra cui il regolamento SFDR già citato più volte, che verranno di seguito esposti.

1.3 Documenti normativi sulla finanza sostenibile

Riguardante il tema della finanza sostenibile, l'Unione Europea ha emanato due documenti che tentano di regolare tale concetto. Il primo è la Comunicazione COM(2018) 97 final, che è

³⁹ EUROSIF, Cit., nota 61

⁴⁰ EUROSIF, Cit., nota 61

stata pubblicata l'8 Marzo 2018 che va ad anticipare e ad elencare tutte quelle attività necessarie per regolamentare la finanza sostenibile, il secondo invece è il Regolamento 2019/2088 anche chiamato SFDR che si occupa della sostenibilità del settore dei servizi finanziari per lo scambio delle migliori prassi relative all'attuazione degli SDGs.

1.3.1 Comunicazione COM(2018) 97 final⁴¹

A livello europeo la comunicazione è uno strumento a disposizione dell'Unione Europea a carattere informativo, decisorio o interpretativo. Nel caso di seguito analizzato il fine è sicuramente quello informativo.

La comunicazione in questione si apre con un'illustrazione del contesto attuale, e delle attività in cui si sta impegnando l'Unione Europea come il documento di riflessione della Commissione "Verso un'Europa sostenibile entro il 2030" e l'iniziativa che prevede una piattaforma multilaterale per lo scambio delle migliori prassi per l'attivazione degli SDG. Il documento prosegue con un'ampia definizione del concetto di finanza sostenibile per poi andare ad illustrare il proprio piano d'azione che si pone tre obiettivi principali:

1. Riorientare i flussi di capitale verso investimenti più sostenibili per promuovere una crescita ed uno sviluppo sostenibile e inclusivo. Per raggiungere tale scopo la Commissione Europea è consapevole della necessità di una chiarezza di fondo su cosa si intenda per investimento sostenibile.
2. Gestire i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico, la scarsità delle risorse, il degrado ambientale e le problematiche sociali in quanto, attualmente, tali rischi non sono ancora tenuti debitamente in considerazione dal settore finanziario.
3. Promuovere la trasparenza e i programmi a lungo termine delle attività economico-finanziarie per permettere a tutti gli investitori di potersi informare a dovere e prendere decisioni il più possibile consapevoli.

In seguito, la Commissione illustra il proprio piano d'azione che si compone di dieci azioni da intraprendere, di seguito illustrate, proponendo inoltre alla fine del documento una tabella che presenta le varie scadenze entro le quali le varie azioni dovrebbero essere divenute concrete.

Ricordiamo che tale documento è stato pubblicato prima della pandemia da Covid-19 che ha colpito a livello globale l'economia del pianeta è quindi ragionevole pensare che tante di queste azioni non siano state compiute entro i tempi previsti a causa di tale avvenimento.

⁴¹COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione (UE) 2018/97 final relativo al piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, COMUNICAZIONI, 27/06/2018, COM/2018/97 Final (eur-lex.europa.eu)

Le azioni che rientrano in tale piano e che vanno a soddisfare il primo obiettivo sono:

*Azione 1: istituire un sistema unificato a livello UE di classificazione delle attività sostenibili*⁴²

L'esigenza di arrivare ad una definizione armonizzata e condivisa del termine "sostenibilità" è di massima importanza per chi investe in sostenibilità. Per far fronte a questa esigenza l'Unione Europea sta lavorando ad una tassonomia europea che definirà degli standard che un'impresa dovrà rispettare per essere definita sostenibile. Si parlerà di questo documento presentato dall'Unione Europea nel 2019 nel secondo capitolo.

*Azione 2: creare norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili*⁴³

Una volta data una definizione di sostenibilità il passo successivo è quello di creare delle etichette e dei marchi per cercare di combattere il *greenwashing*, ossia quella pratica diffusa per cui un'azienda afferma di porre in atto azioni con impatto positivo nell'ambiente nascondendo quelle negative per dare un'impressione ingannevolmente positiva delle prestazioni ambientali complessive⁴⁴. Proprio per il fatto che non esistono etichette certificate dall'Unione Europea che garantisce e controlla che ciò che si scrive in un prodotto corrisponda al vero, le aziende sono oggi libere di porre in atto strategie di green marketing per aumentare i propri profitti nonostante i prodotti venduti non siano minimamente a basso impatto ambientale o solidali. Tale pratica comporta diversi danni: prima di tutto aumenta la concorrenza per i prodotti che sono davvero sostenibili e che si trovano ad avere dei competitors che grazie alla loro poca sensibilizzazione ai temi ESG riescono a proporre prezzi più concorrenziali diminuendo gli introiti per le società che invece in sostenibilità investono. Questo potrebbe incentivare quest'ultime a disinvestire nel sostenibile e a passare a pratiche di *greenwashing*⁴⁵. Inoltre, provoca un danno ai consumatori che consapevoli dell'esistenza del *greenwashing* non riescono a fare un acquisto consapevole e informato dell'effettiva sostenibilità di un prodotto non riuscendo di fatto a diminuire l'impatto ambientale che producono nonostante la loro volontà, si crea quindi un'incertezza e una mancanza di fiducia dei consumatori ai marchi che si definiscono "green"⁴⁶, infine, comporta un danno agli investitori che vorrebbero indirizzare i propri risparmi a società sostenibili ma sono scoraggiati

⁴² COM 2018/97 final, cit., capitolo 2.1, pag. 4

⁴³ COM 2018/97 final, cit., capitolo 2.2, pag. 5

⁴⁴ AROURI M., EL GHOUL S., GOMES M., Greenwashing and product market competition, Finance Research Letters, 2021

⁴⁵ AROURI M., Cit.

⁴⁶ AKTURAM U., How does greenwashing affect green branding equity and purchase intention? An empirical research. Marketing Intelligence & Planning, 2018

dalla presenza del *greenwashing* e dalla poca chiarezza sull'effettiva sostenibilità delle aziende,⁴⁷ è proprio in quest'ultima questione che il piano d'azione vuole agire tramite marchi e norme precise.

La Commissione Europea per porre in atto tale azione ha incaricato un gruppo di esperti tecnici della Commissione per la finanza sostenibile di redigere una relazione su una norma dell'UE per le obbligazioni verdi per poi presentare il contenuto per il prospetto per le emissioni delle obbligazioni verdi in modo tale da poter condurre gli investitori ad una scelta più consapevole, e dopo che sarà entrata in vigore la tassonomia europea lo scopo è quello di creare un quadro di riferimento dell'Ecololabel UE per taluni prodotti finanziari.

Mentre per le prime due la scadenza era prevista per l'anno 2019, le ecolabel UE non sono state calendarizzate.

Azione 3: Promuovere gli investimenti in progetti sostenibili⁴⁸

Tale azione vuol promuovere la costruzione di infrastrutture e innovazioni a sostegno dei progetti sostenibili. L'Unione Europea mette a disposizione un ingente somma per il finanziamento di queste opere non solo in Europa ma anche in Africa e negli Stati che si trovano nelle vicinanze del territorio europeo. Inoltre, si prevede la costituzione di un fondo di investimenti unico composto da tutti gli strumenti di mercato dell'UE per cercare di attrarre, tramite il FEIS e il Polo Europeo di consulenza per gli investimenti, il maggior numero di investimenti privati da investire in infrastrutture e progetti in tema di sostenibilità.

Azione 4: Integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria⁴⁹

Tale azione, su cui si concentra questa tesi, è stata posta in atto tramite il regolamento 2019/2088 che verrà analizzato in seguito. Il fine è quello di integrare all'interno della consulenza finanziaria l'aspetto della sostenibilità introducendo l'obbligo per i consulenti di richiedere agli investitori le proprie preferenze non soltanto con riguardo alla loro avversione al rischio ma anche in tema ESG.

Azione 5: Elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità⁵⁰

⁴⁷ AROURI M., Cit.

⁴⁸ COM 2018/97 final, cit., capitolo 2.1, pag. 6

⁴⁹ COM 2018/97 final, cit., capitolo 2.1, pag. 7

⁵⁰ COM 2018/97 final, cit., capitolo 2.1, pag. 8

Sono oggi già in circolazione diversi indici di riferimento di rating ESG per tutte le grandi aziende. L'Unione Europea porta avanti l'intento di regolamentare tramite atti delegati, la trasparenza nelle metodologie e caratteristiche utilizzate per stimare tali indici con l'obiettivo finale di armonizzare tali indici di riferimento a livello europeo e introdurre una metodologia unificata di misurazione dell'emissione di carbonio per identificare le società a basse emissioni di carbonio anche grazie la tassonomia europea.

Le azioni del piano che soddisfano il secondo obiettivo sono:

Azione 6: Integrare meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca di mercato⁵¹

L'intento che porta avanti tale azione è quella di imporre alle agenzie di rating di integrare nelle loro stime anche i rischi sostenibili che porterebbero così molti titoli, di società che non investono in sostenibilità, ad avere un rating molto più basso ma più rappresentativo del loro effettivo valore. L'Unione Europea, quindi, vuole condurre uno studio per capire le metodologie applicate per condurre tali rating e capire l'ampiezza e la profondità delle valutazioni per la ricerca di mercato, i punteggi di sostenibilità e l'indipendenza dei fornitori di ricerche e punteggi.

Azione 7: chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività⁵²

Tale azione vuole portare maggiore trasparenza per gli investitori finali e imporre agli investitori istituzionali e ai gestori di attività di aumentare la considerazione dei fattori ESG e dei rischi ambientali nel prendere le decisioni d'investimento.

Azione 8: integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali⁵³

Il settore bancario, assicurativo e dei fondi pensioni rappresentano il più ampio bacino di risparmi della società civile che necessitano quindi di una massima protezione dagli eventuali shock del mercato. Proprio per questo motivo l'Unione Europea intende includere i rischi climatici e altri fattori ambientali nelle politiche di gestione dei rischi e ponderare i requisiti patrimoniali anche in relazione all'ammontare di tali rischi che ovviamente aumentano in presenza di un portafoglio poco attento alle tematiche ambientali, sociali e di governance.

⁵¹ COM 2018/97 final, cit., capitolo 2.1, pag. 8

⁵² COM 2018/97 final, cit., capitolo 2.1, pag. 9

⁵³ COM 2018/97 final, cit., capitolo 2.1, pag. 10

Infine, le azioni del piano che soddisfano il terzo obiettivo sono:

*Azione 9: rafforzare la comunicazione in tema di sostenibilità e la regolamentazione contabile*⁵⁴

La Commissione europea intende aumentare la trasparenza delle informazioni trasmesse delle imprese quotate e non quotate tramite una rivisitazione delle linee guida per:

- La rendicontazione non finanziaria in modo tale che possa essere il più chiara e trasparente possibile.
- l’informativa finanziaria, in particolare concentrandosi sulla contabilità ambientale;
- la metodologia di stima al fair value dei portafogli di investimento a lungo termine di azioni e strumenti di capitale e degli IFRS in generale, in modo tale che questi non risultino essere ostacolanti per gli obiettivi di investimento a lungo termine.

*Azione 10: promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati di capitali*⁵⁵

L’Unione Europea intende promuovere un governo societario che favorisca gli investimenti sostenibili andando ad analizzare le varie società e valutare la necessità di imporre al Consiglio di Amministrazione di tali aziende di elaborare e attuare una strategia in materia di sostenibilità con degli obiettivi misurabili. Inoltre, la commissione inviterà le autorità di vigilanza europee a valutare se sia presente un’indebita pressione a breve termine esercitata dai mercati di capitali sulle imprese e a controllare la rotazione dei portafogli azionari.

L’Unione Europea si impegnerà quindi ad adottare tutte le azioni qui illustrate in via urgente per far fronte al cambiamento climatico cercando di minimizzare i danni della crisi ambientale in corso e cercare di mantenere il territorio europeo competitivo con gli altri mercati globali e come guida ed esempio per il resto del mondo di economia innovativa ed indirizzata alla transizione ecologica.⁵⁶

1.3.2 Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del consiglio⁵⁷

⁵⁴ COM 2018/97 final, cit., capitolo 2.1, pag. 11

⁵⁵ COM 2018/97 final, cit., capitolo 2.1, pag. 12

⁵⁶ COM 2018/97 final, cit., Prossime Tappe, capitolo 6, pag. 14

⁵⁷ GAZZETTA UFFICIALE DELL’UNIONE EUROPEA, Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, REGOLAMENTI, 09/12/2019, L 317, Art. 3 (eur-lex.europa.eu).

Questo regolamento, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, è di importanza fondamentale per dare una svolta agli investimenti in finanza sostenibile, approvato il 27 Novembre 2019, è stato applicato a partire dal 10 Marzo 2021.

Tale regolamento si compone di venti articoli: all'Articolo 1 viene illustrato l'oggetto del documento: "Il presente regolamento stabilisce norme armonizzate sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l'integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi e nella comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari."⁵⁸

Prima della data di entrata in vigore del presente regolamento non era dato sapere all'investitore con quali criteri fossero selezionati i titoli per poter essere definiti sostenibili lasciando all'investitore poca chiarezza a riguardo, inoltre non era richiesto alle società che si occupano di fondi di investimento di informarsi sulla sensibilizzazione e sulla preferenza dell'investitore riguardo la sostenibilità nel momento della sottoscrizione di un contratto di investimento. Tramite questo regolamento chiunque sia interessato potrà accedere ad una serie di dati importanti per poter valutare e prendere una decisione il più possibile consapevole.

Di seguito sono elencati i vari articoli con una breve descrizione del loro contenuto.

L'Articolo 4 impone ai partecipanti ai mercati finanziari di presentare nei propri siti web l'informativa delle loro politiche sull'integrazione dei rischi nei loro processi decisionali relativi agli investimenti, in particolare devono presentare:

- I principali effetti negativi delle loro decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità quando questi siano presi in considerazione, altrimenti, le motivazioni alla base di tale non considerazione e, in caso, di quando la società intenda valutare tali effetti e presentarli.
- L'informativa circa le loro politiche relative all'individuazione e alla priorità relativi ai principali effetti negativi della sostenibilità.
- Una sintesi delle politiche di impegno degli azionisti nelle loro strategie di investimento⁵⁹
- L'osservanza dei codici di condotta d'impresa responsabile e delle norme internazionali riguardanti la diligenza e la reportistica e della conformità con gli accordi di Parigi.⁶⁰

Proseguendo, l'Art.5 impone ai partecipanti ai mercati finanziari e ai consulenti finanziari di includere nelle politiche di remunerazione il modo in cui essi tengano conto dei rischi di

⁵⁸ REGOLAMENTO (UE) 2019/2088, Cit,

⁵⁹ Art. 3 octies della direttiva 2007/36/CE

⁶⁰ Regolamento 2019/2088, cit, Art.4

sostenibilità⁶¹ e, nella stessa ottica l'Art.6 introduce l'obbligo per tali soggetti di introdurre l'informativa riguardo ulteriori due elementi; il primo riguarda il modo in cui i rischi di sostenibilità, definiti come possibili eventi o condizioni che possono essere di tipo ambientale, sociale o di governance che verificandosi potrebbero comportare un effetto negativo o potenziale sul valore dell'investimento, siano integrati nelle loro decisioni di investimento mentre il secondo impone la valutazione degli impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari disponibili e, nel caso non siano tenuti in considerazione tali rischi, la motivazione al riguardo di questa mancanza.⁶²

L'Art.7, considera la fattispecie per la quale un partecipante ai mercati finanziari o un consulente tenga in considerazione gli effetti negativi e i rischi di sostenibilità nelle proprie decisioni di investimento e richiede che per ciascun prodotto finanziario, venga presentata entro il 30 Dicembre 2022 una spiegazione chiara e motivata che indichi se e come un prodotto finanziario consideri gli effetti negativi legati alla sostenibilità e, in caso contrario, una motivazione del perché non siano tenuti in considerazione tali effetti.⁶³

L'articolo 8 e l'articolo 9 richiedono un certo approfondimento in quanto considerati gli articoli cardine della ricerca empirica che verrà condotta al terzo capitolo.

L'Articolo 8 del Regolamento 2019/2088 cita:

“1. Se un prodotto finanziario promuove, tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche, a condizione che le imprese in cui gli investimenti sono effettuati rispettino prassi di buona governance, le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, includono quanto segue:

- a) informazioni su come tali caratteristiche sono rispettate;*
- b) qualora sia stato designato un indice come indice di riferimento, informazioni che indichino se e in che modo tale indice è coerente con tali caratteristiche.”⁶⁴*

Il regolamento stesso definisce come prodotto finanziario un portafoglio gestito, un fondo di investimento alternativo (FIA), un IBIP, un prodotto pensionistico, uno schema pensionistico, un OICVM oppure un PEPP. Questi prodotti potrebbero essere considerati degli investimenti sostenibili a seconda che contribuiscano ad un obiettivo ambientale misurato o ad un

⁶¹ Regolamento 2019/2088, cit, Art.5

⁶² Regolamento 2019/2088, cit, Art.6

⁶³ Regolamento 2019/2088, cit, Art.7

⁶⁴ Regolamento 2019/2088, cit, Art.8 comma 1

obbiettivo sociale a patto che la struttura di gestione sia solida e di buona governance che preveda relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali. Tuttavia, i prodotti in questione in quanto non hanno un obiettivo sostenibile, ma solamente di promozione della sostenibilità, vengono definiti “verde chiaro”⁶⁵

In presenza di tali prodotti l’articolo 8 prevede di elencare le modalità con cui la società di gestione misura e verifica tali caratteristiche e nel caso in cui le caratteristiche, circa la sostenibilità del prodotto, vengano verificate tramite un indice occorre che la società riporti delle informazioni riguardo l’attendibilità e la coerenza di questo indice con le caratteristiche che la società intende promuovere nel classificare tale prodotto come sostenibile. Il presente articolo specifica nel titolo che tali informazioni devono essere inserite nell’informativa precontrattuale.

L’articolo prosegue come sotto riportato:

“2. Nelle informazioni da comunicare a norma dell’articolo 6, paragrafi 1 e 3, i partecipanti ai mercati finanziari indicano dove trovare la metodologia utilizzata per il calcolo degli indici di cui al paragrafo 1 del presente articolo.”⁶⁶

Il secondo comma ribadisce l’obbligo di presentare insieme al resto delle informazioni che vengono richieste in base all’Art.6, anche quelle riguardanti il metodo utilizzato per calcolare l’eventuale indice utilizzato per l’individuazione delle caratteristiche riguardo la sostenibilità del prodotto.

In ultimo, il terzo comma è rivolto alle AEV ossia le Autorità Europee di Vigilanza e cita:

“3. Le AEV⁶⁷ elaborano, tramite il comitato congiunto, progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare ulteriormente i dettagli della presentazione e del contenuto delle informazioni da comunicare a norma del presente articolo.

Nell’elaborare i progetti di norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma, le AEV tengono conto dei vari tipi di prodotti finanziari, delle loro caratteristiche nonché delle loro differenze, come pure dell’obiettivo di perseguire un’informativa accurata, equa, chiara, non fuorviante, semplice e concisa.

Le AEV trasmettono alla Commissione i progetti di norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma entro il 30 dicembre 2020.

⁶⁵ SILANO S., Regolamento SFDR, cosa devono sapere gli intermediari, Morningstar, 10 Marzo 2021, <https://www.morningstar.it/it/news/210274/regolamento-sfdr-cosa-devono-sapere-gli-intermediari.aspx>

⁶⁶ Regolamento 2019/2088, cit, Art.8 comma 2

Alla Commissione è delegato il potere di integrare il presente regolamento adottando le norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma conformemente agli articoli da 10 a 14 dei regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010.”⁶⁸

Si comprende quindi il ruolo dell’Autorità di Vigilanza Europea, ossia quello di specificare ed elaborare nuovi dettagli nell’informativa tenendo conto delle caratteristiche tipiche del prodotto preso in considerazione che devono esse poi presentante alla Commissione Europea per una loro eventuale approvazione.

Articolo 9 del Regolamento 2019/2088

“1. Se un prodotto finanziario ha come obiettivo investimenti sostenibili ed è stato designato un indice come indice di riferimento, le informazioni da comunicare a norma dell’articolo 6, paragrafi 1 e 3, sono accompagnate:

- a) da informazioni che indicano in che modo l’indice designato è in linea con detto obiettivo;*
- b) da una spiegazione che indica perché e in che modo l’indice designato in linea con detto obiettivo differisce da un indice generale di mercato.*

2. Se un prodotto finanziario ha come obiettivo investimenti sostenibili e non è stato designato alcun indice come indice di riferimento, le informazioni da comunicare a norma dell’articolo 6, paragrafi 1 e 3, includono la spiegazione del modo in cui è raggiunto tale obiettivo.”⁶⁹

A differenza dell’art.8 che indica fondi che promuovono la sostenibilità, l’articolo 9 riguarda i fondi che hanno come obiettivo investimenti sostenibili. Tale differenza non sembra essere sufficientemente chiara da parte del Regolamento⁷⁰ che non da una definizione di ciò che intenda per prodotto finanziario che promuove gli investimenti sostenibili e per prodotto finanziario che invece ha l’obbiettivo di investire nel sostenibile, si è quindi richiesto all’EMA, l’autorità di vigilanza europea di dare una chiarificazione. È stao così pubblicato il rapporto finale sulla bozza dei cosiddetti RTS (*Regulatory Technical Standards*). Vi sono comunque in circolazione diversi punti di vista ed interpretazioni, tuttavia, stando alle linee guida dell’l’ESA, ai sensi dell’articolo 8 i prodotti che devono essere indicati non devono debitamente essere investimenti sostenibili in quanto il loro scopo può essere di mera promozione, infatti rientrano nell’art.8 quegli investimenti parzialmente sostenibili purchè sia indicata la quota pianificata di investimenti sostenibili nelle informazioni precontrattuali e riportata la quota di investimenti

⁶⁸ Regolamento 2019/2088, cit, Art.8 comma 3

⁶⁹ Regolamento 2019/2088, cit, Art.9 comma 1 e 2

⁷⁰ TANSKANEN I., Green Funds, An Analysis of the Product Specific Disclosures of the EU Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088, Uppsala Universitet, 2021

sostenibili nelle relazioni periodiche, ed inoltre, a differenze dei prodotti dell'articolo 9, per poter rientrare nell'art.8 i vari titoli devono essere selezionati applicando delle strategie ESG ma non devono avere necessariamente un obiettivo ambientale.⁷¹ Un'altra opinione è quella di MSCI che afferma che sotto l'articolo 8 rientrano quei fondi che considerano i fattori ESG e sono più focalizzati nella materialità finanziaria, mentre, nell'Art.9 vi sono i prodotti che riguardano maggiormente economia sostenibile o attività con impatti e/o obiettivi rivolti alla riduzione delle emissioni di inquinamento dell'aria o in linea con l'accordo di Parigi.⁷²

Infine, molti suddividono i prodotti tra articolo 8 e articolo 9 a seconda delle strategie di investimento utilizzate: si ritiene tipicamente un prodotto rientrante nell'Art.8 se si è fatta una selezione attraverso *screening* negativo, *best-in-class*, *norm-based screening* o *sustainability themed*, mentre rientrano tipicamente nell'Art.9 quei fondi che rispettano un criterio di *Impact investing*.⁷³

L'importanza di distinguere ciò che va classificato nell'Art. 8 e nell'Art. 9 è importante in quanto sono previsti per i due prodotti gradi di rendicontazione diversi. Come si può leggere dall'Art. 9 sopra riportato, riguardo i prodotti verdi scuro occorre dare delle informazioni sul perché e il come l'indice di riferimento sia considerato in linea con l'obiettivo di sostenibilità che persegue tale prodotto e cosa lo differenzia da un qualsiasi altro indice di mercato. Al secondo comma si considera l'ipotesi di non aver seguito alcun indice e si chiede all'istituto finanziario di chiarire il modo in cui si prevede esser raggiunto l'obiettivo di sostenibilità.

Al comma 3 dell'Art.9 vengono invece presi in considerazione quei fondi che hanno l'obiettivo specifico di ridurre le emissioni di carbonio compatibilmente alla lotta al cambiamento climatico previsto dall'accordo di Parigi. Viene di seguito riportato tale comma:

3. Se un prodotto finanziario ha come obiettivo la riduzione delle emissioni di carbonio, le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, includono l'obiettivo di un'esposizione a basse emissioni di carbonio in vista del conseguimento degli obiettivi a lungo termine in materia di lotta al riscaldamento globale previsti dall'accordo di Parigi.

In deroga al paragrafo 2 del presente articolo, se non è disponibile un indice di riferimento UE di transizione climatica o un indice di riferimento UE allineato con l'accordo di Parigi in conformità del regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio (20), le informazioni di cui all'articolo 6 includono una spiegazione dettagliata del modo in cui è

⁷¹ MESSINI F., HANS JERGENS W., BENOIT S., KEIKO T., Sustainable Finance Disclosure Regulation Is the financial industry ready for the Big One?, Deloitte, 2020

⁷² MSCI, A Proposed Mapping to Key Article 6 / 8 / 9 Distinctions - Framework based on MSCI Client Feedback, MSCI, 2021

⁷³ MESSINI F., HANS JERGENS W., BENOIT S., KEIKO T.,cit.

assicurato lo sforzo costante per raggiungere l'obiettivo di ridurre le emissioni di carbonio in vista del conseguimento degli obiettivi a lungo termine in materia di lotta al riscaldamento globale previsti dall'accordo di Parigi.”⁷⁴

Anche in tal caso, quindi, occorre dare spiegazione del modo in cui è raggiunto tale obiettivo nel caso in cui non siano disponibili indici di riferimento UE in conformità con il regolamento (UE) 2016/1011⁷⁵.

Gli ultimi due commi non riportati in questa tesi riportano ciò che è stato specificato nel terzo comma dell'Art.8 riguardante le AEV⁷⁶.

Proseguendo con gli altri articoli del documento, l'Art.10 riguarda le modalità di diffusione delle informazioni richieste imponendo l'obbligo di pubblicare e mantenere nei propri siti web le informazioni riguardo le caratteristiche ambientali e sociali o l'obiettivo dell'investimento sostenibile, le metodologie per misurare e monitorare tali caratteristiche comprese le fonti da cui ricavano i propri dati e l'impatto sostenibile del prodotto finanziario. Infine, devono inserire le informazioni richieste dagli art. 8 e 9 e dell'art. 11. Quest'ultimo articolo, in particolare, specifica che nel caso in cui si sia in presenza di un prodotto che rispetta le caratteristiche richieste dall'art. 8 e dall'art. 9 (prodotti verde chiaro e verde scuro), è richiesto, che i partecipanti ai mercati finanziari pubblichino nella propria relazione periodica la misura in cui le caratteristiche ambientali o sociali siano stato conseguite e, nel solo caso di un prodotto verde scuro, l'impatto sostenibile complessivo del prodotto finanziario tramite indicatori di sostenibilità o nel caso sia stato designato un indice specifico tramite raffronto tra l'impatto sostenibile complessivo, l'indice designato e di un indice generale di mercato attraverso indicatori di sostenibilità.

Infine, gli articoli finali fanno riferimento all'aggiornamento dei dati pubblicati⁷⁷, alla compatibilità che deve esserci tra le strategie di marketing adottate e le informazioni del presente regolamento⁷⁸, al controllo del rispetto di tale normativa⁷⁹, all'eventuale ampliamento

⁷⁴ Regolamento 2019/2088, cit, Art.9 comma 3

⁷⁵ Regolamento (EU) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio del 8 Giugno 2016 riguardo gli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare le performance dei fondi di investimento a modifica delle direttive 2008/48/EC e 2014/17/EU e del Regolamento (EU) 596/2014.

⁷⁶ Regolamento 2019/2088, cit, Art.8 comma 3, vedi pp. 19

⁷⁷ Regolamento 2019/2088, cit, Art.12

⁷⁸ Regolamento 2019/2088, cit, Art.13

⁷⁹ Regolamento 2019/2088, cit, Art.14

del contenuto di tale normativa anche agli EPAP⁸⁰ e agli enti assicurativi⁸¹ così come per coloro che si occupano di prodotti pensionistici⁸² ed infine gli articoli relativi all'approvazione di tale regolamento che come si è detto in precedenza è già stato approvato ed è entrato in vigore nel Marzo del 2021.

Nel 2020, l'Unione Europea ha pubblicato un ulteriore regolamento che rappresenta la prima Tassonomia europea e che apporta delle leggere modifiche al regolamento 2019/2088 come verrà discusso nel secondo capitolo.

Il Regolamento 2019/2088 nonostante favorisca gli investitori, i quali grazie a questo documento hanno a disposizione un'informativa completa e trasparente per poter prendere una decisione il più possibile consapevole, impone una maggior impegno per le società di Asset Manager che sono tenute alla pubblicazione di una disclosure dettagliata sia per i fondi di cui all'Art.8 che per quelli dell'Art.9. Nonostante ciò, come si è potuto leggere si è verificato un cospicuo aumento del numero di fondi definiti sostenibili. La prossima sezione andrà ad indagare i motivi e gli interessi del sistema finanziario a spingere a sua volta e a promuovere la finanza sostenibile.

⁸⁰ Ente di Previdenza e Assistenza Pluricategoriale

⁸¹ Regolamento 2019/2088, cit, Art.15

⁸² Regolamento 2019/2088, cit, Art.16

2. INTERESSE DEL SISTEMA FINANZIARIO AD ATTUARE LA FINANZA SOSTENIBILE

Alla luce di quanto detto finora si può ragionevolmente affermare che la finanza sostenibile sia una soluzione necessaria per la transizione ecologica producendo una forte spinta sia sui consumatori sia sulle aziende ad agire consapevolmente in favore all'ambiente.

In questa sezione si andrà a valutare e a capire quale sia l'interesse dei partecipanti ai mercati finanziari ad adottare strategie di finanza sostenibile e quale sia la convenienza nell'agire in tal modo. Si individuano, in particolare, cinque motivazioni fondamentali che guidano gli istituti finanziari a promuovere e a mettere in pratica atteggiamenti sostenibili non solo internamente con impatti diretti nell'ambiente ma anche indirettamente tramite la finanza sostenibile.

2.1 Rischi climatici che impattano la clientela

I rischi qui descritti sono quelli connessi al cambiamento climatico e agli eventi estremi che genera questo fenomeno che impattano direttamente o indirettamente la popolazione civile e le aziende clienti potendo quindi intaccare il merito creditizio di questi soggetti. Nel caso in cui tali rischi si trasformino in costi per le aziende su cui investono i fondi di *Asset Manager* ciò comporterebbe una sensibile diminuzione del rendimento del fondo e quindi andrebbe ad intaccare gli investitori stessi. Nonostante questo rischio esista, ad oggi le agenzie di rating non tengono ancora sufficientemente in considerazione tali rischi ambientali e sociali nelle loro valutazioni⁸³. Tuttavia, Campiglio et al. affermano che dal 2015 si è iniziato a includere tali rischi nel prezzo degli assets delle società che detengono grosse riserve di carburanti fossili. Nonostante questo, la significatività economica del risk premium è piuttosto bassa per rappresentare significativamente le potenziali perdite derivanti dagli eventuali costi causati dai rischi climatici.⁸⁴

Di seguito vengono elencati i vari rischi e quindi il maggior costo che dovrebbe essere considerato nel calcolo dell'equity, del merito creditizio e nella valutazione del valore degli asset e titoli che le società emettono.

2.1.1 Rischio fisico

I rischi fisici corrispondono a tutte quelle perdite economiche e finanziarie causate dai rischi legati al clima.

⁸³ CAMPIGLIO E., MONNIN P., VAN JAGOW A., Climate risk in financial Assets, Council on economic policies (CEP), 2019

⁸⁴ CAMPIGLIO E., MONNIN P., VAN JAGOW A., cit.

Tali rischi possono essere suddivisi in:

- Acuti quando derivano da catastrofi naturali e altri eventi estremi del clima come tempeste, inondazioni e siccità; e
- Cronici quando questi rischi sono dovuti a cambiamenti progressivi nei fattori ambientali come le temperature o l'innalzamento del livello del mare.

I maggiori costi da imputare nella valutazione delle aziende dovuti al rischio fisico dovrebbero tenere in considerazione sia gli impatti diretti, come i danni fisici agli asset del soggetto considerato, che gli impatti indiretti che comprendono le possibili conseguenze derivanti da danni a fattori produttivi dell'azienda.

Tali rischi possono impattare direttamente il ritorno economico a causa dei vari canali danneggiati come la capacità di produzione dell'impresa a causa di danni ai mercati di approvvigionamento e assenteismo dei lavoratori, minori vendite dovuti alla diminuzione della domanda o problemi nel trasporto delle merci, all'aumento dei costi operativi a causa dell'aumento dei prezzi della materia prima e ad un aumento nel costo del capitale a causa dei danni diretti.

Infine, occorre considerare quei costi dovuti alla localizzazione geografica in cui si trova lo stabilimento: se si ritiene essere in una zona a rischio ambientale più elevato vi sarà una svalutazione degli assets dovuti al rischio che una catastrofe o l'impatto di rischio cronico si verifichino.⁸⁵

2.1.2 Rischio per transizione

Il rischio di transizione comprende tutti gli eventuali costi economici e finanziari legati alla transizione ecologica in atto in questo momento che ha l'obiettivo di diminuire le emissioni di anidride carbonica nell'aria e di proteggere l'ambiente in generale.

Tali rischi possono essere dovuti a cambiamenti normativi, comprensivi di tutte quelle normative che sono oggi già in vigore e quelle future che saranno progressivamente sempre più stringenti il cui obiettivo è limitare le emissioni di gas serra, i cambiamenti tecnologici, ossia tutte quelle innovazioni che portano alla costruzione di macchinari produttivi più green e più efficienti che renderanno obsoleti quei prodotti derivanti da catene produttive ad alto impatto ambientale ed infine, i cambiamenti nelle preferenze dei consumatori, i quali tenderanno a scegliere prodotti sempre più sostenibili per contribuire alla transizione ecologica.

Tutti questi cambiamenti comporteranno sempre di più una necessità di risorse finanziarie da parte delle aziende per adattare i loro business model alle nuove tendenze economiche.

I rischi di transizione possono comportare dei costi in termini di *payoff* in diversi modi come la necessità di impiegare maggiori costi in ricerca e sviluppo per nuove tecnologie alternative e adattare

⁸⁵ CAMPIGLIO E., MONNIN P., VAN JAGOW A., cit., nota 76

nuovi processi produttivi, la minor domanda di prodotti ad alto impatto ambientale, l'affrontare l'aumento nel costo delle materie prime (come energia e acqua), della logistica e dello smaltimento dei rifiuti prodotti.⁸⁶

2.1.3 Rischio di credito

Nel momento in cui si verifica un evento climatico che comporta alti costi fisici diretti o indiretti, le aziende e la stessa popolazione civile coinvolti potrebbero subire gravose perdite portando tali soggetti a non riuscire più a far fronte ai debiti contratti o alle obbligazioni emesse. Per il settore finanziario in primis, ciò potrebbe causare ingenti perdite a seconda dell'ampiezza delle aziende colpite dalla crisi climatica, rendendo il settore bancario e finanziario in generale più fragile ed aumentandone quindi la possibilità di default. Ciò potrebbe succedere anche nel caso in cui si verificasse un alto costo di transizione che potrebbe condurre diverse aziende ad una situazione di difficoltà.⁸⁷ Gli istituti finanziari più esposti sono: innanzitutto il settore bancario ma anche le SICAF e le SICAV in quanto società che detengono loro stesse i titoli e che quindi ne accettano il rischio, ma anche tutti gli investitori e risparmiatori sia in quanto clienti delle stesse banche sia in quanto investitori di fondi o in generale titoli non sostenibili e quindi più esposti ai rischi di transizione.

2.1.4 Rischio di mercato

Tale rischio consiste nella perdita di valore per azioni e titoli dovuti alla transizione ecologica.

Tale rischio si concretizza in tre diversi possibili scenari:

Il primo consiste nella situazione plausibile per cui per raggiungere la *carbon-neutrality* si renda necessario una riduzione drastica di moltissime delle materie prime utilizzate finora come carbone, petrolio e gas portando molte industrie quotate, il cui business dipende da tali fonti primarie, a perdere valore nel mercato. In riferimento a ciò, uno studio di Mc Glade e Ekins stimano che per rispettare il limite dei 2°C di innalzamento delle temperature occorrerà diminuire l'impiego dell'80% del carbone utilizzato attualmente, del 35% delle riserve di carburante e del 52% delle riserve di gas.⁸⁸

Ancora, si prevede una situazione per cui l'introduzione della finanza sostenibile tenda a contribuire ad un sempre maggiore aumento della domanda per titoli di imprese sostenibili e una vendita sempre più massiva di quelli appartenenti ad aziende che invece non adotteranno iniziative di sostenibilità

⁸⁶ CAMPIGLIO E., MONNIN P., VAN JAGOW A., cit., nota 76

⁸⁷ GONZALEZ C., NUNEZ S., Markets, financial institution and central banks in the face of climate change: challenges and opportunities, Banco de espana, 2021

⁸⁸ MCGLADE C., EKINS P., The geographical distribution of fossil fuels unused when limiting the global warming to 2°C, University College London (UCL) Institute for Sustainable Resources, 2015

coerenti con la transizione. Ciò porterà inevitabilmente ad un aumento del valore dei primi e un deprezzamento degli altri.⁸⁹

Infine, l'aumento degli eventi catastrofici climatici richiede sempre di più ai governi dei vari Stati con territori più esposti a subirne gli impatti, a spendere denaro per combattere gli effetti sia diretti che indiretti come, ad esempio, la salute dei cittadini, la qualità dell'aria e dell'alimentazione, opere di bonifica di vaste aree, inondazioni e siccità. Ciò ne fa aumentare il debito pubblico, di conseguenza il rischio di mercato e quindi il prezzo e il rischio dei titoli di Stato.⁹⁰

2.1.5 Rischio reputazionale

Ad oggi la sostenibilità è ritenuta un fattore fondamentale che coinvolge qualsiasi settore e aspetto della quotidianità. Un'impresa che non considera tale fattore nella conduzione del proprio business è esposta a maggiori rischi reputazionali e di conseguenza economici dovuti all'indifferenza di tale tema.⁹¹ Il rischio reputazionale impatta sia le società di Asset Management nel caso in cui non pongano attenzione al tema della finanza sostenibile o non adottino strategie sostenibili all'interno della società ma anche le aziende clienti i cui titoli che compongono i fondi di investimento.

Uno studio effettuato da Deloitte⁹² sul rischio reputazionale afferma che secondo il *World Economic Forum* in media più del 25% del valore di mercato di un'azienda è attribuito alla sua reputazione. Tale documento riporta una ricerca fatta su un campione di 300 responsabili delle più grandi società in diverse regioni geografiche affermando che i rischi reputazionali sono dovuti ad altri rischi del business dell'impresa che devono essere dovutamente gestiti per cercare di diminuire il più possibile il rischio reputazionale. Tra questi, in ordine rispetto alla gravità del danno reputazionale se tali rischi diventino concreti, vi sono:

- i rischi connessi all'etica e all'integrità, ad esempio frode, concussione e corruzione.
- I rischi sulla sicurezza intesa sia come fisica che a livello di violazioni informatiche.
- I rischi connessi ai prodotti e servizi forniti, in particolare quelli che riguardano salute, sicurezza e ambiente.
- I rischi legati alle relazioni con terze parti dovuti ad una sempre maggiore tenuta in considerazione da parte delle società delle azioni poste in atto da fornitori e clienti. Tali rischi sono anche i più pericolosi perché spesso risultano essere fuori dal controllo diretto dell'azienda, alcuni esempi possono essere gli attacchi da parte della concorrenza, l'etica di altri soggetti con cui vengono

⁸⁹ GONZALEZ C., NUNEZ S., cit., nota 80

⁹⁰ GONZALEZ C., NUNEZ S., cit., nota 80

⁹¹ GONZALEZ C., NUNEZ S., cit., nota 80

⁹² DELOITTE, Global Survey on reputational Risk, Reputation@Ris, www.deloitte.com/reputationrisksurvey

stretti dei rapporti di fornitura o altri scandali che impattano indirettamente la reputazione dell'azienda in oggetto.

In un mondo in cui vi è sempre una maggiore influenza da parte dei social media e una comunicazione istantanea che arriva in tutte le parti del mondo, gestire le aspettative e la percezione dei clienti verso le aziende e quindi i rischi sopra citati risulta un fattore chiave per crescere e riuscire a mantenere il successo⁹³.

Inoltre, dallo stesso studio emerge che chi ha già sperimentato degli eventi reputazionali negativi ha constatato i maggiori impatti negativi sulle vendite, sul valore del brand, sull'interesse da parte della società per l'azienda, sulla perdita di clienti e sullo stock price. Tali fattori variano a seconda del settore e della zona geografica su cui si verificano.

Per quanto riguarda la diminuzione del valore dell'azienda in termini di stock price si constata che i settori che ne risentono di più sono quello tecnologico, dei media e telefonia (-52%) e quello dei servizi finanziari (-44%). In termini geografici, invece, è l'Europa, il Medio Oriente e l'Africa la regione che registra tendenzialmente un calo maggiore dello stock-price a seguito di un evento reputazionale negativo (-42%)⁹⁴.

A solo titolo di esempio, uno tra i più grandi disastri ambientali provocati da un'azienda è quello accaduto il 20 Aprile 2010 in cui la *Deepwater Horizon* della *British Petroleum Company* esplose rilasciando nell'ambiente 130 milioni di galloni di petrolio grezzo nel Golfo del Messico⁹⁵, dopo l'accaduto il titolo in borsa perse quasi il 50% del valore di borsa, e fino ad oggi non è mai più riuscito a raggiungere i livelli pre-disastro ambientale.⁹⁶

2.2 Interesse economico

Diversi studi condotti negli anni hanno analizzato se vi è o meno una correlazione tra l'integrazione dei fattori ESG nei vari fondi di investimento e la loro performance finanziaria al fine di comprendere se investire nel sostenibile sia anche più remunerativo che investire nei fondi tradizionali.

Il risultato dei vari studi è contrastante: parte degli studi ha notato una correlazione negativa tra questi due fattori, altri non hanno riscontrato alcuna correlazione e infine, alcuni studi sono giunti ad un risultato che dimostra una correlazione positiva.

⁹³ ECKERT, Christian. Corporate reputation and reputation risk: Definition and measurement from a (risk) management perspective. *The journal of risk finance*, 2017.

⁹⁴ DELOITTE, cit. nota 85

⁹⁵ MEINERS J., Ten years later, BP oil spill continues to harm wildlife- especially dolphins, National Geographic, 2020, <https://www.nationalgeographic.com/animals/article/how-is-wildlife-doing-now--ten-years-after-the-deepwater-horizon>

⁹⁶ LONDON STOCK EXCHANGE, titolo "BP", londonstockexchange.com, <https://www.londonstockexchange.com/stock/BP./bp-plc/trade-recap>

In particolare, Tensie Whelan, Ulrich Atz e Casey Clark⁹⁷, hanno condotto una ricerca confrontando più di mille studi pubblicati tra il 2015 e il 2020 riguardanti la correlazione tra gli ESG e le performance finanziarie. Tale studio ha distinto tra performance finanziarie sotto un'ottica "corporate", puntando su valori finanziari aziendali quali ROE e ROA e stock price e un'ottica "Investment" che invece misura la performance finanziaria su aspetti legati al rischio dell'investimento quali l'*Alpha* o il *sharpe ratio* di un portafoglio di titoli.

La ricerca condotta sugli studi fatti in base all'ottica aziendale ha constatato che vi è una relazione positiva tra ESG e performance finanziarie nel 58% dei casi e un impatto negativo nel solo 8% del totale, mentre per il restante 34% degli studi effettuati si è dimostrato che non vi è alcuna correlazione tra i due fattori o si è arrivati ad un risultato inconcludente.

Per quanto riguarda invece gli studi condotti secondo un'ottica dal lato degli investimenti, il 59% ha dimostrato una correlazione positiva e il 14% una correlazione negativa.

Whelen et al (2021), inoltre evidenziano alcune tendenze che hanno rinvenuto nel loro studio:

1. Le performance finanziarie dei fondi ESG tendono ad aumentare nella considerazione di orizzonti temporale a lungo termine⁹⁸;
2. Tra le varie strategie di investimento applicate ai vari fondi di investimento, l'*ESG integration* sembra rendere le performance finanziarie del fondo migliori rispetto a quei fondi che seguono invece strategie di *negative screening*; ⁹⁹
3. Gli investimenti sostenibili sembrano reagire meglio ai cali dovuti a crisi economiche o sociali in questo caso sono diversi gli studi che possono attestarlo¹⁰⁰
4. Il fatto di produrre, da parte delle aziende, l'ESG disclosure non sembra avere impatti nelle performance finanziarie. Solo il 26% degli studi analizzati risultano trovare una correlazione tra la presenza della disclosure non finanziaria e le performance finanziarie di tali aziende.¹⁰¹

Il documento di Whelen et al. infine, propone un'analisi degli studi fatti tramite un metodo di meta-analisi ossia che si basano su una comparazione di altri studi sulle performance finanziarie rispetto ai criteri ESG. Su tredici documenti selezionati che hanno comparato un totale di 1272 studi, si evince che vi è una correlazione positiva tra alcuni aspetti sostenibili e le performance finanziarie in dodici di questi.¹⁰²

⁹⁷ WHELAN T., ATZ U., CLARK C., ESG and financial performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020, NYU Stern Center for Sustainable Business, partnering with Rockefeller Asset Management, 2021

⁹⁸ WHELAN T., ATZ U., CLARK C., cit., nota 84

⁹⁹ WHELAN T., ATZ U., CLARK C., cit., nota 84

¹⁰⁰ WHELAN T., ATZ U., CLARK C., cit., nota 84

¹⁰¹ WHELAN T., ATZ U., CLARK C., cit., nota 84

¹⁰² WHELAN T., ATZ U., CLARK C., cit., pp. 6

2.3 Interesse della clientela

Un altro motivo per cui investire in finanza sostenibile da parte delle società di investimento è l'interesse della clientela verso tali fondi.

Il *Journal of Sustainable Finance and Investment (JSFI)* è una rivista trimestrale che a partire dal 2016 pubblica racconti e ricerche riguardanti i temi sempre più emergenti della finanza sostenibile e gli investimenti sostenibili. Gli argomenti ricorrenti delle proprie pubblicazioni sono l'ambiente, gestione degli investimenti, microfinanza, progetti finanziari e filantropia¹⁰³.

In occasione del decimo anniversario del giornale, nel 2021, JSFI ha condotto uno studio bibliometrico ossia, attraverso dei metodi statistici e strumenti quantitativi ha analizzato diversi dati relativi alla struttura intellettuale di certi argomenti in funzione dei Paesi, delle istituzioni, delle fonti, degli argomenti e campi di studio e degli autori.

La crescita media delle pubblicazioni è stata del 14, 2% in questi anni frutto della sempre maggiore popolarità di tale rivista e almeno 1407 citazioni in altri documenti pubblicati.

I risultati ottenuti da tale ricerca che possono considerarsi utili al fine di comprendere se l'interesse verso la finanza sostenibile sia effettivamente in crescita sono di seguito riportati.

Anzitutto, risulta da tale ricerca che i paesi da cui derivano la maggior parte delle pubblicazioni sono UK, USA e Canada mentre coloro che citano maggiormente tali riviste provengono da Canada, Germania e UK. Ancora, si afferma che i Paesi maggiormente sviluppati presentano un maggior interesse e contribuiscono maggiormente agli aspetti riguardanti la finanza sostenibile e i fattori ESG.¹⁰⁴

Un altro interessante aspetto riguarda l'articolo maggiormente citato, dal titolo "*ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*" che presenta un totale citazioni pari alla somma totale degli altri sei articoli più citati.¹⁰⁵

In ultimo, da tale ricerca risulta che le parole più ricercate siano state "*Sustainable finance*" e "*ESG*" mentre la parola "*social responsible investment*" fu il *topic* di tendenza dell'anno 2011 ma che dal 2016 in poi ha registrato una forte decrescita segno di un disinteresse progressivo di tale argomento.¹⁰⁶

Da questi risultati è possibile comprendere che vi è un interesse ad informarsi sui i fondi di investimento sostenibili da parte della società; tuttavia, questo interesse è maggiore in certe zone rispetto ad altre, probabilmente frutto anche della lingua con cui sono pubblicati tali articoli, e che

¹⁰³ ALSHATER M. M., ATAYAH O.F., HAMDAN A., Journal of Sustainable Finance and Investment: A bibliometric analysis, Journal of Sustainable Finance & Investment, 2021, pp.1

¹⁰⁴ ALSHATER M. M., ATAYAH O.F., HAMDAN A., *cit*, pp. 6

¹⁰⁵ ALSHATER M. M., ATAYAH O.F., HAMDAN A., *cit*, pp.10

¹⁰⁶ ALSHATER M. M., ATAYAH O.F., HAMDAN A., *cit*, pp.12

l'aspetto che maggiormente interessa e maggiormente studiato e approfondito da molti autori anche come visto in precedenza è legato alle performance finanziarie di tali fondi.

Secondo Morningstar, la domanda di fondi sostenibili è cresciuta del 100% negli ultimi cinque anni, raggiungendo flussi netti per 223 miliardi di euro, con una quota sul totale della raccolta dei fondi europei del 45% nell'ultimo trimestre dell'anno 2020. La crescita rispetto al 2019 risulta essere stata del 51,8% di fronte ad un aumento del 3% degli investimenti totali nel risparmio gestito. Rilevante in questo tema è anche il forte aumento dell'offerta: i fondi sostenibili dopo l'entrata in vigore del Regolamento SFDR 2019/2088, sono cresciuti particolarmente con 505 nuovi fondi nel 2020¹⁰⁷.

Riedl e Smeets nel 2017 hanno condotto una ricerca per comprendere cosa spingesse la popolazione ad investire nel sostenibile, i due autori prendono come campione 35.000 investitori olandesi che hanno investito in fondi sostenibili sia azionari che obbligazionari che bilanciati tra il 2006 e il 2016. Le motivazioni che spingono la maggior parte degli investitori a fare una scelta responsabile e sostenibile è la mera preferenza e tendenza sociale dell'individuo, al secondo posto invece è l'immagine che vogliono dare tali investitori di sé al resto della società. Un altro risultato importante di tale ricerca è il fatto che in media coloro che pensano che gli investimenti responsabili abbiano performance più basse rispetto a quelli tradizionali ma che possiedono comunque una buona motivazione sociale e responsabile tendono ad investire lo stesso in fondi sostenibili mettendo in secondo piano quindi l'interesse economico.¹⁰⁸

Un altro studio condotto invece più recentemente dimostra come la maggior parte degli investitori in SRI non è al corrente delle performance finanziarie di questi rispetto ai fondi tradizionali, o anche se pensano che le performance siano minori investono comunque in sostenibilità. Infatti, anche in questo caso la motivazione principale sono le preferenze degli investitori verso temi sociali. Lo stesso studio afferma inoltre, che spesso gli Asset Manager tendono a dare più importanza alle preferenze di rischio della clientela cercando l'investimento più adatto proprio in base a tale fattore piuttosto che alle preferenze della clientela in tema sostenibilità.¹⁰⁹

Infine, Morgan Stanley, in una propria ricerca data 2017, afferma che sono i Millennials tra i più interessati nell'investire in fondi sostenibili, con un aumento sensibile dal 2015 passando da un tasso di giovani che si ritengono "molto interessati" che va dal 28% nel 2015 ad un 38% nel 2017. Lo studio riporta un dato dell'86% del totale dei Millennials interessati ad investire sostenibile, inoltre, il 75% dei giovani rispetto ad un dato del 58% nell'intera popolazione sono convinti che il loro

¹⁰⁷ SILANO S., La nuova era degli investimenti in Europa, Morningstar, 2021

¹⁰⁸ RIEDL A., SMEETS P., Why do investors hold socially Responsible mutual funds?, The Journal of finance, vol. 72, no. 6, 2017, pp.29

¹⁰⁹BAUER R., RUOF T.,SMEETS P., Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments, The review of Financial Studies pag.3977-4043, published by Oxford University Press, 2020, pp.35

investimento possa effettivamente avere un impatto nell'influenzare il cambiamento climatico mentre l'84% in confronto al 79% del totale degli individui ritiene possa diminuire la povertà nel mondo. Insieme ai Millennials sono le donne che negli anni si sono rivelate essere più interessate nell'investire sostenibile (40%) e solo recentemente gli uomini sono riusciti ad avvicinarsi a tassi simili (36%). Nonostante la maggior sensibilizzazione dei Millennials nei temi ambientali sono anche quelli più convinti che investire in sostenibilità rappresenti necessariamente un trade-off con le performance finanziarie (59%) rispetto agli investitori totali (53%).¹¹⁰

Alla luce di questi vari studi possiamo affermare che c'è un interesse crescente per gli investimenti sostenibili che tenderà ad aumentare negli anni, BlackRock stima che vi sarà una crescita degli assets investiti in strategie di investimento sostenibile del 5% annuo tra l'anno 2019 e 2028 arrivando nel 2028 ad un totale di 2 migliaia di miliardi di dollari americani investiti in sostenibile.¹¹¹

Inoltre, grazie agli sforzi delle istituzioni per aumentare la sensibilità verso i fondi sostenibili anche le persone interessate saranno sempre di più.

2.4 Interventi da parte delle istituzioni

Come detto anche in precedenza sono molte le organizzazioni internazionali sia pubbliche che private sia nazionali che internazionali, che si sono attivate per cercare di supportare e guidare le varie società di Asset Management ad intraprendere iniziative di finanza sostenibile. In questo contesto sono stati elaborati i *Principi per un impatto finanziario positivo* nel 2017 da parte di UNEP FI. Questo documento comprende delle linee guida per gli operatori finanziari e per gli investitori con il fine di impattare tramite la finanza sia la sfera economica che sociale e ambientale cercando di armonizzare e di porre le basi per un linguaggio comune nella finanza sostenibile.¹¹²

In particolare, il documento offre delle linee guida precise per¹¹³:

- Gli operatori finanziari in modo tale da identificare, promuovere e comunicare la finanza ad impatti positivi ambientali e sociali tramite i loro portafogli.
- Investitori e donatori a valutare gli impatti dei propri investimenti e ad orientare le loro scelte di investimento di conseguenza; e
- Auditors e Raters a fornire ai due agenti economici sopra identificati (operatori finanziari e investitori) e i loro stakeholders servizi di verifica, certificazioni e rating necessari a promuovere lo sviluppo della finanza ad impatto positivo.

¹¹⁰ MORGAN STANLEY INSTITUTE FOR SUSTAINABLE INVESTING, Sustainable Signals, New Data from the individual investor, 2017

¹¹¹ BLACKROCK, Sustainable Investing, Growth of sustainable investing, 2018
<https://www.blackrock.com/us/individual/investment-ideas/sustainable-investing>

¹¹² MIGLIORELLI M., Cit.

¹¹³ UNEP FI, The Principles for positive impact finance, UN Environmental Finance Initiative, 2017

Oltre a loro tale documento intende aiutare anche altri agenti economici come:

- Le società e tutti gli altri operatori economici ad elaborare strategie e business model in grado di cogliere le opportunità aziendali focalizzate sui fattori ESG e identificare le istituzioni finanziarie atte ad accompagnare l'impegno ambientale.
- I governi dei vari Stati ad attuare ed aumentare il loro intervento nel settore privato portando avanti richieste ed incentivi a favore dell'implementazione di attività basate su tali principi e adattare le strategie delle politiche pubbliche al fine di massimizzare l'impegno anche finanziario a favore dell'implementazione di tali principi; ed infine
- La società civile ad identificare e sviluppare delle conoscenze tecniche necessarie che possano essere il più utili possibile affinché vengano stabiliti dei business model ad impatto positivo massimo da parte dei partiti.

I principi di tale documento sono quattro e approfondiscono e concretizzano gli obiettivi sopra citati e le modalità con cui attuarli.

UNEP FI, negli anni ha proposto altri documenti fondamentali per gli Asset Manager per promuovere e supportare la finanza sostenibile: un esempio sono i già citati PRI ossia i *Principles for Responsible Investment*. Tali principi nacquero nel 2005, dopo che il segretario generale delle Nazioni Unite invitò i più grandi investitori istituzionali provenienti da dodici diverse nazioni a partecipare, insieme ad un gruppo di esperti, al processo di sviluppo dei sei principi che compongono i PRI che furono poi lanciati nel 2006 nella borsa di New York.

I Principi di Investimento Responsabile sono:

1. L'impegno ad incorporare i temi ESG nell'analisi e nei processi di decisione degli investimenti.
2. Essere partecipanti attivi e comprendere gli impatti ESG nelle pratiche e nelle politiche proprietarie.
3. L'impegno ad un'appropriata ricerca sui fattori ESG e sull'entità su cui si intende investire.
4. Promuovere l'accettazione e l'implementazione dei Principi nel settore degli Asset Management.
5. Il raggiungimento dell'implementazione concreta ed effettiva dei Principi.
6. Reporting sulle attività e i progressi per l'implementazione dei principi.¹¹⁴

Ogni principio presenta poi tutta una serie di eventuali azioni che possono essere intraprese per ogni principio da parte delle istituzioni aderenti¹¹⁵. Oltre a ciò, per i firmatari dei PRI vi sono tutta una

¹¹⁴ PRI, About the PRI, Principle for Responsible Investment, unpri.org
<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>

¹¹⁵ What are the Principles for Responsible Investment, Principle for Responsible Investment, unpri.org
<https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

serie di benefit di cui può godere il firmatario per poter raggiungere al meglio gli obiettivi posti dai Principi, tra questi vi sono risorse accessibili per il supporto nel reporting e le linee guida per incorporare i fattori ESG nelle decisioni di investimento.

I PRI negli anni hanno subito una crescita vertiginosa soprattutto dal 2018 al 2021. I dati registrano un incremento dei firmatari dai 1000 nel 2006 ad oltre i 4000 nel 2021¹¹⁶.

Altre importanti iniziative a favore degli investimenti sostenibili sono di seguito descritte.

Eurosif, un'organizzazione leader a livello europeo sugli investimenti sostenibili e responsabili, si impegna per la promozione della sostenibilità attraverso i mercati finanziari. Le principali attività di cui si occupa Eurosif sono: la promozione e il supporto dei propri membri ad adottare pratiche a favore degli SRI, all'aumentare la consapevolezza e la domanda per gli investimenti sostenibili e la conduzione di ricerche e analisi sui trends del mercato degli investimenti sostenibili. I membri di Eurosif sono gli oltre 400 vari SIF (*Sustainable Investment Forum*) nazionali che a loro volta includono investitori istituzionali, Asset Managers, servizi finanziari e aziende che si occupano del calcolo degli indici e della ricerca e analisi sugli ESG.

Ancora, i *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA)¹¹⁷, una collaborazione tra le diverse organizzazioni di tutto il mondo sugli investimenti sostenibili, ha l'obiettivo principale di aumentare l'impatto e la visibilità dei membri della GSIA attraverso la comunicazione dei risultati in materia di sostenibilità, di aumentare la sinergia e la collaborazione tra i vari membri per l'implementazione di iniziative sostenibili, di permettere ai membri di GSIA di essere efficienti e produttivi nei mercati e di dare consigli e supporto alle organizzazioni locali e regionali che si occupano di investimenti sostenibili. A partecipare a questa alleanza vi sono diverse organizzazioni, tra cui EUROSIF (*The European Sustainable Investment Forum*) e altre organizzazioni simili di altre zone del mondo.¹¹⁸

Come si è potuto leggere in questo capitolo, la finanza sostenibile è un tema sempre più attuale e ritenuto di fondamentale importanza per combattere il cambiamento climatico, l'Unione Europea così come molte altre istituzioni tendono ad incentivarla e regolamentarla in modo tale che sia il più trasparente possibile e possa attirare il maggior numero di investitori, tuttavia, un aspetto che desta ancora incertezza e scoraggiamento negli investitori riguarda le informazioni che vengono utilizzate per selezionare i titoli che compongono tali fondi.

¹¹⁶ PRI, Become a signatory, Principles for Responsible Investment, unpri.org
<https://www.unpri.org/signatory-resources/become-a-signatory/5946.article>

¹¹⁷ GSIA, About us, Global sustainable investment alliance, gsi-alliance.org,
<http://www.gsi-alliance.org/aboutus/>

¹¹⁸ GSIA, Alliance Members, Global sustainable investment alliance, gsi-alliance.org
<http://www.gsi-alliance.org/alliance-members/>

Il capitolo seguente intende esporre i vari strumenti a disposizione degli Asset Manager per poter analizzare, elaborare e garantire la sostenibilità di un determinato titolo che andrà poi a comporre un eventuale fondo di investimento definito sostenibile.

CAPITOLO SECONDO: ANALISI DEGLI STRUMENTI A DISPOSIZIONE PER LA VALUTAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ DI UN'IMPRESA

In questo capitolo si andrà a comprendere ed analizzare gli strumenti che vengono generalmente messi a disposizione o dall'azienda stessa, o da imprese terze o dalla stessa Unione Europea per poter valutare la sostenibilità di un'organizzazione. In generale i dati e le informazioni necessarie possono essere forniti da due tipi di soggetti: o dalle stesse aziende tramite la rendicontazione non finanziaria, che ad oggi rappresenta una scelta volontaria per la maggior parte delle imprese ma necessaria per poter conoscere e comprendere le politiche sostenibili attuate, o da soggetti terzi specializzati che mettono a disposizione *ESG score*, indici di sostenibilità o certificazioni che possono essere utilizzati dalle società di Asset Management come indici di riferimento e criteri di selezione. Infine, nell'ultima sezione si approfondirà la prima tassonomia europea, entrata in vigore solo recentemente, che faciliterà e unificherà l'interpretazione del termine sostenibilità associata ai vari settori sia in tema ambientale che sociale.

1. EVIDENZA DELLA SOSTENIBILITÀ MESSE A DISPOSIZIONE DALL'AZIENDA STESSA

Tutte le aziende quotate nei mercati regolamentati ma anche molte altre imprese presentano ogni anno la rendicontazione non finanziaria. La rendicontazione non finanziaria (*Non Financial Disclosure, NFD*) è un documento che riporta le informazioni sulla responsabilità sociale d'impresa anche chiamata *Corporate Social Responsibility (CSR)*. Le attività attinenti alla CSR coinvolgono misure sociali e ambientali attuate volontariamente dalle società oltre a quelle previste per legge¹¹⁹. Il concetto di responsabilità sociale d'impresa fu adottato dalla stessa Unione Europea tramite il Libro Verde della Commissione che lo definì come “*L'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate*” (Libro Verde, 2001, pp.4)¹²⁰, l'obiettivo del documento era quello di proporre e lanciare un dibattito sui modi tramite i quali l'Unione Europea avrebbe potuto promuovere la responsabilità sociale delle imprese visto, tra le altre preoccupazioni di allora, anche il deterioramento dell'ambiente causato dall'attività economica, e per far ciò dopo aver definito e illustrato i benefici della

¹¹⁹ JACKSON G., BARTOSH J., AVETISYAN E., KINDERMAN D., KNUDSEN J. S., Mandatory Non-financial Disclosure and Its Influence on CSR: An international Comparison, *Journal of Business Ethics*, Springer Nature, 2019

¹²⁰ REGISTRO DEI DOCUMENTI DELLA COMMISSIONE, LIBRO VERDE - Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese, COM (2001)366, 2001

responsabilità sociale d'impresa invitava a lasciare un commento o una proposta specificando l'indirizzo mail a cui scrivere.¹²¹

Anche grazie a tale documento, si sono poi susseguite tutta una serie di iniziative portate avanti dalle Nazioni Unite e dall'UE volte a promuovere la NFD e solo nel 2014, l'Unione Europea regolamentò e rese obbligatorio per alcune organizzazioni la *Non Financial Disclosure* attraverso la Direttiva 2014/95 di seguito analizzata.

1.1 Direttiva 2014/95

La Direttiva 2014/95¹²² che modifica la Direttiva 2013/34¹²³ riguardante i vari tipi di bilancio d'impresa è entrata in vigore a decorrere dal 1° gennaio 2017.

Tale documento riguarda le informazioni di carattere non finanziario e sulla diversità che alcune organizzazioni sono tenute a comunicare ai sensi degli articoli che la Direttiva introduce o modifica. L'introduzione dell'Art.19 bis, infatti, impone l'obbligo di includere *“le informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività”* (Direttiva 2014/95 Art.1 comma 1) per le imprese considerate di grande dimensione ossia coloro che possiedono i seguenti requisiti:

- Sono considerate di interesse pubblico, definite dalla Direttiva 2013/34¹²⁴ come le imprese quotate in un mercato regolamentato, gli enti creditizi, le imprese di assicurazione oppure le imprese designate di interesse pubblico dagli stessi Stati membri nella trasposizione di tale Direttiva;
- Presentano almeno 500 dipendenti occupati in media durante l'esercizio.

L'articolo prosegue con il dettaglio del contenuto di tali informazioni, specificando che deve includere, anzitutto, tutte quelle informazioni relative alle proprie politiche e al modello aziendale riguardante gli aspetti sopra citati e i risultati che queste hanno prodotto, ed in seguito tutti i rischi connessi all'attività e gli indicatori fondamentali di prestazione non finanziaria in base all'attività dell'impresa. Nel caso in cui una società non applichi alcuna politica per far fronte agli aspetti non finanziari dovrà indicarne il motivo.

¹²¹ Libro Verde, cit.

¹²² GAZZETTA UFFICIALE DELL'UNIONE EUROPEA, Direttiva 2014/95 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014 recante modifica della Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni, L330/1, (eur-lex.europa.eu)

¹²³ GAZZETTA UFFICIALE DELL'UNIONE EUROPEA, Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo del Consiglio del 26 Giugno 2013, relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della Direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio, L 182/19 del 29 giugno 2013

¹²⁴ Direttiva 2013/34, cit. nota 115, art.2 paragrafo 1

In secondo luogo, la Direttiva introduce una modifica dell'Art.20 imponendo l'obbligo per le imprese quotate di presentare l'informativa sulla diversità tramite una descrizione della politica e delle modalità con cui intende adottarla in relazione ad aspetti quali l'età, il sesso o il percorso formativo e professionale in ambito di composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo e i risultati eventualmente ottenuti.

Infine, il documento introduce l'Art.29 bis che prevede le stesse norme previste dall'art.19 bis ma in riferimento ai gruppi che presentano su base consolidata almeno 500 dipendenti in media durante l'esercizio e le cui società madri siano considerate di interesse pubblico.

Le informazioni di cui all'Art. 19 bis e 29 bis possono tuttavia essere omesse nel caso in cui gli Stati membri lo consentano e si sia in presenza di sviluppi imminenti o questioni che sono oggetto di negoziazione e la loro divulgazione potrebbe colpire gravemente la posizione commerciale del gruppo o dell'impresa. Tale omissione non deve però compromettere la corretta comprensione dell'andamento, dei risultati e della situazione in cui si trova il gruppo e dell'impatto che genera la sua attività.¹²⁵

Nonostante tale Direttiva si rivolga alle sole grandi aziende di interesse pubblico, nulla vieta che anche le imprese più piccole e che non abbiano l'obbligo di presentare la NFD possano invece redigerla volontariamente. Il legislatore italiano, per esempio, che ha recepito la Direttiva 2014/95 tramite il decreto legislativo 254/2016, ha previsto la possibilità anche per le aziende non obbligate, escluse le EIP (*European Investments Practitioner*) a presentare la NFD, imponendo, per chi decide di redigerla, di rispettare gli obblighi di pubblicazione e di assoggettamento all'attività di controllo.¹²⁶ Questo intervento da parte dell'Unione Europea dell'inserimento dell'obbligo dell'informativa non finanziaria viene visto come un incoraggiamento da parte del legislatore ad una maggiore trasparenza da parte delle imprese a sostegno di tutti gli stakeholders riguardo le attività sociali e responsabili poste in atto, nella speranza che il mercato effettivamente ricompensi o punisca le imprese attraverso l'azione degli investitori, dei consumatori, dei lavoratori e di tutti gli altri stakeholders coinvolti in base al loro operato in termini di sostenibilità¹²⁷

Tuttavia, risulta difficile per gli stakeholders giudicare l'operato di un'impresa in quanto la stessa Direttiva 2014/95 all'Art.1, comma 1.6, non obbliga, lasciando libera scelta agli Stati membri, di richiedere che le informazioni pubblicate nella NFD siano verificate e quindi garantite da un fornitore

¹²⁵ Direttiva 2014/95, cit. nota 114, Art.1 comma 1, lettera e), comma 3 lettera e)

¹²⁶ CERVED, Cos'è il bilancio di sostenibilità e quando è obbligatorio per le aziende, Marzo 2021, [cerved.com https://know.cerved.com/tool-educational/cose-il-bilancio-di-sostenibilita-e-quando-e-obbligatorio-per-le-aziende/](https://know.cerved.com/tool-educational/cose-il-bilancio-di-sostenibilita-e-quando-e-obbligatorio-per-le-aziende/)

¹²⁷ JACKSON G., BARTOSH J., AVETISYAN E., KINDERMAN D., KNUDSEN J. S., cit.

indipendente di servizi di verifica.¹²⁸ Se ne deduce, quindi, che se un lato la Direttiva ha lo scopo di diminuire le asimmetrie informative tra l'impresa e gli stakeholder, dall'altro potrebbe destare maggiore confusione in quanto non è detto che le informazioni pubblicate siano effettivamente veritiere.

1.2 I principi di rendicontazione

Per poter redigere un bilancio di sostenibilità è possibile scegliere tra diversi principi di rendicontazione stabiliti da diverse istituzioni sia pubbliche che private che guidano le varie imprese nella stesura della NFD. Nei prossimi paragrafi verranno illustrate le principali metodologie e linee guida che vengono messe a disposizione da una molteplicità di enti.

1.2.1 Global Reporting Standards

I principi di rendicontazione attualmente più famosi e utilizzati dalle società che redigono la rendicontazione non finanziaria sono i *Global Reporting Initiative Standards* (GRI). La NFD promossa dai GRI è redatta dalle aziende che rendono pubblici i propri impatti economici, ambientali e/o sociali in modo tale da poter comprendere se l'impresa contribuisce allo sviluppo sostenibile o meno.¹²⁹

L'obiettivo dei GRI è quello di unificare il linguaggio per le organizzazioni e gli stakeholder al fine di poter meglio comparare le aziende interessate sotto il profilo della sostenibilità consentendo inoltre una maggiore trasparenza e responsabilizzazione verso lo sviluppo sostenibile¹³⁰.

Vi sono due grandi categorie in cui possono essere divisi gli Standards:

- Standard universali Serie 100 che includono: il GRI 101 che costituisce la base dei GRI in quanto definisce i Principi di rendicontazione per la definizione dei contenuti e della qualità del documento, i requisiti necessari per la redazione e il modo di utilizzare i GRI Standards, i GRI 102 che riguardano informazioni di tipo generale come il contesto aziendale, le strategie, l'etica e l'integrità della governance dell'azienda, del rapporto con gli stakeholder e il processo di rendicontazione utilizzato, ed infine il GRI 103 che invece si riferisce alle modalità di gestione del tema materiale ossia degli impatti che la società produce e di come questi vengano gestiti.
- Standard specifici della serie 200, 300 e 400: in questa categoria vi sono numerosi standard specifici legati a temi economici (200), ambientali (300) e sociali (400) che vengono identificati

¹²⁸ Direttiva 2014/95, cit. nota 114, Art.1 comma 1, numero 6) e comma 3 numero 6)

¹²⁹ GRI 101: Principi di rendicontazione, 2016, GSSB, <https://www.globalreporting.org/standards/media/2121/italian-gri-101-foundation-2016.pdf>

¹³⁰ Definito a pag. 10 di questa tesi

nei GRI 101 e approfonditi in queste serie. Non è necessario utilizzare tutti gli Standards ma è possibile sceglierne anche solo una parte.

I GRI Standards possono comprendere sia requisiti ossia istruzioni obbligatorie, sia raccomandazioni in cui viene delineata una linea di condotta auspicabile e sia linee guida che comprendono informazioni di background, spiegazioni ed esempi¹³¹.

I principi di rendicontazione sono elencati nella Tabella 1.

Principi di rendicontazione per la definizione dei contenuti del Report:	Principi di rendicontazione per la definizione della qualità del Report:
<ul style="list-style-type: none">- Inclusività degli stakeholder- Contesto di sostenibilità- Materialità- Completezza	<ul style="list-style-type: none">- Accuratezza- Equilibrio- Chiarezza- Comparabilità- Affidabilità- Tempestività

Tabella 1: Principi di rendicontazione dei GRI Standards. Fonte: GRI 101: Principi di rendicontazione, 2016, GSSB

Tutti questi principi all'interno della documentazione fornita da GRI vengono dettagliatamente spiegati e delineati uno per uno a supporto delle organizzazioni aderenti.

Nel 2021, è stata pubblicata la nuova versione dei GRI Standards che integra i vari aggiornamenti normativi intervenuti come gli *United Nations (UN) Guiding Principles on Business and Human Rights*, le *Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) Guidelines for Multinational Enterprises*, l'*OECD Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct*, gli *International Labour Standards*, gli *International Corporate Governance Network (ICGN)* e i *Global Governance Principles* e altre varie modifiche per migliorare la trasparenza e la qualità delle informazioni fornite da parte dell'azienda. Tali *Standards*, seppure già pubblicati e disponibili per l'utilizzo, sostituiranno definitivamente i GRI Standards 2016 a partire dal 2023.¹³²

1.2.2 SASB Standards

SASB è un'organizzazione non profit che dal 2011 mette a disposizione delle aziende un linguaggio comune per redigere la NFD. Nel giugno del 2021, dopo essersi fusa con l'*International Integrated Reporting Council (IIRC)* SASB creò la *Value Reporting Foundation*¹³³.

¹³¹ GRI 101: Principi di rendicontazione, cit., nota 122

¹³² GRI Universal Standards 2021 Frequently Asked Questions (FAQs), GRI; <https://www.globalreporting.org/media/zauil2g3/public-faqs-universal-standards-1-october.pdf>

¹³³ VALUE REPORTING FOUNDATION SASB STANDARDS, About us, [sasb.org https://www.sasb.org/about/](https://www.sasb.org/about/)

Questa fondazione offre diverse risorse a supporto delle aziende tra cui:

- *The Integrated Thinking Principles* per guidare la direzione e il management aziendale a pianificare e prendere decisioni in merito alle strategie sostenibili da adottare;
- *The Integrated Reporting Framework* che mette a disposizione delle aziende principi e linee guida per rendicontare le informazioni da pubblicare in modo tale da dare una rappresentazione concisa e chiara di come l'azienda crei valore.
- *SASB Standards*, pubblicati già nel 2018¹³⁴ che forniscono una serie di informazioni e metriche su argomenti dettagliati e specifici per ogni settore per supportare le aziende a comprendere cosa includere nei loro report di sostenibilità anche in base al legame presente tra i fattori ESG e l'abilità dell'organizzazione stessa di creare valore nel lungo termine. Inoltre, tali *Standards* provvedono a fornire un'informativa sui rischi e opportunità legati alla sostenibilità che potrebbero influenzare la condizione finanziaria delle aziende, le loro performance e il loro profilo di rischio.

I *SASB Standards* sono essenziali per le aziende in modo tale da fornire agli investitori tutte le informazioni loro necessarie per guidarli nel processo di decisione dei propri investimenti¹³⁵.

Infine, considerano gli impatti che possono avere i vari settori aziendali negli aspetti legati all'ambiente, alla leadership e governance, al capitale sociale, al capitale umano e al modello di business e innovazione dell'impresa.

Gli *Standards* forniscono alle aziende¹³⁶:

- Informazioni sugli argomenti di *disclosure* qualitativi e metriche quantitative;
- Protocolli tecnici per la compilazione dei dati; e
- Metriche contabili e per l'esposizione dei dati

I *SASB Standards* sono sempre più utilizzati, nel 2020 erano 1252 i *Reporters* che hanno scelto di utilizzare questi *Standards*, di cui il 48% proveniente dagli Stati Uniti.¹³⁷

1.2.3 International IR Framework

Questo Framework fu pubblicato insieme agli *Integrated Thinking Principles* nel 2013 da parte dell'*International Integrated Reporting Council (IIRC)*, un ente fondato nel 2010 con l'intento di

¹³⁴ VALUE REPORTING FOUNDATION SASB STANDARDS, *Standards overview*, [sasb.org](https://www.sasb.org/standards/).

<https://www.sasb.org/standards/>

¹³⁵ VALUE REPORTING FOUNDATION, *Resources overview*, [sasb.org](https://www.valuereportingfoundation.org/resources/resources-overview/#integrated-reporting-framework)

<https://www.valuereportingfoundation.org/resources/resources-overview/#integrated-reporting-framework>

¹³⁶ VALUE REPORTING FOUNDATION SASB STANDARDS, *Standards overview*, [sasb.org](https://www.sasb.org/standards/),

<https://www.sasb.org/standards/>

¹³⁷ VALUE REPORTING FOUNDATION SASB STANDARDS, *Global Use of SASB Standards*, [sasb.org](https://www.sasb.org/about/global-use/),

<https://www.sasb.org/about/global-use/>

trovare delle soluzioni di fronte al fragile contesto economico designato dalla crisi economica.¹³⁸ L'*International Integrated Reporting Framework* e gli *Integrated Thinking Principles* sono stati sviluppati e sono attualmente utilizzati in tutto il mondo per migliorare la comunicazione riguardante la creazione del valore, la sua preservazione e la sua erosione. L'obiettivo di questo Framework è quello di accelerare la diffusione di un report integrato e aumentare la qualità delle informazioni disponibili al mercato dei capitali, in modo tale da allocare efficientemente e produttivamente i capitali. Per fare ciò l'ente si impegna a promuovere un approccio più coesivo ed efficiente della rendicontazione aziendale che comunichi tutti i fattori che influiscono materialmente sull'abilità di un'organizzazione di creare valore nel tempo e aumentare la responsabilità nella gestione del capitale nel senso più ampio del termine, ossia in riferimento al capitale finanziario, intellettuale, umano, sociale e immobiliare. Ancora, con lo stesso obiettivo, l'ente supporta il pensiero integrato, ossia la ponderazione della relazione esistente tra le unità operative con le relative funzioni ed i capitali che utilizza e influenza l'organizzazione stessa, il processo decisionale e le azioni che si concentrano nella creazione del valore nel breve e nel medio-lungo termine.

La seconda e ultima versione dell'IR Framework, dopo quella del 2013, è stata pubblicata nel Gennaio 2021 con dei miglioramenti per facilitare le decisioni sulla reportistica.¹³⁹ Questo Framework, grazie al fatto che propone un unico documento di reportistica annuale, agisce come un meccanismo d'incentivo per le organizzazioni per due motivi: il primo è quello di dimostrare agli stakeholders come le attività fondamentali per la creazione del valore possano contribuire alla sostenibilità e ridurre quindi le asimmetrie informative presenti; il secondo è il fatto che tale sistema comporti un decremento dei costi del processo di formulazione e presentazione dell'informativa¹⁴⁰.

In sintesi, gli aspetti che caratterizzano il report integrato sono:

- *“La sinteticità, il focus strategico, l'orientamento al futuro e la connettività di informazioni e capitali, con le reciproche interdipendenze;*
- *L'importanza del pensare integrato all'interno dell'organizzazione” (<IR>,2013)¹⁴¹*

Il Framework così come tutti gli altri possibili principi di rendicontazione visti in questa sezione consiste nel definire dei principi Guida e dei Contenuti a supporto delle aziende per la stesura del report integrato illustrandone i concetti fondamentali.¹⁴²

¹³⁸ INTEGRATED REPORTING, IIRC Integrated Report 2020, [integratedreporting.org](https://www.integratedreporting.org), https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2021/06/IIRC_Integrated_Report_2020-1.pdf

¹³⁹ INTEGRATED REPORTING, International <IR> Framework, [integratedreporting.org](https://www.integratedreporting.org), <https://www.integratedreporting.org/resource/international-ir-framework/>

¹⁴⁰ RABAYA A. J., SALEH N. M., The moderating effect of IR framework adoption on the relationship between environmental, social, and governance (ESG) disclosure and a firm's competitive advantage, Springer Link, 2021

¹⁴¹ REPORTING INTEGRATO <IR>, il framework <IR> internazionale, [integratedreporting.org](https://www.integratedreporting.org), 2013, <https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-Italian.pdf>

¹⁴² REPORTING INTEGRATO <IR>, cit. nota 134

1.2.4 ISO 26000

International Organization for Standardization è un'organizzazione internazionale indipendente fondata nel 1947 che, attraverso il lavoro svolto da esperti che partecipano a tale organizzazione, sviluppa degli *Standards* internazionali che possono essere adottati volontariamente e consapevolmente a supporto della sostenibilità fornendo soluzioni e idee di innovazione¹⁴³.

ISO 26000, lo standard che verrà qui analizzato, rappresenta la Guida alla responsabilità sociale, il relativo documento si compone di¹⁴⁴:

1. **Scopo:** Viene definito lo scopo di ISO 26000 e identificate alcune limitazioni ed esclusioni previste dal documento. In generale, lo scopo è quello di guidare tutti i tipi di organizzazione al di là della dimensione aziendale e della loro localizzazione ad un processo di rendicontazione non finanziaria (*Clause 1*).
2. **Termini e definizioni:** ISO 26000 provvede alla definizione di termini chiave di fondamentale importanza per comprendere la responsabilità sociale d'impresa e per l'utilizzo di tale *standard* (*Clause 2*).
3. **Comprendere la responsabilità sociale:** viene qui descritta l'importanza dei fattori e delle condizioni che ne influenzano lo sviluppo e di come questi impattano nella natura e nelle pratiche di implementazione della responsabilità sociale. Inoltre, descrive il concetto di CSR, l'importanza di porlo in atto e come introdurlo nelle varie organizzazioni. ISO26000 come già specificato provvede ad una guida sia per le medie e grandi imprese sia per le piccole organizzazioni (*Clause 3*).
4. **Principi di responsabilità sociale:** in cui vengono approfonditi e spiegati i principi ossia la contabilità sostenibile, la trasparenza, il comportamento etico, il rispetto degli interessi degli stakeholder, il rispetto della legge, il rispetto delle norme internazionali di comportamento e il rispetto dei diritti umani (*Clause 4*).
5. **Pratiche fondamentali di CSR:** si identificano due pratiche che consistono nel riconoscimento della responsabilità sociale e nell'identificazione e l'engagement degli stakeholder. In questa sezione ISO26000 mette a disposizione dell'organizzazione una guida su come relazionarsi con altre imprese, con gli stakeholders e con la società in modo tale da riconoscere sia i fattori chiave che le problematiche all'interno di una stessa organizzazione ma anche la sfera di influenza che ha una società (*Clause 5*).

¹⁴³ ISO, About us, iso.org, <https://www.iso.org/about-us.html>

¹⁴⁴ ISO, 26000 Guidance on social responsibility, discovering ISO 26000, iso.org, <https://www.iso.org/files/live/sites/isoorg/files/store/en/PUB100258.pdf>

6. Guida ai fattori chiave della responsabilità sociale: ISO 26000 approfondisce i fattori chiave e i problemi che questi possono destare nell'organizzazione in relazione alla responsabilità sociale. Per ognuno dei fattori vengono fornite informazioni sull'obiettivo da perseguire e la relazione che esiste tra questi e la CSR e i principi connessi. Infine, vengono fatte considerazioni sulle azioni da prendere e le aspettative da farsi. I fattori chiave possono essere i diritti umani, la politica del lavoro, l'ambiente, le pratiche aziendali *fair*, l'attenzione al consumatore, lo sviluppo e l'integrazione della comunità (*Clause 6*).
7. Guida all'integrazione della CSR attraverso l'organizzazione: in questa sezione viene proposta una guida per l'adozione di comportamenti socialmente responsabili. Ciò include la comprensione, l'integrazione, la comunicazione, il miglioramento della credibilità dell'organizzazione, il progressivo rinnovo, il miglioramento delle performance e l'implementazione di iniziative volontarie per la responsabilità sociale (*Clause 7*).

Infine, vengono proposti degli esempi di iniziative volontarie e strumenti per la responsabilità sociale (*Annex 1*).

1.2.5 Task Force in Climate-related Financial Disclosures (TCFD)

Il *Financial Stability Board* creato in occasione della Convenzione delle Nazioni Unite di Parigi, composto da 32 membri e presieduto da Michael R. Bloomberg, fondatore di Bloomberg L.P., fondò il TCFD per rendere più effettiva la disclosure non finanziaria in modo tale da promuovere decisioni consapevoli e informate di sottoscrizione di investimenti, finanziamenti e assicurazioni e per permettere agli stakeholder di comprendere meglio gli assets ad alto consumo di carbonio nel settore finanziario e l'esposizione del sistema finanziario ai rischi legati al clima. Il TCFD propose le proprie raccomandazioni per la disclosure finanziaria legata al clima nel 2017 per aiutare le imprese a fornire una informativa migliore a supporto di una allocazione del capitale consapevole¹⁴⁵. I benefici individuati da questa iniziativa e legati ad una buona rendicontazione non finanziaria sono¹⁴⁶:

- La diminuzione dei rischi in quanto permette una miglior valutazione dei rischi legati al clima a vantaggio della società stessa con riguardo ai fornitori e ai concorrenti;
- L'allocazione del capitale in quanto rende possibile un processo decisionale più informato anche in relazione a dove investire e quando investire; e
- Una migliore pianificazione strategica derivante da una valutazione efficiente dell'esposizione al rischio a cui è sottoposta una società nel breve, medio e lungo termine.

¹⁴⁵ TCFD, About, fsb-tcfid.org, <https://www.fsb-tcfid.org/about/>

¹⁴⁶ TCFD, Task Force on Climate-related Financial Disclosures, fsb-tcfid.org, <https://www.fsb-tcfid.org>

Il *framework* proposto da TCFD fa riferimento a quattro grandi aree tematiche che rappresentano elementi chiave per l'attività di un'impresa¹⁴⁷:

- *Governance*: proponendo una rendicontazione della governance dell'organizzazione in relazione ai rischi e alle opportunità legate al clima. In particolare, il documento descrive la necessità di controllo e sorveglianza del *board* e il ruolo del management nell'individuare e gestire i rischi e le opportunità.
- *Strategy*: rendicontando gli attuali e potenziali impatti eventualmente dovuti ai possibili rischi e opportunità legati al clima nella gestione aziendale, nella strategia e nella pianificazione finanziaria dove queste informazioni risultano essere materiali. Le raccomandazioni che vengono proposte riguardano in particolare l'individuazione e la descrizione di tali rischi e le opportunità sia nel breve che nel medio lungo termine, la descrizione dei loro impatti nella gestione aziendale, strategica e nella pianificazione aziendale e la presentazione della strategia dell'organizzazione riguardo alla resilienza considerando i differenti scenari climatici che potrebbero verificarsi come ad esempio il fallimento dell'accordo di Parigi (la temperatura terrestre, in questo caso, aumenterebbe più di 2° C).
- *Risk Management*: in cui si raccomanda la divulgazione di come le organizzazioni identifichino e valutino i rischi legati al clima; quindi, il processo che intende adottare l'impresa per gestirli e di come tali processi vengano integrati nel sistema più ampio di gestione dei rischi dell'organizzazione stessa.
- *Metrics and targets*: in cui vengono divulgati le metriche e i parametri usati per la valutazione e la gestione di questi rischi e opportunità in linea con la strategia e il processo di gestione dei rischi interno all'azienda, vengono poi illustrati gli obiettivi dell'azienda per la diminuzione dell'emissione di gas serra e i parametri utilizzati per valutare le performance ottenute.

Alla luce delle varie strategie finora qui elencate si può dedurre che esiste, per le aziende sia tenute alla rendicontazione non finanziaria obbligatoriamente sia per coloro che decidono di farla volontariamente, una vasta gamma di *standards* e *framework* per guidarle nel processo di *disclosure*. Hayashi¹⁴⁸, nel proprio studio lamenta come questa moltitudine di possibili sistemi di *disclosure* riduca la possibilità di comparazione dei vari dati riportati dall'azienda.

¹⁴⁷ TCFD, Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosure, Final report, 2017, [asset.bbhub.io https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf](https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf)

¹⁴⁸ HAYASHI TOSHIKAZU, Competition in Extra-Financial Information Disclosure Frameworks and Standards: Significance and Challenges for Effective Convergence, Asian Development bank Institute, Environmental, social and governance investment, Opportunities and Risks for Asia, 2020, pag. 32

Tale documento, inoltre, mette a confronto i diversi modelli di rendicontazione affermando che i modelli che si basano su dei principi (ISO26000, IR framework e TCFD) permettono alle aziende una maggiore flessibilità che potrebbe tuttavia comportare maggiore confusione nell'implementazione dei criteri e requisiti richiesti dal modello e una maggiore disparità nella rendicontazione tra le diverse società. Al contrario, i modelli di rendicontazione che si basano su delle regole di rendicontazione (GRI e SASB Standards) che devono essere seguite nel dettaglio da parte delle aziende che decidono di utilizzare tali modelli, rendono più semplice la comprensione di cosa sia necessario divulgare in quanto vi è meno libertà di interpretazione del documento, questo comporta però una maggiore formalità nel risultato che potrebbe invece mancare di sostanza.

Dal punto di vista degli investitori, che, come visto in precedenza, risultano essere sempre più interessati ai fattori ESG e a come le imprese si impegnano nel perseguire degli obiettivi di transizione ecologica e di implementazione di sistemi sostenibili all'interno della propria organizzazione, i *framework* che si basano sui principi piuttosto che su regole risultano essere più rispondenti agli interessi di quest'ultimi. Per quanto riguarda invece le agenzie che si occupano di produrre e fornire Indici ESG e che quindi necessitano di informazioni semplici da quantificare e comparare preferiscono delle rendicontazioni fatte con modelli standardizzati come quelli basati su regole definite di rendicontazione¹⁴⁹.

Infine, concentrandosi sui numeri e la diffusione della NFD, KPMG pubblica ogni anno uno studio sulla rendicontazione non finanziaria, dal quale emerge che, su 5200 aziende corrispondenti alle 100 più grandi aziende in termini di fatturato in 52 Paesi selezionati, l'80% pubblica il report di sostenibilità. Tale dato è in continua crescita e presentava nel 2002 un dato del 18%. A livello geografico, sono le aziende americane che dominano la classifica con un 90% del campione totale seguito dall'Asia con l'84% e dall'Europa con il 77%. Per quanto riguarda il modello di rendicontazione utilizzato la maggior parte delle aziende (77%) utilizza delle guide o dei *Framework* a supporto della rendicontazione non finanziaria di cui il 67% utilizza i *GRI Standards*, seguiti da *SASB Standards* e il *framework* proposto da ISO.¹⁵⁰

1.3 Normativa europea sulla comunicazione della rendicontazione non finanziaria

La stessa Unione Europea consapevole della necessità di guidare le diverse società a rendicontare le informazioni ambientali e sociali, nel 2017 ha pubblicato le proprie linee guida che risultano essere non obbligatorie e che lasciano quindi la possibilità per le imprese di decidere di utilizzare le linee guida Europee, nazionali o internazionali a seconda delle loro caratteristiche e dell'ambiente

¹⁴⁹ HAYASHI TOSHIKAZU, cit.

¹⁵⁰ KPMG, The time has come, The KPMG Survey of Sustainability reporting 2020, home.jpmg/sustainabilityreporting, 2020, <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/11/the-time-has-come.pdf>

aziendale in cui operano. Nel 2019 tramite un'altra comunicazione dell'Unione Europea è stato pubblicato un aggiornamento delle linee guide mentre nel 2021 la Commissione ha adottato la proposta per la Direttiva sul reporting sostenibile per le aziende (CSRD).¹⁵¹

1.3.1 Comunicazione 2017/C 215/01

Tramite questa comunicazione, pubblicata il 5 luglio 2017, la Commissione Europea ha voluto incoraggiare le imprese ad adottare la rendicontazione non finanziaria proponendo un modello non obbligatorio e flessibile. Per redigere tali linee guide sono stati analizzati, da un task force selezionata dalla stessa Commissione, gli standard internazionali e nazionali esistenti e si è basata la struttura delle linee guida sulle informazioni richieste dalla Direttiva 2014/95 precedentemente analizzata. In particolare, la Commissione ritiene necessaria un'informativa dettagliata che riguardi l'impatto delle attività di un'impresa sia che questo sia positivo che negativo con una sufficiente chiarezza e correttezza delle informazioni. La rilevanza delle informazioni da pubblicare deve essere valutata in riferimento al modello aziendale, alla strategia, ai rischi principali, alle questioni settoriali, agli interessi e alle aspettative delle parti interessate, all'impatto delle attività e delle politiche pubbliche e agli stimoli normativi.

Occorre fornire informazioni corrette e accurate tramite prove robuste e affidabili, il coinvolgimento delle parti interessate e l'assicurazione esterna indipendente, il linguaggio deve essere semplice e in riferimento ad un contesto appropriato che ne faccia risultare una comunicazione completa ma concisa.

Inoltre, si incoraggia ad una rendicontazione di informazioni strategiche e lungimiranti compresi gli obiettivi, i parametri di riferimento e gli impegni che l'impresa intende adottare e qualsiasi altra informazione che possa aiutare gli investitori e le altre parti interessate ad avere un quadro il più attendibile possibile di quale siano gli impegni e i progressi che intende promuovere l'impresa sia in termini qualitativi che quantitativi e le implicazioni nel breve, medio e lungo termine. Devono poi essere presentate le informazioni orientate alle parti interessate senza adottare preferenze per singoli soggetti o parti interessate atipiche ma considerate come un gruppo collettivo ed, infine, informazioni coerenti e sistematiche al fine di presentare una rendicontazione non finanziaria comprensibile e affidabile.

Viene poi espresso il contenuto che deve essere inserito all'interno del report sostenibile in base al modello organizzativo, alle politiche e la dovuta diligenza, i risultati che queste producono, gli indicatori fondamentali di prestazione e gli aspetti tematici che in base all'Art.1 della Direttiva

¹⁵¹ EUROPEAN COMMISSION, Corporate sustainability reporting, ec.europa.eu, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en

2014/95 possono riguardare “*informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva e dei suoi risultati, della sua situazione e dell’impatto della sua attività*”(Art.1, Direttiva 95/2014). Per ognuna delle sopra citate linee guida, la Commissione fornisce esempi e dettagli di come esporre tali informazioni.¹⁵²

Secondo Baumüller e Sopp l’introduzione di questa comunicazione ha portato due grandi conseguenze: la prima è quella di aggiungere gli *IIRC Framework on Integrated Reporting* nella lista dei *frameworks* che la Commissione Europea ha definito utile per l’implementazione della rendicontazione non finanziaria coerente con la Direttiva 2014/95, la seconda è quella di portare avanti l’idea dell’*Integrated reporting* in maniera più coincisa. Tuttavia, le linee guida date da questa Direttiva non definiscono i principi di materialità o altre specificazioni riguardo la *non-financial disclosure* non chiarendo di fatto i problemi interpretativi che erano emersi già dall’introduzione della Direttiva 2014/95¹⁵³.

1.3.2 Comunicazione 2019/C 209/01

La presente comunicazione pubblicata nel 2019 da parte della Commissione Europea dal titolo “*orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima*” (Comunicazione 2019/C 209/01) ha l’intento di aggiornare quella del 2017 vista la maggior urgenza nella transizione ecologica che ha portato la Commissione a pubblicare la visione strategica a lungo termine per giungere ad un’economia climaticamente neutra entro 2050¹⁵⁴, nel 2018, inoltre, la Commissione ha pubblicato il “Piano d’Azione per finanziare la crescita sostenibile” approfondito nel primo capitolo del presente documento. Rispetto quindi agli obiettivi che si è posta l’Unione Europea risulta essere sempre più necessario ottenere informazioni sufficienti, affidabili e comparabili in materia di sostenibilità da parte delle società.

Questa comunicazione riprende i vari aspetti base già identificati nella comunicazione del 2017, in particolare, tra i vari aggiornamenti, risultava urgente integrare la parte relativa ai principi di materialità, che rappresentava un aspetto ritenuto da molti troppo vago, e quello rispetto al collegamento richiesto tra le performance finanziaria e gli aspetti non finanziari. Per quanto riguarda

¹⁵² COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione 2017/C 215/01, Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario), 2017

¹⁵³ BAUMÜLLER J., SOPP K., Double materiality, and the shift from non-financial to European sustainability reporting: review, outlook and implications, Journal of Applied Accounting Research Emerald Publishing Limited, 2021

¹⁵⁴ https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/2050_it.

la così detta doppia materialità la comunicazione afferma la necessità di considerare due elementi per valutare la rilevanza delle informazioni di carattere non finanziario¹⁵⁵, ossia:

- la rilevanza finanziaria data dall'andamento economico dell'impresa, della sua situazione e dei risultati che produce. In particolare, è richiesto che la società comunichi le informazioni riguardo il clima se queste risultano necessarie alla comprensione degli elementi con rilevanza finanziaria in quanto questi ultimi rivestono solitamente gli elementi di maggior interesse per gli investitori.
- La rilevanza ambientale e sociale data dall'impatto esterno che la società produce. Anche in questo caso, le informazioni relative al clima devono essere riportate se necessarie alla comprensione degli impatti sull'ambiente e società. Al contrario della prima rilevanza, questa è quella che solitamente interessa soggetti come consumatori, cittadini, dipendenti, partner commerciali comunità, e organizzazioni della società civile. Anche tra gli investitori, tuttavia è sempre più crescente l'interesse nell'impatto che i loro portafogli hanno nel clima.¹⁵⁶

Questo aspetto ha suscitato forti critiche in quanto non regolamentato nella Direttiva che prevede invece la singola materialità. La Commissione Europea si è comunque basata su questa definizione nella revisione della Direttiva 2014/95 che è già entrata in vigore nel 2020¹⁵⁷.

Questa comunicazione seppure riprenda e persegua ciò che già la Comunicazione del 2017 aveva affermato, riporta in modo più dettagliato e approfondito diversi aspetti riprendendo e basandosi sulle raccomandazioni della TCFD visti precedentemente mantenendo comunque conto di tutti gli altri modelli di rendicontazione. Tale documento risulta inoltre più completo rispetto a quello del 2017 in quanto riporta tutta una serie di indicatori fondamentali di prestazione specifici per diversi aspetti di interesse condiviso come l'emissione di GES (Greenhouse Gas Emission), l'energia, i rischi fisici e la finanza verde.

Infine, il documento riporta due allegati specifici, il primo per il settore bancario e assicurativo, per le attività di prestito e di investimento e per le società di gestione patrimoniale riportante i vari indici fondamentali di prestazione e il secondo che invece propone una mappatura degli obblighi sanciti dalla Direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e dell'informativa raccomandata della TCFD in cui viene illustrata la corrispondenza delle linee guida TCFD con gli obblighi previsti dalla Direttiva 2014/95¹⁵⁸.

¹⁵⁵ BAUMÜLLER J., SOPP K., cit.

¹⁵⁶ COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione 2019/C 209/01, cit., capitolo 2.2 pag. 4

¹⁵⁷ BAUMÜLLER J., SOPP K., cit.

¹⁵⁸ GAZZETTA UFFICIALE, Direttiva 2014/95, cit.

1.3.3 Comunicazione (2021) 189 final¹⁵⁹

Il 21 Aprile 2021 la Commissione Europea pubblicò la proposta di Direttiva che andrebbe a modificare le Direttive 2013/34¹⁶⁰, 2004/109/CE¹⁶¹, 2006/43/CE¹⁶² e il regolamento (UE) n.537/2014¹⁶³ per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità.

Tale proposta di Direttiva intende risolvere le difficoltà delle imprese nell'individuare le informazioni da comunicare a causa della scarsa precisione nelle disposizioni attuali e della presenza di una moltitudine di quadri e principi privati di rendicontazione, quella nell'ottenere informazioni necessarie da fornitori, clienti e partecipate e nel far fronte ai maggiori costi che la produzione della rendicontazione non finanziaria genera. L'obiettivo è quindi quello di migliorare l'informativa sulla sostenibilità al minor costo possibile, sfruttando il mercato unico europeo per contribuire al raggiungimento di un'economia sostenibile e inclusiva coerentemente con il Green Deal Europeo¹⁶⁴ e i diversi obiettivi formulati dalle Nazioni Unite.

Concretamente questa Direttiva vuole imporre:

- l'obbligo per tutte le aziende obbligate a redigere la Rendicontazione non finanziaria di comunicare le proprie informazioni secondo i principi UE, la Commissione, infatti, intende standardizzare l'informativa attraverso gli Standards che saranno pubblicati da EFRAG¹⁶⁵ e poi adottati in via comunitaria tramite atti delegati;
- l'obbligo a tali imprese di chiedere una certificazione inizialmente limitata (*limited assurance*) delle informazioni sulla sostenibilità con l'obiettivo futuro di richiedere invece una certificazione ragionevole (*reasonable assurance*)¹⁶⁶; e
- l'estensione dell'ambito di applicazione di tale Direttiva a tutte le imprese di grandi dimensioni e quelle quotate nei mercati regolamentati ad eccezione delle microimprese quotate. Ciò ne

¹⁵⁹ COMMISSIONE EUROPEA, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting, COM (2021) 189 final, eur-lex.europa.eu, 21 Aprile 2021

¹⁶⁰ GAZZETTA UFFICIALE, Direttiva 2013/34, cit.

¹⁶¹ GAZZETTA UFFICIALE, Direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE, eur-lex.europa.eu, 2004

¹⁶² GAZZETTA UFFICIALE, Direttiva 2006/43/CE relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE del Consiglio a abroga la direttiva 84/253/CEE del Consiglio, eur-lex.europa.eu, 2006

¹⁶³ GAZZETTA UFFICIALE, Regolamento (UE) N. 537/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 sui requisiti specifici relativi alla revisione legale dei conti di enti di interesse pubblico e che abroga la decisione 2005/909/CE della Commissione, eur-lex.europa.eu, 2014

¹⁶⁴ COMUNICAZIONE EUROPEA, Comunicazione (2021) 640 final, cit.

¹⁶⁵ EFRAG, European Financial Reporting Advisory Group è un'organizzazione privata fondata nel 2001 incoraggiata dalla Commissione Europea a perseguire gli interessi pubblici, efrag.org

¹⁶⁶ La certificazione deve essere rilasciata da un prestatore indipendente di servizi di certificazione della conformità definito dall'Art.2 della Direttiva 2013/34 modificata tramite questa proposta, come "un organismo di valutazione della conformità accreditato conformemente al regolamento (CE) n.765/2008 del Parlamento Europeo e del Consiglio per la specifica attività di valutazione della conformità di cui all'articolo 34, paragrafo 1, secondo comma, lettera a bis), della presente direttiva" (Proposta di direttiva comunicazione 2021 189 final, cit nota 151, pag.48)

comporta l'obbligo anche per le imprese figlie con sede in Europa le cui imprese madri sono stabilite in paesi terzi extra UE.

L'introduzione di questi obblighi rappresenta un compromesso tra la maggiore trasparenza e una stringente certificazione voluta dai portatori di interesse e la diminuzione dei costi che spinge quindi verso una normativa meno rigorosa senza obblighi di certificazione voluta invece dai redattori.

L'articolo primo di tale Direttiva esplica le diverse modifiche che l'entrata in vigore comporterebbe all'interno della vigente normativa sopra esplicitata riguardante norme di contabilità e sulla revisione dei conti.

Tramite questa Direttiva sono stati modificati e sostituiti alcuni articoli della Direttiva 2013/34, in particolare è stato sostituito l'Art.19 bis e l'art.29 bis (che erano stati introdotti tramite la Direttiva 2014/95) e l'art.51, aggiunti gli art.19 ter, 19 quater e 19 quinquies e modificati gli art. 30, 34 e 49.

In sintesi, l'impatto di tali modifiche comporta principalmente:

- L'espansione, come già anticipato, della rendicontazione sulla sostenibilità sia per le grandi imprese ma anche per le piccole e medie imprese a partire dal 1° gennaio 2026;¹⁶⁷
- L'obbligo di presentare nell'informativa sulla sostenibilità informazioni sia qualitative che quantitative sia prospettive che retrospettive che includono:¹⁶⁸
 - o Una descrizione del modello e della strategia aziendale dell'impresa in cui vengono specificati la gestione e resilienza dei rischi legati alla sostenibilità, le opportunità connesse alla sostenibilità, i piani dell'impresa che garantiscano che tali strategie siano compatibili con la transizione verso l'economia sostenibile, il modo in cui siano stati considerati gli interessi degli stakeholder e le modalità di attuazione della strategia per le questioni di sostenibilità;
 - o Una descrizione degli obiettivi legati a tematiche sostenibili e dei progressi aziendali per raggiungerli;
 - o Una descrizione del ruolo della governance aziendale e delle politiche dell'impresa in relazione a questioni attinenti la sostenibilità;
 - o Una descrizione delle procedure di dovuta diligenza, delle principali ripercussioni negative, effettive o potenziali, e le eventuali azioni per prevenirle o gestirle legate ad aspetti sulla sostenibilità nonché dei rischi per l'impresa connessi a tali tematiche e le modalità di gestione adottate.
- L'esplicitazione delle informazioni che le imprese sono tenute a comunicare in base a principi di informativa sulla sostenibilità che la Commissione si riserva di pubblicare entro il 31 Ottobre

¹⁶⁷ Proposta di direttiva comunicazione 189 final, 2021, Art.1 comma 3.1, pag.48

¹⁶⁸ Proposta di direttiva comunicazione 189 final, 2021, Art.1 comma 3.2, pag.49

2022 e ad ampliare entro 31 Ottobre 2023 anche in base al settore di appartenenza dell'impresa. È stato introdotto inoltre l'obbligo per le imprese di indicare qualsiasi altra informazione sulle attività immateriali comprese quelle relative al capitale intellettuale, umano, sociale e relazionale.

- L'introduzione dei Principi di informativa sulla sostenibilità che prevedono che le informazioni siano comprensibili, pertinenti, rappresentative, verificabili, comparabili e rappresentate fedelmente e specificano le informazioni di carattere sostenibile inerenti i fattori ambientali, sociali e di governance che le imprese sono tenute a comunicare.¹⁶⁹
- La pubblicazione dei Principi di informativa sulla sostenibilità per le piccole e medie imprese che richiamano invece diversi articoli, tra cui gli art.19 bis, 29 bis e 19 ter e rimandando a futuri aggiornamenti entro il 31 Ottobre 2023.¹⁷⁰
- L'obbligo di pubblicare tali informazioni in formato elettronico unico di comunicazione.¹⁷¹
- Infine, la sostituzione dell'art.29 bis che estende la normativa anche alle imprese madri che redigono la rendicontazione sulla sostenibilità consolidata.¹⁷²

Le modifiche che invece sono state adottate nelle altre direttive citate in precedenza prevedono:

- Decisioni riguardo l'equivalenza dei Principi contabili e l'equivalenza dei Principi di informativa sulla sostenibilità per emittenti dei Paesi Terzi¹⁷³;
- I requisiti necessari che deve avere un revisore affinché possa giudicare e certificare l'informativa sulla sostenibilità presentata da un'impresa e l'iter e la documentazione da presentare per il rilascio della certificazione della conformità dell'informativa consolidata sulla sostenibilità¹⁷⁴.

La Direttiva dovrebbe applicarsi, salvo per le disposizioni che sono esplicitamente rinviate a date future, a partire dagli esercizi con data di inizio 1° gennaio 2023.

Il testo di tale Direttiva è ancora solo una proposta pubblicata nella comunicazione 189 final del primo aprile 2021 qui analizzata e che dovrà essere prima approvata dagli organi legislativi Europei e poi adottata dalle legislazioni nazionali degli Stati membri.

Come afferma Baumüller et.al, secondo uno studio della Commissione Europea, se questa Direttiva venisse approvata, le società tenute a pubblicare l'informativa sulla sostenibilità passerebbero da 11.600 in base alla Direttiva 2014/95 a 49.000.

L'adozione di tale Direttiva comporterebbe un aumento di costi non irrilevanti per le imprese tenute alla pubblicazione dell'informativa non finanziaria che richiederebbe secondo molti un confronto tra costi e benefici che questa potrebbe comportare. L'Unione Europea sembra comunque determinata a

¹⁶⁹ Proposta di Direttiva comunicazione 189 final, 2021, Art.1 comma 4, "Art.19 ter", pag.51

¹⁷⁰ Proposta di Direttiva comunicazione 189 final, 2021, Art.1 comma 4, "Art.19 quater", pag.54

¹⁷¹ Proposta di Direttiva comunicazione 189 final, 2021, Art.1 comma 4, "Art.19 quinquies", pag. 54

¹⁷² Proposta di Direttiva comunicazione 189 final, 2021, Art.1 comma 7, "Art.29 bis", pag. 55

¹⁷³ Proposta di Direttiva comunicazione 189 final, 2021, Art.2 comma 3, "Art.23 paragrafo 4 commi 3 e 4", pag. 62

¹⁷⁴ Proposta di Direttiva comunicazione 189 final, 2021, Art.3, pag. 63-71

perseguire in questa direzione per raggiungere i propri obiettivi di sostenibilità senza prestare troppa attenzione alle implicazioni pratiche che queste potrebbero avere nelle imprese.¹⁷⁵

2. INDICI DI SOSTENIBILITÀ FORNITI DA AZIENDE TERZE

Dopo aver esaminato le varie informazioni che vengono pubblicate dalle stesse aziende a seconda di un obbligo comunitario oppure una mera volontà dell'impresa, in questo capitolo si andrà ad analizzare quali sono gli altri strumenti a disposizione delle società di Asset Management che vengono forniti da organizzazioni terze sotto forma di indici di sostenibilità o di certificazioni riconosciute a livello internazionale e fornite da organizzazioni terze che vigilano sul rispetto dei requisiti idonei ad ottenerle.

2.1 Rating e Indici di sostenibilità

Gli indici di sostenibilità sono indici che selezionano i titoli, oltre che per la performance economica, anche per i comportamenti adottati favorevoli alla responsabilità sociale e ambientale e alle relative performance¹⁷⁶.

Gli indici di sostenibilità vengono creati normalmente in base a dei rating prodotti da agenzie specializzate che hanno lo scopo di valutare e comunicare le performance delle imprese su criteri quali ambiente, società e governance.

Tali rating sono rivolti ai diversi stakeholder che hanno l'interesse di comprendere il grado di sostenibilità delle imprese, la maggior parte delle agenzie di rating (72%) indirizzano i propri risultati agli investitori, il 18% ai consumatori e il 10% alle compagnie¹⁷⁷. Inoltre, questi punteggi agiscono non solo come agenti economici ma anche come agenti sociali che possono impattare il comportamento degli attori sociali nella società¹⁷⁸.

Analizzare quanto efficienti siano le attività di CSR poste in atto dalle aziende è essenziale per comprendere e individuare quali imprese effettivamente considerano gli SDGs nella loro strategia e nelle operazioni di routine e quali invece gli considerano separatamente rispetto al core aziendale. Le agenzie di rating dovrebbero considerare, nel valutare le aziende, se queste considerano gli SDGs internamente o esternamente alle operazioni di routine e alla strategia aziendale posta in atto

¹⁷⁵ BAUMÜLLER J., GRBENIC S.O., Moving from non-financial to sustainability reporting: analyzing the EU commission's proposal for a corporate sustainability reporting directive (CSRD), Facta Universitatis, 2021

¹⁷⁶ INTESA SANPAOLO, Indici di sostenibilità, group.intesasanpaolo.com, <https://group.intesasanpaolo.com/it/sostenibilita/indici-di-sostenibilita>

¹⁷⁷ VEENSTRA E.M., ELLEMERS N., ESG Indicators as Organizational Performance Goals: Do Rating Agencies Encourage a Holistic Approach?, [mdpi.com](https://www.mdpi.com), 2020

¹⁷⁸ ESCRIG-OLMEDO E., FERNÁNDEZ-IZQUIERDO M. A., FERRERO-FERRERO I., RIVERA-LIRIO J.M., MUNOZ-TORRES M., Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles, [mdpi.com](https://www.mdpi.com), 2019

dall'azienda e se vi sono pratiche di *greenwashing* ossia se quello che dice di fare l'impresa nel reporting sostenibile sia anche quello che effettivamente fa. Si richiede quindi un'attenta analisi delle informazioni messe a disposizione della stessa azienda e una valutazione circa la coincidenza di queste con le effettive performance sostenibili che produce.

Gli indici di sostenibilità più famosi che derivano dall'utilizzo di tali rating sono REFINITIV index, Dow Jones Sustainability Indices, MSCI ESG Indexes, Vigeo Eiris ESG Indices and Ranking, and Bloomberg's Gender-Equality Index.

Un interessante studio ha dimostrato come, per esempio, il Dow Jones Sustainability Index (DJSI) è molto suscettibile a ciò che l'organizzazione dice di fare rispetto a ciò che l'organizzazione fa notando una correlazione tra l'estensione della rendicontazione non finanziaria e l'alto punteggio del DJSI¹⁷⁹.

Secondo Olmedo et al., lo sviluppo delle agenzie di rating ha comportato diversi impatti nello sviluppo della sostenibilità da parte delle imprese: in primo luogo il fatto di poter appartenere ad ESG stock indexes incoraggia le società ad implementare e migliorare la gestione delle questioni relative alla sostenibilità, in quanto l'appartenenza a tale indice invia segnali positivi agli azionisti e al resto degli stakeholder, in secondo luogo le agenzie di rating influiscono anche l'istituzionalizzazione del management della sostenibilità delle società che vengono considerati "imprenditori istituzionali"¹⁸⁰, ancora, l'implementazione della CSR da parte delle aziende è influenzata dalle agenzie di rating in quanto i punteggi che elaborano si riflettono poi sull'intera società.

Ogni società di rating adotta una propria metodologia per valutare la sostenibilità delle società che è associata sia alla strategia di mercato basata sulla differenziazione che a fattori culturali e ideologici. Nonostante ciò, in tutte le metodologie che vengono adottate vi sono tre aspetti chiave di misurazione che vengono sempre considerati ossia: le categorie generali che vengono valutate (environmental, social and governance) e i criteri considerati positivi per ogni categoria, la valutazione delle attività e pratiche ritenute critiche per la sostenibilità ed il processo di normalizzazione dei punteggi da parte delle agenzie.

La moltitudine di rating presenti nel mercato e la loro differenziazione nelle metodologie di calcolo comportano diverse problematiche:

- i) La mancanza di trasparenza: spesso le società di rating non offrono un'informazione completa e pubblica dei criteri e dei processi sviluppati per valutare le performance della CSR. Ciò rende difficile la comparazione dei vari indici e società.

¹⁷⁹ VEENSTRA E.M., ELLEMERS N., cit.

¹⁸⁰ <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0263237317300221?via%3Dihub>

- ii) **Commensurabilità:** le agenzie di ESG rating misurano gli stessi concetti in modi diversi ciò rende i vari ratings non coerenti e difficili da confrontare.
- iii) **Trade-Off tra i vari criteri:** le metodologie di rating potrebbero assegnare degli alti punteggi associati a particolari fattori e bassi per altri.
- iv) **Mancanza di un punteggio complessivo:** molte agenzie di rating forniscono indici ambientali, sociali e di governance per ogni fattore ma non forniscono un punteggio complessivo delle performance di sostenibilità dell'azienda.
- v) **Preferenze degli Stakeholder:** le agenzie di rating non considerano le aspettative dei diversi stakeholder nel loro processo di valutazione che si riflette nella loro accettazione e utilità.

Lo studio portato avanti da Olmedo et al., ha l'obiettivo di studiare com'è cambiata nel tempo la considerazione dei vari criteri ESG da 2008 al 2018. I risultati di tale ricerca basata sulle otto agenzie di rating più rappresentative di Europa e USA dimostrano che negli anni, grazie anche alle tante iniziative sovranazionali come l'accordo di Parigi e l'Agenda 2030 vi risulti essere un maggiore attenzione per aspetti più specifici della sostenibilità a scapito di criteri più generici che invece risultavano più diffusi in passato, ciò dovuto in larga parte alla determinazione degli SDGs e le varie normative sempre più specifiche nei temi sostenibili.

Nei grafici sottostanti vengono presentati i risultati di tale ricerca che rappresenta i fattori che vengono maggiormente considerati nel 2018 rispetto al 2008 suddivisi per macro-fattori (environmental, social e governance).

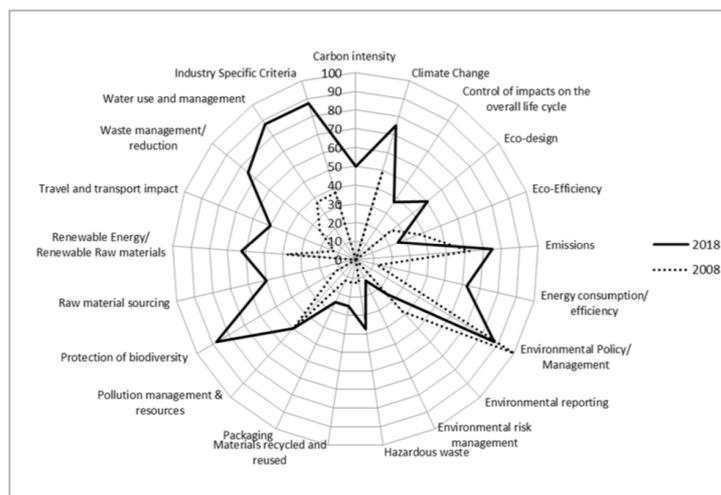


Figura 2: criteri ambientali positivi. Fonte: ESCRIG-OLMEDO E., cit.

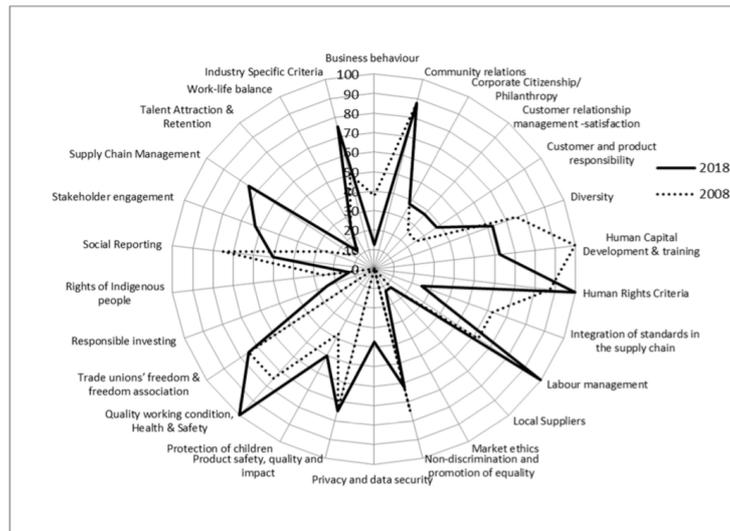


Figura 3: criteri sociali positivi. Fonte: ESCRIG-OLMEDO E., cit.

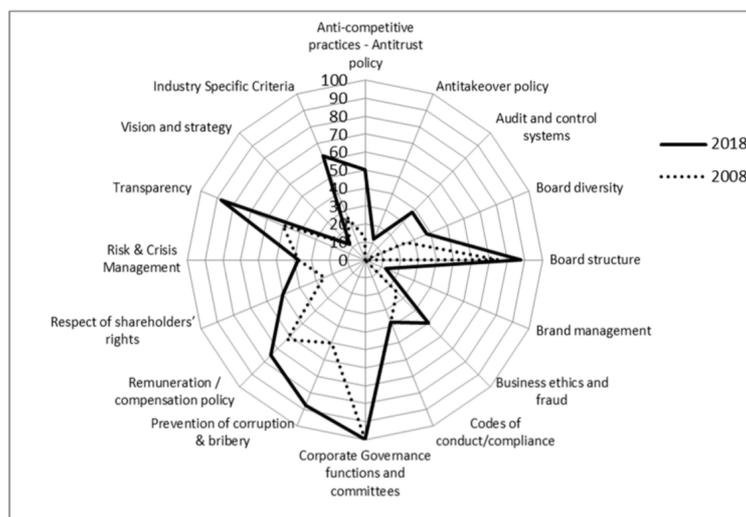


Figura 4: Criteri di governance positivi. Fonte: ESCRIG-OLMEDO E., cit.

Lo stesso studio, inoltre, con riferimento alle solite otto agenzie di rating rileva:

- Che tutto il campione considera nella loro metodologia di valutazione le aspettative degli stakeholder in modo tale da incorporare aspetti nella loro analisi che siano in linea con le necessità informative che richiedono gli stakeholder.
- Il 63% (ECP, FTSE Russel ESG Ratings, MSCI ESG research, ISS-Oekom e Vigeo-EIRIS) propongono una metodologia bilanciata dando lo stesso peso alle varie dimensioni di sostenibilità (performance finanziaria, aspetti ambientali, aspetti sociali e aspetti di governance).
- Il 50% (ECP, MSCI ESG Research, Robeco SAM e Sustainalytics) considera le prospettive intergenerazionali nella propria valutazione. Ciò consiste nella identificazione, valutazione e gestione delle future e presenti necessità che si potrebbero presentare, nel considerare gli effetti a lungo termine delle decisioni attuali e perseguire azioni che abbiano impatti sia nel breve che nel lungo termine.

- Nessuna agenzia di rating analizzata tiene in considerazione il life-cycle thinking (LCT) ossia un approccio che comporta l'assumersi di responsabilità economiche, ambientali e sociali al fine di raggiungere una sostenibilità che attraversi i confini legali dell'organizzazione tramite la gestione degli impatti delle attività a monte e a valle.

Un altro studio citato da Avramov e portato avanti da Berg et al., indaga sulle cause principali che portano i vari *ratings* presenti nel mercato a divergere tra loro: la prima causa sta proprio nelle metodologie di calcolo in quanto diversi *raters* misurano le performance della stessa azienda in una specifica categoria in modo diverso. Le categorie in cui si registra un maggiore disallineamento di calcolo tra le diverse agenzie sono quelle riguardanti i diritti umani e la sicurezza del prodotto. Al secondo posto, ciò che diversifica i punteggi di rating è la differenza nelle categorie che vengono analizzate per cui alcune agenzie considerano alcune fattispecie che altre non considerano. Infine, un'ultima causa che implica una differenza minore rispetto alle altre due appena citate è rappresentata dal diverso peso che viene dato ad alcune categorie rispetto ad altre.¹⁸¹

Le ultime due cause individuate sono il frutto di una mancanza di omogeneità in ciò che è considerato sostenibile e quindi di quali siano le categorie di performance sostenibile più rilevanti e come si posizionino rispetto alle altre.

Alla luce della molteplicità dei possibili *ratings* e delle divergenze che vi sono tra loro, è possibile adottare alternativamente tre opzioni diverse nel momento in cui ci si imbatte in rating diversi: è possibile condurre un'analisi utilizzando diversi ESG *ratings*, consigliabile nel caso in cui si intenda misurare “performance ESG condivise” come tipicamente avviene nei mercati finanziari, oppure utilizzare ESG *ratings* particolari in corrispondenza di specifiche caratteristiche aziendali ed infine i ricercatori possono costruire ipotesi attorno a caratteristiche più strettamente definite rispetto a performance ESG e che fanno riferimento a misure trasparenti e verificabili.

Infine, Avramov et al., in un loro recente studio tentano di spiegare gli effetti collaterali che comporta l'incertezza nel punteggio ESG resa evidente dalla forte diversità dei *ratings* per una stessa azienda. Essi dimostrano come tale incertezza comporti una più alta percezione del rischio di mercato e del market premium che conduce ad una domanda da parte degli investitori più bassa, soprattutto per quelli ritenuti più sensibili ai temi ESG. Quest'implicazione potrebbe aumentare il costo del capitale per le aziende green e limitare la loro capacità di portare avanti investimenti sostenibili e responsabili e quindi di generare un impatto sociale effettivo. Si rende sempre più necessario, anche a fronte della continua crescita degli investitori sostenibili, di un intervento da parte delle istituzioni politiche affinché si applichi una tassonomia chiara per le performance ESG e un una *disclosure* standardizzata

¹⁸¹ AVRAMOV D., CHENG S., LIQUI A., TARELLI A., Sustainable investing with ESG rating uncertainty, Journal of Financial Economics, 2021

e definita per la reportistica sostenibile da parte delle imprese in modo tale da fornire dei punteggi concordi dalle varie agenzie di rating per identificare quali investimenti siano realmente sostenibili¹⁸². In seguito, viene proposta una lista degli ESG *score* che vengono utilizzati per gli indici più importanti e riconosciuti a livello internazionale e le relative metodologie di valutazione:

RATERS	SCALA DI PUNTEGGIO	METODOLOGIA DI VALUTAZIONE	INDICI
S&P global CSA ¹⁸³	1-100	Punteggio che si basa su 52 criteri dal peso differente a seconda della materialità del criterio anche in base al settore di appartenenza dell'impresa e a seconda dell'introduzione del criterio: criteri più recenti hanno pesi inferiori per permettere all'azienda di allinearsi senza essere troppo penalizzata dall'improvvisa introduzione.	Dow Jones Sustainability Indices
FTSE Russel ¹⁸⁴	1-5	Il punteggio si basa sulla media ponderata in base all'esposizione, ciò significa che questioni ESG più importanti hanno un peso maggiore nel punteggio. Tende a prediligere informazioni quantitative piuttosto che qualitative.	FTSE All-World Index, FTSE All-Share Index and Russell 1000® Index.
MSCI ESG rating ¹⁸⁵	AAA - CCC	Il punteggio si basa principalmente sulla resilienza a lungo termine, la	MSCI ESG Ratings

¹⁸² AVRAMOV D., cit.

¹⁸³ S&P GLOBAL CSA, Annual scoring & Methodology review, https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/CSA_AnnualScoring_Methodology_2021.pdf

¹⁸⁴ FTSE Russel, ESG ratings, <https://www.ftserussell.com/data/sustainability-and-esg-data/esg-ratings>

FTSE Russel, Guide to FTSE Sustainable Investment data used in FTSE Indexes, https://research.ftserussell.com/products/downloads/Guide_to_FTSE_Sustainable_Investment_Data_used_in_FTSE_Russell_Indexes.pdf

¹⁸⁵ MSCI, MSCI ESG Ratings, <https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/MSCI+ESG+Ratings+Brochure-cbr-en.pdf>

		materialità e l'esposizione ai rischi ESG per ogni settore. Il punteggio tiene in considerazione 35 rischi e fattori chiave per ogni settore per attribuire i vari pesi che determinano il punteggio.	
Vigeo-Eiris ¹⁸⁶	1-100	Il punteggio viene calcolato considerando 38 criteri riguardanti l'ambiente, i diritti umani, le risorse umane, l'inclusione della comunità, la politica aziendale e la Corporate Governance ponderati e consolidati per tutti i fattori sostenibili specifici per ogni settore con un peso che può andare da 1 a 3 in base alla natura dei diritti degli stakeholders e le loro aspettative, i rischi che corrono gli stakeholder e i rischi per l'impresa.	Euronext V.E Indices, MIB ESG Index
Sustainalytics ¹⁸⁷	1-100	Il punteggio viene attribuito con un processo di analisi che verifica: <ol style="list-style-type: none"> 1. L'esposizione ai fattori ESG materiali 2. Come vengono gestiti i rischi a cui è esposta la società. 3. La misurazione delle performance quantitative di gestione di tali rischi (attraverso le politiche e programmi). 	STOXX, Sustainability Indices

¹⁸⁶ VIGEO EIRIS, ESG Assessment Methodology Executive Summary, https://vigeo-eiris.com/wp-content/uploads/2021/07/VE_ESG-Assessment-Summary_2021-2.pdf

¹⁸⁷ SUSTAINALYTICS, ESG Risk Ratings, <https://www.sustainalytics.com/corporate-solutions/esg-risk-ratings>

CDP Change Score ¹⁸⁸	Climate 2021	A-D	La metodologia con cui viene assegnato il punteggio riguarda esclusivamente la gestione di fattori ambientali e in particolare: il livello di comprensione e di consapevolezza dell'impresa sulle tematiche ambientali, i metodi di gestione e i progressi in risposta a tale problematica. I dati che vengono utilizzati vengono direttamente forniti dall'impresa tramite un questionario.	CDP
---------------------------------------	-----------------	-----	--	-----

Tabella 2: Principali raters a livello internazionale, Metodologie utilizzate e principali Indici che fanno riferimento a tali scores.
Fonte: Elaborazione personale

2.2 Certificazioni volontarie di sostenibilità

Un altro strumento che può aiutare a comprendere se un'impresa sia sostenibile o meno al di là delle informazioni riportate nella NFD ma in base a istituzioni terze che vigilano e garantiscono la buona prassi aziendale in tema di sostenibilità sono le certificazioni verdi. Esistono diverse certificazioni che le aziende possono richiedere se presentano i requisiti idonei ad ottenerla. Di seguito è proposto un breve approfondimento delle certificazioni riconosciute e più utilizzate.

2.2.1 Certificazione ISO14001

Vi sono diverse certificazioni ISO in tema ambientale, le più famose sono quelle della categoria ISO14000 che richiede che siano rispettati tutta una serie di criteri sul sistema di gestione ambientale. L'ISO14000 è composto da diversi *standards* di cui il più famoso è il 14001 che fornisce linee guida e condizioni richieste legate al sistema ambientale, altri riguardano invece aspetti specifici come audit, comunicazioni, etichette e analisi del ciclo di vita, o su altre sfide ambientali quali il cambiamento climatico.

Lo standard 14001 prevede più di 300.000 certificazioni in 171 paesi di tutto il mondo e ha lo scopo di aiutare le organizzazioni a migliorare le loro performance ambientali attraverso un uso più efficiente delle risorse e una riduzione degli sprechi ottenendo maggiore vantaggio competitivo e fiducia negli stakeholder.

¹⁸⁸ CDP, CDP 2021 Climate Change scoring Methodology

Tale standard è disponibile per ogni tipo di organizzazione, di ogni dimensione e ragione sociale, sia per organizzazioni profit che per organizzazioni non-profit o governative.

Per ottenere una certificazione ISO 14001 è necessario che l'organizzazione consideri tutti gli aspetti relativi all'ecosostenibilità che coinvolgono le proprie attività aziendali. Tra questi vi è l'inquinamento dell'aria, dell'acqua e delle acque reflue, della gestione dei rifiuti, della contaminazione del suolo, della mitigazione e adattamento del cambiamento climatico e dell'uso ed efficienza delle risorse. Lo standard inoltre richiede che ci sia un miglioramento continuo in tema ambientale del sistema aziendale. La certificazione viene rilasciata da terze parti dopo un controllo sull'effettiva presenza dei requisiti in modo tale che vi sia una garanzia per tutti gli stakeholder compresi i possibili investitori della sostenibilità dell'azienda con cui operano¹⁸⁹.

2.2.2 Certificazione SA8000

Se la certificazione rilasciata tramite l'ISO14001 è la più famosa e riconosciuta per quanto riguarda la responsabilità ambientale, la certificazione SA8000 è invece la più importante per i temi sociali. Questo standard e sistema di certificazione fornisce un framework per organizzazioni di ogni tipo e facenti parte di ogni settore che operano e che perseguono valori e politiche eque e dignitose per i propri lavoratori e che dimostrano il proprio impegno riguardo standard sociali come il lavoro minorile, il lavoro forzato, la salute e la sicurezza, la libertà di associazione e la contrattazione collettiva, la discriminazione, le pratiche disciplinari, le politiche di remunerazione e delle ore lavorative e il sistema gestionale relativo.

Tale certificazione comporta come quelle ambientali dei benefici significativi per i lavoratori stessi ma anche per i proprietari dell'impresa, per il marchio e la reputazione e per gli eventuali *retailers*. Così come ISO14001 anche SA8000 viene rilasciata da una società terza indipendente che garantisce che vengano fatti dei controlli in modo imparziale, competente ed effettivo. La *Social Accountability Accreditation Services (SAAS)*, l'organizzazione a capo del programma SA8000 sorveglia e assicura la qualità e la riduzione del rischio, inoltre seleziona e convalida le società di audit in modo tale che i vari stakeholder possano riconoscere tale certificazione come affidabile e significativa delle performance sociali di un'organizzazione¹⁹⁰.

2.2.3 EMAS

A livello europeo, è stata regolata una propria certificazione di sostenibilità già nel 2009 tramite il Regolamento 1221/2009 che ha appunto istituito l'EMAS, un sistema comunitario di ecogestione e

¹⁸⁹ International Organization for Standardization, ISO 14001, Key Benefits, iso.org, <https://www.iso.org/files/live/sites/isoorg/files/store/en/PUB100372.pdf>

¹⁹⁰ Social Accountability International, SA8000® standard, sa_intl.org, <https://sa-intl.org/programs/sa8000/>

audit. Le organizzazioni possono volontariamente aderire a tale programma che prevede *“l’applicazione di sistemi di gestione ambientale, la valutazione sistematica, obbiettiva e periodica delle prestazioni di tali sistemi, l’offerta di informazioni sulle prestazioni ambientali, un dialogo aperto con il pubblico e le altre parti interessate e infine con il coinvolgimento attivo e un’adeguata formazione del personale da parte delle organizzazioni interessate”*.

In particolare, la certificazione rilasciata da tale ente consiste nella possibilità di utilizzare il logo EMAS che certifica la registrazione dell’organizzazione a tale istituto e garantisce l’impegno dell’organizzazione alla predisposizione delle informazioni e controlli previste da EMAS. L’iter per la registrazione prevede infatti che l’organizzazione presenti tutta l’informativa richiesta a livello ambientale e soddisfi i requisiti che l’ente richiede e che si rifanno a quelli della norma ISO 14001 del 2004 che è stata precedentemente discussa e richiamano quindi una forte politica ambientale, una pianificazione per la corretta gestione ambientale anche nel rispetto di tutta la normativa e le prescrizioni legali presenti, di un programma di obiettivi con i rispettivi traguardi e l’attuazione attraverso l’assegnazione di ruoli e responsabilità, l’impegno nell’aumento della formazione e consapevolezza di tutti gli operatori aziendali e tutta la parte relativa al controllo e alla documentazione che devono essere disposti dall’organizzazione stessa o da terze parti. In aggiunta a ciò, l’EMAS richiede che vengano specificate anche altre informazioni relative ai vari aspetti ambientali oltre a quelli dell’ISO 14001.

Come per le altre certificazioni le informazioni sono sottoposte ad audit interno e ogni tre anni è prevista la verifica della sussistenza di tutti i criteri necessari¹⁹¹.

2.2.4 United National Global Compact (UNGC)

Infine, un ultimo importante ente i cui firmatari aderiscono al rispetto di alcuni requisiti sia in tema ambientale che in tema sociale e di governance sono i cosiddetti United Nations Global Compact (UNGC). Questa iniziativa è una tra le più importanti nell’ambito della responsabilità sociale d’impresa il cui obiettivo principale è quello di allineare la strategia d’impresa con i principi previsti dal UNGC che promuovono la sostenibilità attraverso pratiche aziendali, azioni politiche, comportamenti sociali e civili che siano responsabili e tengano conto delle generazioni future.

Lo United Nations Global Compact propone dieci principi relativi ai diritti umani, al lavoro, all’ambiente e alla lotta alla corruzione, vengono elencati di seguito.

1. Il rispetto dei diritti umani

¹⁹¹ GAZZETTA UFFICIALE DELL’UNIONE EUROPEA, Regolamento (CE) n. 1221/2009 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 sull’adesione volontaria delle organizzazioni a un sistema comunitario di ecogestione e audit (EMAS), che abroga il regolamento (CE) n. 761/2001 e le decisioni della Commissione 2001/681/CE e 2006/193/CE, eur-lex.europa.eu, 2009

2. Non essere complici degli abusi ai diritti umani
3. Sostenere la libertà di associazione dei lavoratori e il diritto di contrattazione collettiva
4. Sostenere l'eliminazione del lavoro forzato e obbligatorio
5. Sostenere l'eliminazione del lavoro minorile
6. Sostenere l'eliminazione della discriminazione in materia di impiego e professione
7. Sostenere un approccio preventivo nelle questioni ambientali
8. Intraprendere iniziative che promuovono la maggior responsabilità ambientale
9. Incoraggiare lo sviluppo e la diffusione delle tecnologie che rispettano l'ambiente

Oggi lo United Nations Global Compact pur essendo un'iniziativa volontaria comprende più di 18.000 firmatari provenienti da 160 paesi del mondo¹⁹². Secondo uno studio fatto da Orzes et al. nel 2018¹⁹³ che pone a confronto 45 elaborati proposti nei diversi anni riguardanti lo UNGC, il principale motivo per cui le aziende entrano a far parte di questo network è la pressione dei vari stakeholders i quali richiedono sempre di più comportamenti responsabili sotto il profilo ambientale e sociale. In particolare, chi preme di più per la transizione ecologica delle società sono:

- NGO e attivisti, rappresentati dal 14,59% degli studi analizzati che affermano una maggiore influenza da parte delle organizzazioni non governative rispetto a quelle governative.
- associazioni di lavoratori, associazioni civili e dalla popolazione in generale.
- Meedia soprattutto nelle grandi aziende multinazionali con una forte esposizione pubblica.
- Governi nazionali ponendo in atto soprattutto programmi per facilitare l'implementazione dei principi UNGC nelle aziende presenti nel loro territorio.
- Investitori.
- Competitors soprattutto nei mercati ad elevata concorrenza nei quali le aziende implementano delle strategie sostenibili per potersi differenziare dai concorrenti.
- Pressione dalla clientela che si dimostra essere sempre più sensibile ai comportamenti responsabili delle aziende.
- Lavoratori in quanto la remunerazione economica non è più l'unico elemento di motivazione.

Gli altri fattori che conducono le aziende a partecipare al UNGC sono questioni di reputazione, infatti, molte aziende che sono state oggetto di scandali ambientali e sociali hanno aderito ai Principi delle Nazioni Unite per proteggere la propria immagine e il valore del loro brand; questioni definite di "Network" ossia l'opportunità di costruire relazioni anche con attori internazionali attraverso

¹⁹² GLOBAL CONTACT NETWORK ITALIA, Introduzione, globalcontactnetwork.org

<https://www.globalcompactnetwork.org/it/il-global-compact-ita/global-compact/introduzione.html>

¹⁹³ ORZES G., MORETTO M.A., EBRAHIMPOUR M., SARTOR M., MORO M., ROSSI M., United Nations Global Compact: Literature review and theory-based research agenda, Journal of Cleaner Productions, Elsevier.com, 2018

l'inclusione nella comunità del UNGC; le performance dell'azienda attraverso un aumento delle vendite e una diminuzione dei costi dovuti ad una maggiore efficienza implementata per il rispetto di tali principi ed infine per questioni etiche che hanno spinto le aziende maggiormente sensibili ai temi sostenibili ad allineare i propri valori aziendali ai Principi della UNGC.¹⁹⁴

Nonostante la larga diffusione e importanza che viene attribuita a tale strumento, lo UNGC non prevede un processo di audit ufficiale ma è l'azienda stessa a presentare le proprie informazioni che verranno poi esaminate da un ufficio interno dell'ente e che darà il proprio consenso alla partecipazione alla UNGC. Partecipando a tale iniziativa le organizzazioni possono pubblicare, previo consenso dell'organizzazione stessa, nelle loro pagine web e nei loro report il logo "We Support the Global Compact" al fine di dimostrare l'impegno verso la sostenibilità¹⁹⁵.

3 TASSONOMIA EUROPEA

Come si è potuto leggere già dai capitoli precedenti uno strumento ritenuto fondamentale per lo sviluppo dei fondi sostenibili è la Tassonomia Europea. Lo scopo della tassonomia è quello di aumentare la fiducia e la sensibilizzazione degli investitori agli impatti ambientali degli investimenti ecosostenibili, creare visibilità e affrontare la diffusa pratica di *Greenwashing* al fine di allentare se non eliminare le preoccupazioni degli investitori. Inoltre, la Tassonomia si rende necessaria per far fronte alla classificazione attuale che comporta un sistema di marchi disposto autonomamente dagli Stati membri che essendo diversi portano ad uno scoraggiamento negli investimenti fuori dai confini nazionali per le difficoltà nel confrontare le diverse opportunità di investimento. Questa mancanza di armonizzazione europea porta ad un aumento dei costi e alla disincentivazione per gli operatori economici ad accedere a mercati di capitali transfrontalieri in riferimento agli investimenti sostenibili e per le aziende a rendere più ecosostenibili i loro modelli aziendali.¹⁹⁶

3.1 Regolamento 2020/852/(UE)

Il Parlamento e la Commissione Europea sono quindi intervenuti proponendo una prima Tassonomia Europea tramite il Regolamento 2020/852 del 18 Giugno 2020 "*relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del Regolamento (UE) 2019/2088*"¹⁹⁷.

¹⁹⁴ ORZES G., MORETTO M.A., EBRAHIMPOUR M., SARTOR M., MORO M., ROSSI M., cit.,

¹⁹⁵ GLOBAL CONTACT, Information for prospective participants, globalcontactnetwork.org, <https://ungc-communications-assets.s3.amazonaws.com/docs/publications/ungc%20Frequently-Asked-Questions.pdf>

¹⁹⁶ GAZZETTA UFFICIALE DELL'UE, Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, considerazione 11, L198/14

¹⁹⁷ Regolamento (UE) 2020/852, cit.

Tale regolamento si compone di 27 articoli e, come cita l'Articolo 1, riguarda la definizione e introduzione di *“criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di sostenibilità di un investimento”*¹⁹⁸.

In particolare, all'art. 3 del presente regolamento si afferma che un investimento è considerato ecosostenibile nel caso in cui contribuisca al raggiungimento di almeno uno degli obiettivi ambientali, non rechi danno significativo a nessuno di questi obiettivi, rispetti le garanzie minime di salvaguardia e rispetti i criteri di vaglio tecnico che vengono successivamente citati nell'Art.10 del regolamento.

Gli obiettivi ambientali appena citati corrispondono, ai sensi dell'Art.9, a: *“a) la mitigazione dei cambiamenti climatici, b) l'adattamento ai cambiamenti climatici, c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine, d) la transizione verso un'economia circolare, e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento [e] f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.”*¹⁹⁹

Altre norme sono poi integrate in tale regolamento per aumentare la trasparenza informativa richiesta per i prodotti finanziari ai sensi dell'Art.9 del regolamento 2019/2088, tra cui la quota di investimenti in attività economiche ecosostenibili che vengono incorporate in un prodotto finanziario rientrante in tale articolo, e per i prodotti finanziari rientranti nell'Art.8 dello stesso Regolamento tra cui il principio di *“non recare un danno significativo”* in relazione ai soli investimenti ecosostenibili sottostanti il prodotto finanziario.

Interpretando tale paragrafo dell'Art.6 del regolamento qui analizzato si deduce che la parte restante di investimenti sottostante un prodotto finanziario, che rispecchia le caratteristiche di un prodotto verde chiaro (Art.8 del Regolamento SFDR), ma che non promuove aspetti legati alla sostenibilità potrebbe recare un danno significativo all'ambiente.

Ancora, l'art.8 del Regolamento 2020/852 impone alle società obbligate a redigere la rendicontazione non finanziaria legiferata nel Regolamento 2013/34 agli Art.19 bis e 29 bis, di specificare la parte di fatturato associata a prodotti e servizi legati ad attività economiche considerate ecosostenibili e la quota di spese in conto capitale e operative relativa ad attività o processi ecosostenibili ai sensi dell'Art.3.

Dall'Art. 10 all'Art.15 viene specificata per ogni obiettivo ecosostenibile elencato nell'Art.9 tutta una serie di criteri per definire se l'obiettivo è perseguito e se quindi l'investimento può essere considerato ecosostenibile ai sensi dell'Art.3.

¹⁹⁸ Regolamento (UE) 2020/852, cit., Art.1

¹⁹⁹ Regolamento (UE) 2020/852, cit., Art.9

L'art.17 e l'art.18 riguardano rispettivamente i danni significativi agli obiettivi ambientali che richiamano quelli dell'Art.9 elencati in precedenza e le garanzie minime di salvaguardia che invece richiamano le norme del Regolamento 2019/2088.

Di fondamentale importanza è invece l'Art. 19 del presente regolamento che esplica i requisiti di vaglio tecnico che devono essere considerati nell'applicazione dei criteri descritti nell'Art.10 fino all'Art.15. Tra i tanti requisiti merita di essere citato quello relativo al fatto che tali dati devono basarsi su prove scientifiche e irrefutabili ai sensi dell'Art.191 del TFUE²⁰⁰ e il fatto che tengono conto del ciclo di vita considerando sia l'impatto ambientale dell'attività economica che quello dei prodotti e servizi forniti in relazione alla produzione, all'uso e al fine vita di tali prodotti²⁰¹.

Gli aggiornamenti al Regolamento 2088/2019 riguardano l'inserimento delle informazioni relative all'Art.5 e all'Art.6 in relazione rispettivamente ai prodotti che soddisfano i criteri dell'Art.9 e Art.8 del Regolamento modificato. Altri commi sono poi aggiunti all'Art.8, 9 e 11 che riguardano il ruolo delle AEV per il controllo e aggiornamento delle presenti norme.

Infine, ai sensi di tale Regolamento viene istituita una piattaforma sulla finanza sostenibile, presieduta dalla Commissione che ha l'obiettivo di analizzare l'impatto riguardo i criteri di vaglio, e fornire consulenza su diversi aspetti che riguardano tale regolamento come le possibili modifiche ai criteri di vaglio, le eventuali nuove politiche sulla finanza sostenibile o la realizzazione di ulteriori obiettivi legati alla sostenibilità, compresi gli obiettivi sociali.²⁰²

3.2 Regolamento 2021/2139/(UE)

Il 4 Giugno 2021 è stato poi pubblicato un ulteriore regolamento che *“integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio fissando il vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale”*.²⁰³

Tale Regolamento, richiama gli atti delegati della Commissione citati dall'Art.10 del Regolamento 2020/852, fornendo i vari criteri di vaglio tecnico essenziali per determinare se un'attività contribuisca in modo sostanziale alla mitigazione e/o adattamento ai cambiamenti climatici o se

²⁰⁰ Regolamento (UE) 2020/852, cit., Art.19 lettera f)

²⁰¹ Regolamento (UE) 2020/852, cit., Art.19 lettera g)

²⁰² Regolamento (UE) 2020/852, cit., Art. 20

²⁰³ GAZZETTA UFFICIALE DELL'UE, Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione del 4 giugno 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale, eur-lex.europa.eu, 2021

l'attività arrechi un danno significativo a uno o più degli obiettivi specificati all'Art.9 del Regolamento 2020/852. Il documento di compone di due allegati:

Allegato 1 : Relativo ai criteri di vaglio tecnico che consentano di determinare se un'attività contribuisce alla mitigazione dei cambiamenti climatici e non rechi danni significativi agli obiettivi dell'Art.9; e

Allegato 2 : Relativo ai criteri di vaglio tecnico necessari a determinare le condizioni per cui le attività contribuiscono in modo sostanziale all'adattamento ai cambiamenti climatici e non arrechino un danno significativo agli obiettivi ambientali dell'Art.9.

La Tassonomia Europea per i due aspetti regolamentati tramite i due allegati sopra descritti è entrata in vigore il 1° Gennaio 2022 mentre per tutti gli altri obiettivi relativi all'ecosostenibilità entrerà in vigore a partire dal 2023 a seconda dei criteri di vaglio tecnico elaborati nel corso del 2021.

I criteri di vaglio adottati tramite quest'ultimo Regolamento sopra descritto hanno suscitato parecchia polemica in relazione soprattutto alle fonti energetiche in quanto la Commissione intende ammettere, classificandoli quindi come fonti energetiche sostenibili sia il gas, sostenuto da Paesi quali Italia e Germania che il nucleare supportato da Francia e alcuni Paesi dell'Est Europa²⁰⁴. Rispetto ad entrambi queste energie ritenute sostenibili dalla comunità europea, diverse organizzazioni ambientaliste, tra cui la celebre *Greenpeace* si sono opposti duramente²⁰⁵.

3.3 Comunicazione COM(2021) 188 final

Occorre infine specificare un ultimo intervento della Commissione Europea avvenuto il 21 Aprile 2021 tramite la comunicazione COM(2021) 188 final riguardo la *“Tassonomia Europea, la comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo”*²⁰⁶.

Tramite questa comunicazione, la Commissione Europea specifica le importanti iniziative volte alla creazione di un ecosistema finanziario sostenibile quali la Tassonomia Europea, il Regolamento 2019/2088 e il Regolamento sugli Indici di riferimento²⁰⁷ che comportano una maggiore trasparenza e forniscono gli strumenti per individuare le opportunità di investimento sostenibile. Il documento

²⁰⁴ IL SOLE 24ORE, Gas e nucleare fonti green ma i 27 rimangono divisi, sole24ore.com, 8 Dicembre 2021, <https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=37965081#/showdoc/37965081/tassonomia?ref=pullsearch>

²⁰⁵ GREENPEACE, Tassonomia europea: altro che green, gas e nucleare ci porteranno all'estinzione!, greepeace.org, 7 Dicembre 2021, <https://www.greenpeace.org/italy/storia/15340/tassonomia-europea-altro-che-green-gas-e-nucleare-ci-porteranno-allestinzione/>

²⁰⁶ COMMISSIONE EUROPEA, COM(2021) 188 final, Comunicazione della. Commissione al parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo, ec.europa.eu, 2021

²⁰⁷ Regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del consiglio

specifica che i criteri sono stati elaborati sulla base delle raccomandazioni del gruppo di esperti e tenuti in considerazione sia i contributi della consultazione pubblica che del parere formulato della piattaforma della finanza sostenibile.

La comunicazione, inoltre, di fronte alle preoccupazioni emerse da parte degli stakeholder sulla tassonomia europea ribadisce che *“le imprese non hanno alcun obbligo di allinearsi alla tassonomia e gli investitori sono altrettanto liberi di scegliere in cosa e dove investire”*. Ancora, si specifica che tramite la tassonomia europea vengono integrate più attività di quelle che attualmente vengono riconosciute come verdi, tra cui alcuni segmenti ad alta intensità di carbonio, riconoscendo il loro impegno nella transizione. Attualmente le stime dell’allineamento dei portafogli e delle imprese è compresa tra l’1% e il 5%.

Infine, viene esplicitato l’impegno dell’Unione Europea di provvedere ad una Tassonomia non solo ambientale ma anche sociale che si concentri nel rispetto dei diritti umani, nella Governance e nella promozione di uno stile di vita e condizioni di vita adeguate per tutti²⁰⁸.

Alla luce di tale capitolo si è potuto comprendere come esista attualmente un’incertezza sensibile di tutto ciò che riguarda la sostenibilità, partendo dalla definizione del termine, a quella dell’identificazione dei business che possono essere ritenuti sostenibili fino ai criteri che una società deve avere per essere definita tale. Tutto ciò comporta delle conseguenze in tutto il sistema partendo dalle agenzie di rating le quali affrontano il problema utilizzando meccanismi diversi e riflettendo quindi indici di sostenibilità che si differenziano tra loro in base alla società che li predispone e causando in ultima uno scoraggiamento negli investitori a causa della confusione presente. L’Unione Europea di fronte a tale situazione sta pubblicando e adottando una normativa sempre più stringente che entrerà in vigore prossimamente.

Nel capitolo seguente verrà illustrato lo studio empirico compiuto partendo da una panoramica delle società che detengono una maggior quota di mercato negli investimenti sostenibili per poi condurre un’indagine dei vari KIID forniti in relazione ai fondi considerati verde chiaro o verde scuro da queste società e posti a confronto.

²⁰⁸ PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE, EU Taxonomy & Platform, ec.europa.eu, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/finance-events-210226-presentation-social-taxonomy_en.pdf

CAPITOLO TERZO: ANALISI EMPIRICA

In questo capitolo si procederà con un'analisi empirica svolta sulle più importanti società di Asset Management europee che presentano vari fondi rientranti nell'Art.8 e nell'Art.9 del Regolamento 2019/2088. L'obiettivo è quello di comprendere quali differenze intercorrono tra queste due categorie di fondi sia rispetto le diverse società sia tra gli stessi fondi attraverso un'analisi sui vari testi dei KIID disponibili per ogni fondo.

Per fare questo si è proceduto inizialmente con una ricerca e composizione del campione preso a riferimento formato dalle dieci principali società di Asset Management nel settore degli investimenti sostenibili in Europa, si è poi proceduto a ricercare nei documenti generici forniti dalle stesse società la metodologia utilizzata per la classificazione dei fondi come sostenibili e tramite la Gioia Methodology a comprendere quali siano i fattori che spingono queste società ad adottare pratiche di finanza sostenibile, ed infine, selezionati alcuni fondi di investimento appartenenti a tali società sotto l'Art.8 e l'Art.9, è stato elaborato, tramite il programma R un modello per confrontare i KID sotto diversi punti di vista.

Il campione di riferimento è stato scelto sulla base di un articolo di Morningstar²⁰⁹, il quale riporta le società che presentano la maggior quota di mercato per quanto riguarda gli investimenti appartenenti all'Art.8 e all'Art.9 presenti in Europa a Luglio 2021. Si può quindi affermare che il campione è rappresentativo delle società europee maggiormente impegnate nella finanza sostenibile. Viene di seguito rappresentata la tabella tratta dal citato articolo di Morningstar²¹⁰.

²⁰⁹ SILANO S., La carica dei fondi sostenibili ai tempi della SFDR, Morningstar, 27/07/2021, <https://www.morningstar.it/it/news/214164/la-carica-dei-fondi-sostenibili-ai-tempi-della-sfdr.aspx>

²¹⁰ SILANO S., La carica dei fondi sostenibili ai tempi della SFDR, cit.

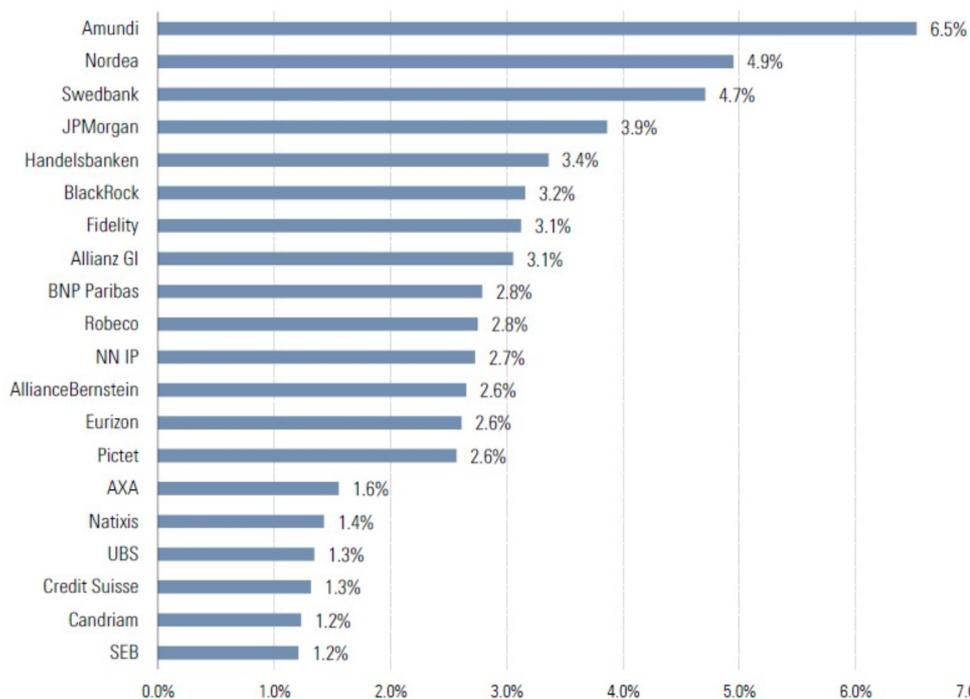


Figura 5: Quota di mercato dei primi 20 gestori in termine di Asset negli Art.8 e 9 in Europa. Fonte: Morningstar, 27/07/2021,

1. STUDIO DELLE INFORMAZIONI GENERALI

Per poter comprendere a livello generale se vi è una metodologia generale utilizzata da ogni società per selezionare i titoli che compongono i loro fondi definiti sostenibili è stata svolta una ricerca dei vari documenti pubblicati dalle società. Nelle due prossime sottosezioni vengono riportati i risultati trovati. Inizialmente verrà illustrata per ogni società il procedimento con cui sono state ricercate le informazioni evidenziando l'impegno richiesto per riuscire a trovare dei documenti completi forniti dalla stessa società. Un altro fattore a cui si è posto attenzione è se la società ha provveduto ad un unico documento esplicativo e sufficientemente chiaro e dettagliato della metodologia utilizzata o se le informazioni sono disperse su diversi documenti o pagine del sito internet e se siano troppe generiche per poter comprendere effettivamente la metodologia utilizzata. Dopo di che, è invece fornita una panoramica delle strategie adottate, delle metodologie utilizzate e in caso se è posta attenzione all'interpretazione o alla differenziazione nelle strategie e metodologie nella composizione dei fondi ai sensi degli Art.8 e 9.

1.1 Metodologia di ricerca e facilità del reperimento delle informazioni utili

Per la ricerca delle informazioni si è proceduto inizialmente tramite il sito internet della società. Sono state lette sia le pagine del sito internet inerenti all'impegno sostenibile che mette in atto sia i relativi documenti allegati forniti che vengono considerati utili alle informazioni ricercate. Nel caso in cui i documenti non siano stati considerati esaustivi si è proceduto con una ricerca generica nel browser

Google per parole chiave²¹¹ in modo tale da verificare la presenza di altri documenti generali ma più specifici.

Di seguito sono riportati i risultati.

Amundi: questa società propone un sito molto chiaro e ben organizzato, consultando unicamente il sito è stato facile reperire le informazioni utili. Direttamente dalla lista dei fondi di investimento che Amundi gestisce è possibile selezionare quelli rientranti nell'Art.8 e nell'Art.9. In particolare, nel 2021, è stato pubblicato un documento che spiega come Amundi ha recepito il regolamento SFDR e i meccanismi utilizzati per la selezione dei titoli appartenenti ai fondi²¹². Tuttavia, non è chiaro dalla documentazione generica quali differenze siano applicate nella definizione di un fondo Art.8 rispetto all'Art.9.

Nordea: Dal sito, il percorso per ottenere le informazioni sulla politica adottata dalla società e del report annuale in tema di investimento responsabile è semplice e intuitivo. Anche in questo caso non vi è nella documentazione consigliata dalla società attraverso la pagina web sugli investimenti responsabili di Nordea alcuna distinzione nella metodologia per i fondi Art.8 e Art.9. Facendo una ricerca per parole chiave in Google è invece stato recuperato un documento pertinente alla distinzione di queste due tipologie di fondi²¹³. Infine, al contrario di Amundi che permette di filtrare i fondi direttamente nelle pagine web relativi alle quotazioni e performance, Nordea propone un documento in cui è possibile trovare la lista dei fondi rientranti nell'Art.8 e nell'Art.9²¹⁴.

Swedbank: Come per le altre due società sopra riportate, anche in questo caso si è riusciti ad individuare i documenti utili a comprendere in linea generale la politica utilizzata per l'implementazione dei fondi definiti sostenibili. Swedbank, non essendo esclusivamente una società di *Asset Management* ma una banca in primis propone un sito più difficile da comprendere e un percorso più tortuoso per ottenere le informazioni ricercate. Il documento generalmente più consultato ossia quello relativo alla politica adottata per gli investimenti responsabili risulta essere piuttosto sintetico rinviando continuamente ad altre sezioni del sito non specificate tramite un link che quindi richiedono una ricerca autonoma rallentando e ostacolando l'ottenimento delle informazioni, queste ultime risultano a mio avviso comunque piuttosto generiche. Per quanto riguarda

²¹¹ Le parole chiave possono essere “sustainable investment policy”, “responsible investment policy”, “sustainable methodology” o nomi delle singole strategie che potrebbero essere utilizzate o a seconda di altri dettagli ricercati. Il discorso è il medesimo per tutte le prossime volte che si farà riferimento ad una ricerca per parole chiave.

²¹² AMUNDI, Politica sugli investimenti sostenibili 2021, 2021

https://www.amundi.it/investitori_privati/ezjscore/call/ezjscamundibuzz::sfForwardFront::paramsList=service=ProxyGedApi&routeId= dl_2faa0a4c-2760-44bd-bf33-506a9362ee60_inline

²¹³ NORDEA, Caratteristiche ambientali e sociali, obiettivi di investimento sostenibile e metodologie applicate, Fondi Nordea 1, SICAV, 2021

²¹⁴ NORDEA, SFDR Classification, Nordea 1 SICAV, 2021,

https://www.nordea.it/documents/sfdr-classification/SFDR-C_N1_eng_INT.pdf/

invece la distinzione tra i fondi che rispettano i requisiti dell'Art.8 e quelli dell'Art.9 non è stato individuato alcun documento generale che riguardi la distinzione tra i due.

JP Morgan: Questa società è una delle maggiori società a livello globale nei servizi finanziari²¹⁵ e presenta un sito molto vasto in cui ricercare le informazioni inerenti alla finanza sostenibile. Tuttavia, si è riusciti, relativamente in modo facile, a trovare le informazioni volute. Nel documento generico sui fondi sostenibili viene data una panoramica chiara ma piuttosto generica delle strategie poste in atto e una descrizione di ogni *Asset class* in riferimento sia alle strategie sostenibili utilizzate che allo scopo di tali classi²¹⁶. A causa delle diverse metodologie utilizzate a seconda dei fondi le informazioni rimangono abbastanza generiche. Infine, è proposto dalla stessa società un documento in cui viene ribadito l'impegno di JP Morgan nell'adozione della finanza sostenibile e in cui vengono proposti diversi studi e ricerche fatti dalla stessa società riguardo vari aspetti della finanza sostenibile²¹⁷. Per la ricerca di informazioni più specifiche, per esempio la specificazione dei settori oggetto di esclusione tramite il negative screening o l'interpretazione e le differenze applicate tra fondi Art.8 e Art.9 si è ritenuto necessario una ricerca per parole chiave direttamente dal browser Google. In particolare, per quanto riguarda la distinzione tra i fondi rientranti nell'Art.8 e quelli rientranti nell'Art.9 JP Morgan pubblica un documento dal nome “*SFDR Articolo 8 & 9 informativa sul prodotto*” in cui attraverso uno schema a domande e risposte vengono fornite diverse informazioni sull'argomento²¹⁸.

Handelsbanken: HWAM (Handelsbanken Wealth & Asset Manager) si occupa principalmente di *umbrella investment* ossia un fondo comune di investimento strutturato in più sub-fondi in cui gli investitori possono investire e hanno la possibilità di spostare le proprie quote da un sub-fondo ad un altro con costi di transizione modesti. È un fondo a metà tra normale fondo comune di investimento e una gestione individuale²¹⁹. Le informazioni trovate con riferimento agli investimenti sostenibili sono state trovate all'interno del sito internet della stessa società in modo piuttosto facile. Il documento non risulta particolarmente dettagliato e non è presente una corrispondenza chiara tra ciò che viene proposto nel sito e ciò che viene invece riportato nel documento della policy adottata per gli investimenti sostenibili. Per esempio, mentre nella pagina web è presente un'immagine che riporta

²¹⁵ JP MORGAN, About us, <https://www.jpmorgan.com/IT/en/about-us>

²¹⁶ JP MORGAN, Sustainable investing, 2020, <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/regional/en/literature/brochure/esg-sustainable-Investing-ce-en.pdf>

²¹⁷ JP MORGAN, Building Stronger Portfolios, 2020, https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/global/en/institutional/communications/lux-communication/JPMAM_ESG_Integration_Brochure.pdf

²¹⁸ JP MORGAN, SFDR Articolo 8 & 9 informativa sul prodotto, 2021, https://privatebank.jpmorgan.com/content/dam/jpm-wm-aem/documents/emea-important-information/art-8---9-product-disclosure/SFDR%20Disclosure_MIL_M113_2021-03.pdf

²¹⁹ AEB, Umbrella Fund, Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa, https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=22896

l'utilizzo della strategia Best-in-class²²⁰, nel documento di policy²²¹ non è menzionata. Tramite una ricerca per parole chiave nel browser Google si è invece arrivati ad un altro documento, ossia la *“Politica per il coinvolgimento degli azionisti e gli investimenti responsabili presso Handelsbanken Fonder”*²²², che riporta in modo leggermente più dettagliato le informazioni relative alle strategie adottate per la selezione dei titoli per i fondi sostenibili. Tuttavia, l’informativa rimane molto generica e non sufficiente per poter giudicare la buona prassi della metodologia adottata dalla società. Non è inoltre dato sapere a livello generale, come è accaduto per altre società precedentemente analizzate, in cosa consista la distinzione tra i fondi dell’Art.8 e quelli dell’Art.9.

BlackRock: BlackRock è una delle maggiori realtà a livello mondiale nell’Asset Management, essendo questo anche il suo business principale il sito risulta essere molto intuitivo e di facile comprensione. Tuttavia, nella pagina relative all’ESG *integration* risulta esserci un solo documento riassuntivo dell’impegno di Blackrock nella finanza sostenibile. Procedendo con una ricerca tramite il browser Google di ulteriori informazioni più specifiche inerenti a tale tema si è trovato un documento riassuntivo del primo *“BlackRock ESG Integration Statement”*²²³.

Secondo un proprio parere personale BlackRock non propone un’informativa sufficientemente dettagliata a livello generale. Dal sito, tuttavia, si possono parzialmente comprendere le strategie adottate anche se queste non sono poi approfondite e spiegate nei documenti analizzati. Facendo una ricerca sull’interpretazione della differenza tra i fondi Art.8 e Art.9 si è analizzato, senza successo, il documento relativo alle FAQs della SFDR.²²⁴

Fidelity: Dal sito web di Fidelity, andando nella sezione dedicata agli investimenti sostenibili sono presenti tutti i documenti inerenti agli investimenti sostenibili. Il sito risulta veramente molto semplice e completo a livello di informazioni. In maniera facile e veloce si è riusciti a trovare tutte le informazioni qui riportate. In particolare, il documento *“Politica sugli investimenti climatici Fidelity”*²²⁵ propone una panoramica delle strategie adottate a seconda del tema principale di cui si occupano i fondi e fornisce anche informazioni sul calcolo effettuato per calcolare le emissioni prodotte dalla società per ogni euro investito da Fidelity. Infine, tale Asset Manager produce un documento in cui specifica le informazioni richieste dal Regolamento SFDR specificando le strategie

²²⁰ HANDELBANKEN, Sustainable Funds,

<https://wealthandasset.handelsbanken.co.uk/our-investment-solutions-asset/sustainable/>

²²¹ HANDELSBANKEN, The Handelsbanken Wealth & Asset Management Sustainable Investment Policy, 2021

<https://wealthandasset.handelsbanken.co.uk/media/meuf25ta/sustainable-investment-policy.pdf>

²²² HANDELSBANKEN, Policy for Shareholder Engagement and Responsible Investment, 2021,

<https://www.handelsbanken.com/tron/xgpu/info/contents/v1/document/72-109154>

²²³ BLACKROCK, BlackRock ESG Integration Statement, 2021,

<https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-esg-investment-statement-web.pdf>

²²⁴ BLACKROCK, SFDR – frequently asked questions, 2021,

<https://www.blackrock.com/lu/intermediaries/literature/brochure/sfdr-faq-en-emea-rc-brochure.pdf>

²²⁵ FIDELITY INTERNATIONAL, Politica sugli investimenti climatici Fidelity, 2021, https://www.fidelity-italia.it/static/italy/media/pdf/download-material/Fidelity_Climate_Change_Policy_2021.pdf

adottate per ogni classe di fondi sostenibili²²⁶. Tuttavia, non è stata specificata neanche in questo documento la differenza tra i fondi Art.8 e Art.9. Un'altra difficoltà riscontrata in Fidelity è stata l'impossibilità di filtrare rispetto alla sostenibilità i fondi direttamente dalla pagina delle quotazioni e delle performance.

Allianz GI: Partendo dal sito di Allianz Global Investors si è giunti alla pagina interessata in cui tutti gli aspetti ricercati sono stati ben identificati. Sul sito generale di Allianz non specifico alla società di Asset Management un altro documento più specifico della metodologia utilizzata e del modo in cui Allianz calcola il proprio ESG score è stato analizzato. Infine, si è proceduto con una ricerca nel browser per cercare informazioni più specifiche rispetto ai fondi relativi all'Art.8 e all'Art.9 ma senza alcun successo sull'interpretazione che la società ha dato ai due concetti a livello di diverse strategie utilizzate.

BNP Paribas: Direttamente dalla pagina home del sito di Paribas è stato possibile trovare il link per ottenere maggiori informazioni sull'adozione del Regolamento SFDR da parte della stessa società. Tale documento è completo di informazioni relative alla metodologia, alle strategie adottate e alla trasparenza in tal tema di BNP. Nel sito inoltre è possibile trovare riferimento ai criteri con cui un fondo viene identificato come Articolo 8 o 9.

Robeco: Robeco è una società che si occupa esclusivamente di Asset Management, il suo sito è abbastanza chiaro. I documenti sono chiari ma piuttosto sintetici e ripetitivi. Nonostante ciò, le varie strategie e le informazioni relative a metodologie o fattori specifici sono messe a disposizione dell'azienda presentando un grado di dettaglio nettamente più elevato. Nel documento preso maggiormente a riferimento è inoltre possibile comprendere come Robeco interpreti la definizione di Art.8 e Art.9 .

1.2 Informazioni generali sulla metodologia di selezione dei titoli appartenenti ai fondi sostenibili

In questa sezione vengono invece esposte sinteticamente le informazioni generali ottenute dalla ricerca sopra esposta riguardanti la metodologia di selezione e le strategie di investimento adottate per selezione i titoli appartenenti a tali fondi.

Amundi: La società si basa su dati forniti da 14 diversi data provider, di cui alcuni di quelli analizzati precedentemente in riferimento agli *ESG ratings*. Vi sono due strategie generiche distinte tra quella utilizzata per le società con strumenti quotati e quella per entità sovrane. Ci sono inoltre, delle strategie dedicate, studiate appositamente per esigenze specifiche o strumenti particolari. In generale

²²⁶ FIDELITY INTERNATIONAL, Regolamento SFDR, 2022, https://www.fidelity-italia.it/static/master/media/pdf/fund-updates/sfdr/SFDR_Disclosures_All-Funds_04012022.pdf

Amundi utilizza come strategia principale la *Best in Class*, valutando quindi la società in base alla media del proprio settore. Viene dato all'azienda un punteggio compreso tra A e G. Le pratiche G sono escluse dai prodotti finanziari gestiti attivamente. L'analisi di Amundi si basa su 37 criteri di cui 16 generici e comuni a tutte le aziende e gli altri 21 rappresentano criteri settoriali. Per ogni tipo di settore vi è una diversa ponderazione a seconda di quanti criteri (solitamente 4-5) vengono criteri ritenuti fondamentali. La società inoltre esclude società che non rispettano la politica ESG, le convenzioni e i parametri riconosciuti a livello internazionale e le normative nazionali. Vi è inoltre una politica di esclusione in base ai rischi di sostenibilità più significativi correlati ai rischi ambientali che comprendono sia quelli legati al clima che quelli relativi ai rischi ambientali, ai rischi sociali e agli eventi di governance (per esempio quelli relativi ad eventi passati legati alla corruzione). Infine, Amundi promuove un dialogo attivo con le società sulle tematiche relative al clima e alle disuguaglianze adottando diverse politiche di *engagement* che prevedono un dialogo sotto un duplice aspetto: da un lato l'impatto che potrebbero avere le tematiche sulla sostenibilità nell'attività d'impresa, dall'altro, l'impatto che potrebbe avere la società nelle tematiche sostenibili²²⁷.

Nordea: Le strategie principalmente adottate da questa società sono, oltre il *negative screening*, il *norm-based screening* e il *PAI-integration*: il primo consiste nella valutazione del rispetto o meno di norme o convenzioni internazionali come, per esempio, gli UNGC o i *principi dell'OECD per la Corporate Governance*, mentre il secondo consiste nell'analisi degli indicatori di impatti negativi relativamente ai fattori ESG che può avere la società (tali indicatori vengono definiti dallo stesso Regolamento 2019/2088 all'Art.4). Inoltre, viene adottata la strategia di *ESG integration* attraverso l'analisi di dati forniti da società terze e la loro elaborazione in *ESG score* calcolati direttamente da Nordea. Per poter essere compresi nei fondi definiti sostenibili occorre che le società rispettino certi requisiti di integrazione dei rischi legati alla sostenibilità. Infine, Nordea, spesso in collaborazione con altre società di Asset Management tramite iniziative quali SASB, *Climate Action 100+* o l'*Investor Alliance for Human Right*, propone degli investimenti tematici riguardanti macro temi quali per esempio il clima, i diritti umani, la buona governance²²⁸.

Per quanto riguarda la distinzione tra i fondi Art.8 e quelli Art.9, rispetto alle informazioni di carattere generale che sono state trovate, Nordea si limita ad affermare: “*Per quanto concerne l'articolo 9, oltre alle metodologie ambientali e sociali definite per l'articolo 8, NAM²²⁹ prende in considerazione altri quadri giuridici e normativi, nonché metodologie d'investimento proprietarie, per assicurare che l'obiettivo d'investimento sostenibile di ciascun fondo sia misurato e conseguito,*

²²⁷ AMUNDI, *Politica sugli investimenti responsabili 2021*, cit.

²²⁸ NORDEA, *Responsible Investment Policy*, 2021, https://www.nordea.lu/documents/esg--ri-policy/ESG-RI-PL_eng_INT.pdf/

²²⁹ Nordea Asset Management

e che gli investimenti non abbiano ricadute negative di rilievo.”(Nordea, Caratteristiche ambientali e sociali, obiettivi di investimento sostenibile e metodologie applicate, Fondi Nordea 1 ,2021). Da un’analisi personale di tale inciso se ne rinviene che la definizione appare piuttosto generica e vaga, segno che effettivamente vi sia una lacuna anche a livello normativo di una definizione chiara che comporti una distinzione netta tra i due fondi.

Swedbank: Questa società investe in sostenibilità attraverso tre metodi: l’inclusione, l’esclusione e l’*engagement*. L’inclusione prevede la selezione di titoli di società che rispettano requisiti di *Fair Business* ossia tematiche soprattutto sociali, *Clean business* che prevede l’efficienza delle operazioni attuate nella minimizzazione dell’impatto climatico e *Good business* che riguarda invece aspetti di governance e di implementazione di obiettivi e soluzioni green da parte della stessa azienda. Per fare ciò mette in pratica sistemi di analisi, investimenti tematici in base ai *mega-trends*²³⁰ presenti nel mercato, dialogo con le società e l’*ESG integration* attraverso *ESG score* (in particolare il MSCI ESG)²³¹. L’esclusione rispetto alle due società precedenti prevede lo screening negativo di più settori ritenuti da Swedenbank non in linea con il valore della sostenibilità in quanto, oltre alle armi, ai combustibili fossili e al tabacco, esclude anche settori che riguardano la pornografia, l’alcool, il gioco d’azzardo e la cannabis, inoltre, esclude tutti quei titoli non in linea con le normative e convenzioni vigenti applicando di fatto un *norm-based screening*²³². Infine, l’*ESG engagement* prevede una strategia di *active ownership* al fine di spingere tali società ad accrescere il loro impegno nei temi legati alla sostenibilità²³³.

JP Morgan: Le strategie di integrazione dei fattori ESG nei processi di selezione dei titoli considerano le informazioni materiali relative alla sostenibilità e vengono verificate tramite documentazione e monitoraggio continui da parte di un team specializzato. In particolare, le strategie utilizzate sono l’esclusione, l’*ESG integration*, la strategia *Best in Class*, gli investimenti tematici e quelli che hanno come obiettivo uno specifico impatto positivo ambientale. Inoltre, JP Morgan si impegna ogni anno a partecipare attivamente alle assemblee dei soci, e, attraverso la votazione, a portare avanti iniziative di interesse della clientela, tra cui il tema ESG²³⁴. JP Morgan adotta un

²³⁰ “I megatrend sono un insieme ben preciso di potenti forze di cambiamento sociale, demografico, ambientale e tecnologico che stanno trasformando il nostro mondo. Questi trend evolvono indipendentemente dal ciclo economico e, sebbene possano svilupparsi in diversi modi e con un ritmo diverso, ciascuno di essi ha la capacità di ridisegnare il panorama finanziario.” (Pictet, Cosa sono i Megatrend?), <https://www.am.pictet/it/blog/articoli/guida-alla-finanza/what-are-megatrends>

²³¹ SWEDBANK ROBUR, Swedbank Robur’s Inclusion Strategy,

<https://internetbank.swedbank.se/ConditionsEarchive/download?bankid=1111&id=WEBDOC-PRODE71506150>

²³² SWEDENBANK ROBUR, Swedbank Robur’s Exclusion Strategy,

<https://internetbank.swedbank.se/ConditionsEarchive/download?bankid=1111&id=WEBDOC-PRODE71506187>

²³³ SWEDENBANK ROBUR, Swedbank Robur’s Engagement Strategy,

<https://internetbank.swedbank.se/ConditionsEarchive/download?bankid=1111&id=WEBDOC-PRODE71506248>

²³⁴ JP MORGAN, Sustainable investing, 2020, <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/regions/en/literature/brochure/esg-sustainable-Investing-ce-en.pdf>

sistema per il quale vengono forniti dei punteggi da 1 a 5 ponderati su 10 criteri per ogni società relativi a tre macro ambiti (*Research & Investment Management, Documentation e Monitoring*). Si richiede almeno un punteggio totale di 30 punti e un punteggio minimo di 2 punti per categoria per poter essere considerati sostenibili. Tale metodo consente anche di monitorare i progressi fatti dalla società in base all'aumento di tale punteggio²³⁵. Con riguardo al Regolamento SFDR, JP Morgan propone due tipi di prodotti tipici dell'Art.8, ossia i cosiddetti SES (Sustainability Equity Strategy) e gli SFIS (Sustainability Fixed Income Strategy). Entrambi questi prodotti promuovono caratteristiche ambientali e vengono classificati come tali da JP Morgan attraverso un'integrazione delle considerazioni di classificazione di fornitori terzi integrate nella *due diligence* sulle fonti di informazioni. La *due diligence* su tali prodotti consiste nella valutazione di quattro pilastri: filosofia, persone, processo e prestazioni. La principale differenza che caratterizza questi due tipi di prodotti è il fatto che gli SFIS producono reddito fisso mentre i SES reddito variabile. Per quanto riguarda, invece l'Art.9 si fa riferimento alla categoria di prodotti SMA (Mirova Global Sustainable Equity). Questi prodotti contribuiscono positivamente ad almeno uno degli SDG delle Nazioni Unite.

JP Morgan ha attribuito alla società Mirova US LLC il compito di valutare ed identificare i titoli di fondi sostenibili tramite un *ESG score*. L'analisi che viene fatta riguarda l'intero ciclo di vita dallo sviluppo del prodotto, all'estrazione delle materie prime e all'uso e smaltimento da parte dei consumatori. Ogni investimento viene inoltre sottoposto ad un calcolo di un indicatore fisico per il carbonio e i rischi e le opportunità legati alla transizione energetica²³⁶.

Handelsbanken: Questa società si concentra maggiormente su tre principali strategie: l'esclusione, l'inclusione e l'*engagement*: la prima prevede l'esclusione sia di società che investono in alcune settori sia coloro che non rispettano norme e convenzioni legate alla sostenibilità, la società, tuttavia, permette alcune deroghe rispetto ai requisiti sopra elencati nel caso in cui l'azienda indagata si stia organizzando per una transizione sostenibile; la seconda fa riferimento alla selezione di società che o dirigono il proprio business in modo sostenibile oppure che producono prodotti o servizi ritenuti sostenibili e società che contribuiscono alla transizione ecologica. Il metodo utilizzato per la selezione di tali titoli cambia a seconda del fatto che il fondo sia *active equity* e *fixed income management* nel quale viene fatta un'analisi sui risultati sia finanziari che non finanziari, sui rischi, sulla struttura del capitale, sugli impatti sociali e ambientali e la corporate governance, oppure che sia *multi-manager* in cui si investe in fondi che si rifanno ad altri fondi o che sia *passive management* in cui ci si rifà ad un certo indice in cui l'analisi viene fatta sulla metodologia dell'indice utilizzato. Infine, la strategia

²³⁵ JP MORGAN, Building Stronger Portfolios, cit.

²³⁶ JP MORGAN, SFDR Articolo 8 & 9 informativa sul prodotto, cit.

di *engagement* consiste nell'adottare operazioni di *Active ownership* per condurre una società ad investire in sostenibilità.

BlackRock: La metodologia utilizzata da Blackrock si basa su tre passaggi, il primo è il recupero di informazioni materiali, in particolare, vengono raccolte le informazioni da 10 diverse terze parti, confrontate ed elaborate in base al settore di appartenenza. Dopo di che, tramite Aladdin, una piattaforma interna a BlackRock, vengono catturate le tendenze, eventuali valori anomali e i rischi e le opportunità derivanti dalle pratiche aziendali e la relazione che vi è con le performance della stessa società. Il secondo passaggio consiste nel processo di investimento che consiste nell'utilizzo delle informazioni per selezionare i titoli in base ai fattori ESG che caratterizzano una società. I parametri di selezione cambiano a seconda dell'*Asset class*, dallo stile di investimento, dalle diverse zone geografiche e dall'obiettivo dell'investimento. In particolare, vengono elaborati degli *ESG score* che si basano su i rischi fisici climatici, i rischi reputazionali o sulle politiche sul lavoro adottate dall'impresa. L'ultimo passaggio riguarda, invece, la trasparenza delle informazioni sui metodi e obiettivi della società nell'adozione della finanza sostenibile²³⁷. Informazioni più specifiche sono poi fornite in relazione a singoli fondi. Infine, nel documento relativo all'*Investment Stewardship*, si afferma l'impegno della società all'*Active ownership* per poter aiutare le società nella transizione e per dare loro un feedback del loro operato e della loro disclosure²³⁸.

Per quanto riguarda i fondi che sono classificati come Art.8 e Art.9 BlackRock non specifica nulla sulla differenza che intercorre tra i due in relazione alle metodologie utilizzate ma riporta alcune generiche informazioni sugli obiettivi che la società si è prefissata di raggiungere e alcuni dati riguardanti percentuali di fondi facenti parte di uno o dell'altro gruppo.

Fidelity: questa società mette in pratica un proprio metodo di valutazione delle società coinvolte nei fondi di investimento sostenibili attraverso l'analisi di informazioni tra cui il profilo di rischio, la volatilità, le performance e il posizionamento del fondo. Fidelity utilizza *ESG score* sia da società di rating esterne (MSCI) che formulati internamente (*FIL sustainability rating*) in base al settore di appartenenza e rivisti trimestralmente per poter giudicare la qualità dei dati forniti sui fattori ESG delle società. Per essere considerati sostenibili 'ESG MSCI deve avere uno *score* da AAA-BBB per i mercati sviluppati e da AAA-BB per i mercati emergenti, se l'indice non è disponibile questo deve essere compreso tra A-C dell'indice FIL²³⁹. In ogni caso almeno il 70% del fondo deve essere investito in emittenti con buone "caratteristiche sostenibili". Ancora, Fidelity adotta pratiche di *Asset*

²³⁷ BLACKROCK, Making Sustainability our standard, 2020,

<https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/esg-integration-approach.pdf>

²³⁸ BLACKROCK, BlackRock Investment Stewardship, 2022, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-engprinciples-global.pdf>

²³⁹ FIDELTY, il nostro impegno sostenibile, <https://www.fidelity-italia.it/investimento-sostenibile-in-fidelity/investimento-sostenibile-il-nostro-impegno>

ownership attraverso meccanismi di voto ed *engagement* in modo tale da intervenire nella governance delle imprese in cui investono ponendo delle scadenze e monitorando nuovi successi in ambito ESG. Come per molte altre società vengono messe in pratica strategie di *negative screening*²⁴⁰ ed infine vengono proposti delle strategie di *engagement* tematici su temi quali il finanziamento del cambiamento climatico, le proteine animali, la sostenibilità della catena di approvvigionamento, l'utilizzo dell'olio di palma e il report di sostenibilità²⁴¹.

Vi è, in particolare, una procedura focalizzata nella selezione di titoli relativi al cambiamento climatico: per queste società viene fornito un *rating* utile a classificare i titoli in cinque diverse categorie, alcune idonee ad essere integrate nei fondi a zero emissioni, altre idonee ad essere oggetto di *Active ownership* al fine di spingerle verso un'organizzazione a zero emissioni, e una non idonea ad essere considerata per la possibile transizione ecologica²⁴².

Allianz GI: questa società porta avanti due principali obiettivi relativi alla sostenibilità: il primo è quello di dirigere l'allocazione dei capitali e l'*engagement* aziendale per contribuire allo sviluppo sostenibile mentre il secondo consiste nel dare un contributo positivo alla comunità locale e alla società tramite la propria attività. Per raggiungere tali obiettivi Allianz attua soprattutto metodi quali l'integrazione dei fattori ESG, ossia l'impegno a condurre un'analisi dei fattori sostenibili, e l'*active ownership* per migliorare la gestione dei rischi ambientali da parte dell'azienda in modo tale da dare un doppio contributo, sia all'ambiente che alle performance aziendali. Inoltre, ricorre ad altre strategie di investimento sostenibile quali la strategia *Best in Class*, *Best effort* (la selezione delle società che si distinguono per merito nelle pratiche aziendali sostenibili) e lo screening negativo per alcuni settori. Per poter applicare tali strategie, Allianz analizza ed elabora soprattutto dati derivanti da provider esterni e detiene un sistema di rating interno rivolto alla valutazione di enti sovrani, società, governi, agenzie e organismi sovranazionali. L'analisi si concentra su tutti i fattori ESG ma anche nel comportamento aziendale nei confronti dei propri clienti e della comunità locale, il rispetto della società alle regole di mercato e alle pratiche commerciali eque. L'obiettivo di Allianz è quello di assicurare i propri investitori che gli investimenti sostenibili contribuiscono ad un impatto netto positivo nell'ambiente o ad almeno uno degli SDGs²⁴³. La società utilizza i dati provenienti da MSCI ESG Research e li elabora in un proprio *rating* che considera 37 aspetti differenti inerenti ai fattori

²⁴⁰ FIDELITY INTERNATIONAL, Politica di esclusione, 2022, https://www.fidelity-italia.it/static/italy/media/pdf/download-material/Politica_di_Esclusione.pdf

²⁴¹ FIDELITY INTERNATIONAL, Sustainable Investing Policy, 2021, https://www.fidelity-italia.it/static/master/media/pdf/esg/fidelity_sustainable_investing_policy.pdf

²⁴² FIDELITY INTERNATIONAL, Politica sugli investimenti climatici Fidelity, Cit.

²⁴³ ALLIANZ GLOBAL INVESTORS, Sustainability Report 2020, 2021, <https://www.allianzgi.com/-/media/allianzgi/shared/our-firm-redesign/esg/sustainability-report-2020/allianzgi-2020-sustainability-report-updated.pdf?rev=a4a0bc3d36e444bf9c2372eba64cdad8>

ESG. Viene poi elaborato uno score limite sotto il quale un titolo appartenente ad una certa società non potrà essere ricompreso in un fondo denominato sostenibile²⁴⁴.

BNP Paribas: BNP adotta un approccio sostenibile tramite diverse strategie: la prima è l'integrazione dei criteri ESG che viene applicata alla maggior parte dei fondi sostenibili che detiene BNP, vi è poi l'*Active Ownership* attraverso il voto, l'engagement e le politiche pubbliche, il negative screening e le politiche di condotta aziendale responsabile (RBC) e altre strategie più innovative e recentemente applicate da BNP per aumentare il proprio impegno in ambito sostenibile, ossia la prospettiva lungimirante chiamata "3E", le soluzioni "Sostenibili +" e il così detto "Walking the talk". Tentando di riassumere cosa prevedono queste ultime strategie è possibile affermare che la strategia delle 3E consiste nell'adottare un approccio tematico che porti dei risultati nel lungo termine in temi quali la transizione energetica (*Energy transition*), la sostenibilità ambientale (*Environmental sustainability*) e l'uguaglianza e la crescita inclusiva (*Equity & Inclusive growth*), le soluzioni "sostenibili +" invece prevedono l'allocazione di capitale in fondi tematici ma che prevedono un impatto positivo nell'ambiente e società mentre il "walking the talk" è una pratica di trasparenza aziendale che vuole garantire agli investitori l'impegno e l'allineamento tra ciò che la società dice di fare e ciò che fa tramite il report di sostenibilità.

A livello generale, la strategia principale è quella che BNP chiama la RBC che prevede una misurazione di uno *score* sostenibile che varia a seconda del settore e dell'area geografica, questi vengono calcolati in base ad una mappa di materialità che prevede 11 diversi criteri la cui ponderazione varia in base al settore di appartenenza. Infine, BNP attraverso Sustainalytics monitora e controlla che le varie società siano allineate con regolamenti e convenzioni applicando di fatto una strategia di *norm-based screening*²⁴⁵. A livello di distinzione dei fondi inclusi nell'Art.6, 8 e 9 BNP Paribas specifica che un fondo promuove caratteristiche ambientali o sociali se possiede degli indicatori chiave di performance ESG vincolanti a livello di portafoglio, o possiede esclusioni avanzate a livello di fondo, o ancora, possiede un'etichetta sostenibile o se possiede un tema chiaramente sostenibile. Sono invece inclusi nell'Art.9 quei fondi che integrano i rischi di sostenibilità e hanno un obiettivo ambientale o sociale mentre non è considerato né parte dell'Art.8 né dell'Art.9 quei fondi che integrano i criteri ESG ma non considerano criteri vincolanti²⁴⁶.

²⁴⁴ ALLIANZ, ESG Integration Framework, 2021,

https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/sustainability/documents/Allianz_ESG_Integration_Framework.pdf

²⁴⁵ BNP PARIBAS, Dichiarazione divulgazioni SFDR di BNP Paribas Asset Management, 2021,

<https://docfinder.bnpparibas-am.com/api/files/ADA138AE-D180-4905-9E27-F24F9491BDA6>

²⁴⁶ BNP PARIBAS, Regolamento sull'informativa sulla finanza sostenibile, Albero decisionale per la classificazione SFDR, bnpparibas-am.it, <https://www.bnpparibas-am.it/operatore-professionale/regolamento-sullinformativa-sulla-finanza-sostenibile/>

Robeco: La società propone ai propri clienti una vasta gamma di investimenti sostenibili selezionati attraverso una moltitudine di strategie che possono essere racchiuse in tre principali classi: la “*sustainability inside*”, la “*sustainability focus*” e l’*“impact investing”*. Il primo comprende le strategie più generiche quali l’integrazione ESG, lo sviluppo di assetti di ricerca proprietari dei dati, lo screening negativo, la votazione e l’*engagement*. La seconda classe di strategie comprende targets più specifici come l’emissione di carbonio, l’acqua o la gestione dei rifiuti, in questi tipi di strategie i titoli selezionati devono avere un’impronta di tali targets al di sotto di un certo livello. Infine, l’*impact investing* comprende gli investimenti tematici e quelli riguardanti gli SDG.

Per quanto riguarda gli investimenti che riguardano gli SDG *scores* questi vengono selezionati attraverso un processo a tre step: il primo è l’analisi di cosa l’impresa fa per determinare se il proprio prodotto ha un impatto positivo o negativo negli SDG, il secondo è analizzare come l’impresa produce i propri beni e servizi e l’attenzione che pone negli SDG in tutte le varie attività aziendali, e l’ultimo porta Robeco a condurre una ricerca per trovare possibili cattive condotte dell’azienda negli anni quali danni ambientali, incidenti o vendite errate di servizi. Per analizzare le varie società Robeco si affida a risorse esterne fornite da Sustainalytics e S&P Global CSA e MSCI per l’analisi dei rischi oppure da sistemi sviluppati internamente. Inoltre, per poter essere definito un fondo rientrante nell’Art.8 o Art.9 una società deve rispettare delle determinate pratiche di buona governance, tra cui la sua posizione fiscale, la presenza di almeno un amministratore indipendente o non essere indagato per corruzione e avere una certa etica aziendale. La società sviluppa diversi tipi di *rating* con diverse scale di valori a seconda del fattore considerato (analisi per SDG, analisi dei rischi, analisi dell’impronta di carbonio)²⁴⁷. Per quanto riguarda la distinzione tra la categoria di fondi Art.8 e art.9 Robeco afferma che rientrano nella categoria dell’Art.9 tutti quei fondi a cui viene applicata una strategia di *impact investing*, per tutti gli altri ai quali vengono applicate le strategie sopra elencate sono considerati facenti parte dell’Art.8²⁴⁸.

²⁴⁷ ROBECO, Sustainability Risk Integration & organizational impact, 2021, <https://www.robeco.com/docm/docu-robeco-sustainability-risk-policy.pdf>

²⁴⁸ ROBECO, Article 6,8 and 9 funds, robeco.com, <https://www.robeco.com/it/punti-di-forza/investimenti-sostenibili/glossario/article-6-8-and-9-funds.html>

Viene proposta una sintesi di quanto esposto nella tabella sottostante:

	Negative screening	Nr. Fattori esclusi ²⁴⁹	Best in class	Norm-based screening	ESG integration	Impact investing	Active ownership	Temi sostenibili	Nr. Fondi sostenibili ²⁵⁰
Amundi ²⁵¹	x	3	x	x	-	-	x	x	671
Nordea ²⁵²	x	5	-	x	x	-	x	x	58
Swedbank ²⁵³	x	8	-	x	x	-	x	x	22
JPMorgan ²⁵⁴	x	10	x	-	x	x	x	x	953
Handelsbanken ²⁵⁵	x	7	-	x	x	-	x	-	376
BlackRock ²⁵⁶	-	-	-	-	x	x		x	463
Fidelity ²⁵⁷	x	3	-	-	x	-	x	x	87
Allianz GI ²⁵⁸	x	2	x	-	x	x	x	x	61
BNP Paribas ²⁵⁹	x	9	-	x	x	x	x	x	178
Robeco ²⁶⁰	x	12	-	x	x	x	x	x	142

Tabella 3: Strategie sostenibili poste in atto dai dieci Asset Manager con quota di mercato maggiore in Europa. Fonte: Elaborazione personale

2. STUDIO EMPIRICO

Al fine di completare tale argomento e dare una rilevanza scientifica di quanto detto finora, soprattutto riguardo alcune tematiche, vengono condotti in questa tesi due tipi di studio empirico.

Il primo, tramite la Gioia Methodology, propone una ricerca qualitativa che vuole andare ad analizzare quali sono i motivi che spingono le società di Asset Management nell'adozione di politiche sostenibili applicate ai propri fondi d'investimento.

Il secondo, invece, consiste in un Topic Model applicato ad un campione di KIID (Key Investor Information Document), il documento principale tramite il quale vengono fornite le informazioni sui fondi agli investitori interessati. Questo modello servirà a comprendere come e in che misura queste

²⁴⁹ Vengono compresi sia i settori che vengono esclusi totalmente che quelli che vengono esclusi in base alla percentuale nella remunerazione totale che alcune attività producono anche in base alla società analizzata.

²⁵⁰ Il numero dei fondi sostenibili qui riportati sono riferiti a quelli disponibili tramite le piattaforme delle varie società in lingua italiana.

²⁵¹ AMUNDI, Politica sugli investimenti responsabili 2021, cit.

AMUNDI, amundi.com

²⁵² NORDEA, Responsible Investment Policy, cit.

²⁵³ SWEDBAK, www.swedbank.com

²⁵⁴ JP MORGAN, www.jpmorgan.com

²⁵⁵ HANDELBANKEN, www.handelsbanken.com

²⁵⁶ BLACKROCK, www.blackrock.com

²⁵⁷ FIDELITY, www.fidelity-italia.it

²⁵⁸ ALLIANZ GI, www.allianzgi.com

²⁵⁹ BNP PARIBAS, www.bnpparibas-am.it

²⁶⁰ ROBECO, www.robeco.com

società forniscano le informazioni utili ai propri investitori con riferimento al tema della sostenibilità di cui tali fondi si fanno promotori.

2.1 Analisi qualitativa dei documenti di policy

Il primo tipo di analisi proposta è un'analisi qualitativa dei dati, infatti, focalizzandosi sui documenti pubblicati dallo stesso campione di società riguardo la politica e la strategia adottate per l'inclusione dei fattori ESG nel proprio operato si andrà alla ricerca di quali siano i motivi alla base di tale approccio. In particolare, tale analisi qualitativa avverrà tramite la Gioia Methodology, un processo nuovo e innovativo per condurre tali tipi di ricerca.

2.1.1 Gioia Methodology

Questa metodologia che deve il nome al suo maggior esponente, Danny Gioia, prevede un'analisi qualitativa di una serie di documenti al fine di raggiungere uno schema a scatole e frecce che rappresenta l'elaborazione della struttura dei dati in cui vengono presentati i termini principali presenti nei documenti suddivisi per categoria (categoria di primo ordine) e le varie tematiche generali che racchiudono più temi di primo ordine (categorie di secondo ordine).

Tale metodologia, infatti, si compone principalmente di tre passaggi: il primo consiste nell'analisi dei dati, vengono infatti letti i documenti e identificati i termini presenti nel testo che caratterizzano il contenuto e che rispondono alla domanda iniziale di ricerca. Ovviamente, più la domanda è precisa e circoscritta più sarà facile identificare i termini funzionali all'analisi. Dopo averli identificati si procederà con la suddivisione di tali termini in categorie più ampie alle quali sarà data un'etichetta identificativa. Questo primo passaggio è chiamato analisi di primo ordine.

Il secondo passaggio, ossia l'analisi di secondo ordine, consiste nell'indagare il tema in modo più ampio ossia andare alla ricerca di temi che emergono da tali documenti in grado di dare delle informazioni aggiuntive per rispondere alla domanda di cui si sta cercando di rispondere tramite tale analisi qualitativa. Una volta identificati tali nuovi temi che contestualizzano i primi possiamo andare a ricavare le "dimensioni aggregate" del secondo ordine che conducono ad un terzo livello di specificazione. L'analisi di primo e secondo ordine è finalizzata alla costruzione della struttura dei dati.

Infine, l'ultimo passaggio per condurre tale metodologia è quello di applicare la cosiddetta Grounded Theory che consiste nel ricercare le relazioni dinamiche presenti tra i diversi temi emersi in grado di descrivere e spiegare il fenomeno di interesse e rendere chiaro le connessioni presenti tra i dati e la teoria applicata. Il risultato di questo terzo passaggio è uno schema a scatola e frecce.

Tale metodologia in quanto non basata su un metodo quantitativo o che può essere tradotta in operazioni facilmente riproducibile e quantificabile è spesso criticato. Tuttavia, se fatto con un certo

“rigore qualitativo” è in grado di dare delle informazioni attendibili ma che mantengono delle caratteristiche creative e in grado di svilupparsi e innovarsi nel tempo²⁶¹.

2.1.2 Data

Come detto in precedenza i dati di questo studio sono rappresentati dai vari documenti di policy in cui vengono espone le metodologie e strategie adottate dalle stesse società di Asset Management prima analizzate. I documenti sono stati cercati e trovati nelle sezioni del sito riguardati o la sostenibilità oppure tramite una ricerca direttamente dalla pagina di archivio della società in cui è possibile trovare tutte le varie pubblicazioni. È stato scelto il documento di policy in quanto presente per tutte le società analizzate e contenente i dati di interesse a tale studio. La domanda a cui si è cercato di dar risposta attraverso questa metodologia è la seguente: “Cosa spinge le società di Asset Management ad adottare politiche sostenibili?”. Viene di seguito esposto il procedimento e i risultati trovati.

2.1.3 Analisi e risultati

Per quest’analisi si è cominciato con la lettura dei vari documenti di policy selezionando all’interno del documento tutte quelle espressioni in grado di rispondere alla domanda relativa ai motivi per cui queste società si impegnano nella sostenibilità. Dopo di che si è proceduto all’individuazione dei temi di primo ordine ossia all’elaborazione di ciò che è stato trovato nei documenti di policy in modo tale da classificare tutte le frasi sottolineate nei diversi concetti emersi. In seguito, sono stati raggruppati i concetti di primo ordine in temi di secondo ordine in grado di riassumere in macro-categorie i temi emersi ed infine raggruppati anche questi ultimi in “dimensioni aggregate” in grado di specificare l’ambito e il contesto generale su cui questi motivi agiscono.

²⁶¹ GIOIA D.A., CORLEY K.G., HAMILTON, Seeking Qualitative Rigor in Inductive Research: Notes on the Gioia Methodology, Organizational research methods, 2013

Tabella 4: Struttura dei dati. Fonte: elaborazione personale

I LIVELLO	II LIVELLO	AGGREGATE DIMENSION	
Venire incontro ai bisogni e alle volontà della clientela	Interesse per la clientela	INTERESSE ECONOMICO DELL'ASSET MANAGER	
Indirizzare le preferenze della clientela verso gli investimenti sostenibili			
Dare la possibilità alla clientela di scegliere secondo i propri valori			
Per rendere i clienti i future-makers del domani			
Maggior vantaggio competitivo	Migliorare l'offerta dell'Asset Manager		
Essere una realtà credibile ed eticamente responsabile verso la società			
Fornire soluzioni di investimento innovative			
Controllare i rischi per una maggiore performance	Contabilizzare e prevenire i rischi		MAGGIORI PERFORMANCE
Per meglio prevedere il rendimento del lungo termine aggiustando e contabilizzando i rischi			
La sostenibilità come un'opportunità nel lungo termine	Maggiori ritorni economici		
Considerare gli ESG ha un impatto positivo sulle performance			
Le opportunità legate alla transizione climatica possono incrementare il valore degli assets, migliorare la posizione di mercato dei propri prodotti e ottimizzare l'attività aziendale			
Se non si agisce subito non si riuscirà a mantenere questi livelli di crescita e prosperità nel lungo termine	Urgenza nell'intervenire		
I rischi legati al clima diventeranno più significativi nei prossimi anni			
Influenzare positivamente il pianeta in cui viviamo	Influenzare positivamente	VALORI ED ETICA AZIENDALE	
Avere un impatto positivo nella transizione ecologica			
Comportare un cambiamento nell'ambiente, società e governance	Portare un cambiamento		
Portare un cambiamento nei mercati, negli stati e nelle società			
L'economia attuale, il sistema sociale e ambientale stanno fallendo e devono essere trasformati nell'interesse del sistema finanziario per garantire ritorni sostenibili			
Investire pensando alle generazioni future	Visione sul futuro		
Per assicurare un economia sostenibile e prospera per il futuro			
Costruire un sistema economico, ambientale e sociale sostenibile nel lungo termine			
Credere in valori quali la buona governance, la trasparenza e l'ampia rendicontazione sia per sé che per le società su cui si investe	Per valori di governance		
Aumentare la disclosure e la consapevolezza pubblica delle caratteristiche legate alle sostenibilità			
E' dovere del sistema finanziario e degli investitori aiutare a dare nuova forma al futuro e minimizzare i rischi nel lungo termine	Senso di dovere		
Investitori istituzionali, sia asset manager che asset owner hanno l'opportunità se non l'obbligo di aiutare al raggiungimento degli SDG e degli accordi di Parigi			
Responsabilità delle aziende e degli investitori nel costruire una società sostenibile			
Per non creare danni all'ambiente e alla società	Non aggravare la situazione attuale		
Per influenzare gli altri a fare lo stesso	Per dare il buon esempio		MOTIVI DI CONTESTO
Macro-trends	Conseguenze a spinte esterne		
Continuo sviluppo normativo			
Come impegno a seguito dell'adesione a iniziative sovranazionali (UNGC, Net Zero Alliance, ..)			

Sono emerse in totale 33 motivazioni che spingono queste società ad investire nel sostenibile, queste sono state poi aggregate in quattro macro-temi, tra cui i primi due che approfondiscono motivazioni inerenti a fattori economici-aziendali mentre i secondi si rifanno ai valori e al contesto in cui operano tali società.

Per quanto riguarda i temi economici, queste aziende ampliano la loro offerta tramite l'implementazione di fondi sostenibili da un lato per venire incontro alle preferenze della propria clientela, in questo caso degli investitori, e dall'altro per attirare nuovi investitori proponendo un'offerta più vasta e in linea con le tendenze verso uno sviluppo sostenibile.

Una delle motivazioni più frequenti ed evidenziata più volte è quella relativa ai rischi e di come gli investimenti sostenibili implicino la selezione di titoli che nel lungo termine siano in grado di dare risultati migliori con una previsione delle performance future più attendibile. Interessante è notare che emerge da tali documenti la convinzione o almeno l'esplicitazione da parte delle società di Asset Management di una correlazione positiva tra rendimenti economici e sostenibilità nel lungo termine piuttosto che di un trade-off tra i due. Nel primo capitolo, dall'analisi della letteratura era emerso, seppur con una maggioranza per la correlazione piuttosto che per un trade-off tra rendimenti e sostenibilità, una sostanziale incertezza relativa a questo tema che sembrano invece non avere le società di Asset Management.

Tra le motivazioni non prettamente economiche ma che riguardano principalmente i valori, l'etica e il contesto in cui operano tali società si nota una maggioranza di motivi rientranti soprattutto nei primi due fattori appena citati, i valori e l'etica, dal quale emerge una forte sensibilità da parte degli Asset Manager per i temi ambientali, sociali e di governance. Va ricordato a tal proposito, che i documenti di policy sono documenti pubblici e commerciali ed è interesse della società dare al lettore la miglior immagine di sé che non si costruisce soltanto con la garanzia di buoni rendimenti economici ma anche con l'esplicitazione di valori in linea con le aspettative e l'etica del cliente che, come abbiamo potuto vedere nel primo capitolo, si ritiene sempre più attento a temi inerenti alla sostenibilità anche a scapito di un buon rendimento. Si nota tuttavia, un certo senso di responsabilità e di dovere di tali società nel contribuire al cambiamento verso una direzione più sostenibile.

Infine, con riferimento al contesto molti documenti riportano le varie iniziative a cui le società hanno aderito, e proprio per questo sono tenute a rispettare delle regole e degli standard inerenti a tematiche ambientali, sociali e di governance che le spinge ad adottare meccanismi e criteri di selezione più rigidi. Come abbiamo visto precedentemente, raramente nei documenti generici pubblicati si fa riferimento al Regolamento SFDR o in generale a Regolamenti e Direttive europee in vigore sulla finanza sostenibile. Nei documenti di policy, infatti, è emerso lo sviluppo normativo, come spinta all'implementazione della finanza sostenibile, in un solo documento di policy tra i dieci analizzati.

Questo dato può essere interessante se si pensa che dall'entrata in vigore del Regolamento SFDR si è assistito ad una crescita dei fondi di investimento sostenibili del 40%²⁶² in più rispetto al 2020. Da parte delle società, tuttavia, non sembra o non è dato sapere se si tratti di una coincidenza o una volontà stessa delle società di non farne menzione. Morningstar, in un proprio articolo afferma che questa grande affluenza di investimenti sostenibili è da ricondursi ad una revisione delle strategie che sono state riclassificate o rinominate come sostenibili ai sensi degli Art.8 e 9 portando confusione e aumentandone fortemente il rischio di *greenwashing*. Lo stesso articolo afferma che tanti dei fondi classificati sotto l'Art.8 non rientrerebbero nella definizione di sostenibilità coerente con la visione di Morningstar²⁶³.

Come prevede la Gioia Methodology si è proceduto successivamente con un'elaborazione dello schema a scatole e frecce riguardanti questi documenti. In particolare, lo schema sotto riportato è il risultato di uno studio rigoroso dei documenti e in seguito di un'ipotesi di quali siano i ragionamenti più frequenti e le motivazioni più forti che le società di Asset Management tendono a far emergere nei loro documenti. Tale schema come è già stato detto nella parte generale relativa alla Gioia Methodology vuole dare un'idea al lettore di quale sia la struttura più frequente di questi documenti relativi al tema di interesse.

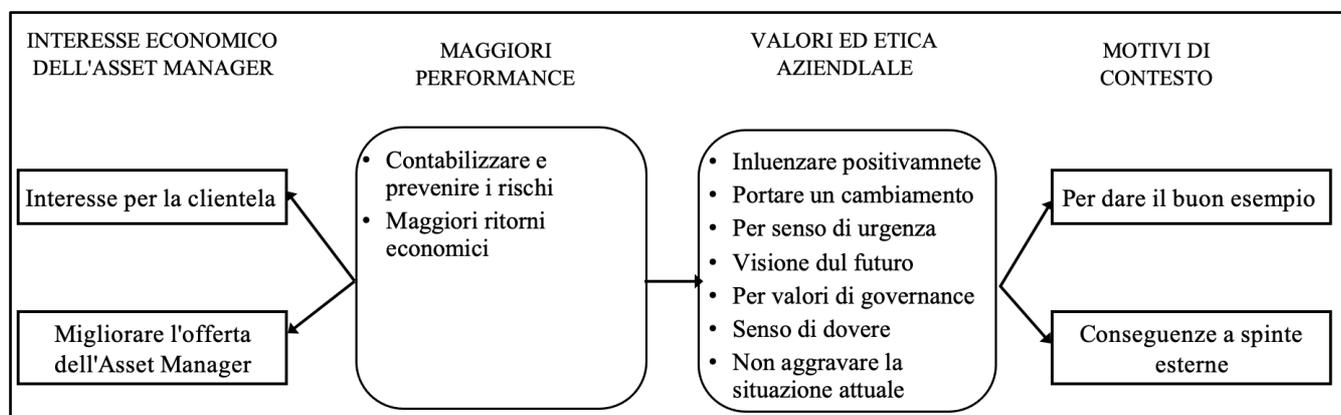


Figura 6: Schema a scatole e frecce. Fonte: elaborazione personale

Come si può vedere dallo schema, la focalizzazione maggiore è riservata alle maggiori performance, tema di maggior interesse degli investitori il cui obiettivo è teoricamente quello di massimizzare il ritorno economico e il rendimento dei propri investimenti. A tal proposito le società di Asset Management non peccano di approfondire e di spiegare nel dettaglio quali sono i rischi associati alla sostenibilità, come vengono contabilizzati nei fondi d'investimento sostenibili e dei benefici economici che ciò provoca. Per alcune società, infatti, si nota come l'intero documento di policy è

²⁶² SILANO S., SFDR.. e il fondo si vesti di sostenibilità, Mornigstar.it, 2022, <https://www.morningstar.it/it/news/218754/sfdr-e-il-fondo-si-vesti-di-sostenibilita.aspx>

²⁶³ SILANO S., SFDR... e il fondo si vesti di sostenibilità, cit.

dedicato proprio a tale tema. La seconda dimensione aggregata che emerge più frequentemente nell'analisi del documento è quella relativa ai valori e all'etica della società che dopo aver dato una panoramica della situazione attuale, aver spiegato il ruolo degli Asset Manager nella lotta alle disuguaglianze e al cambiamento climatico comunica i propri obiettivi futuri di adottare criteri di sostenibilità per la totalità dei propri portafogli titoli per poter effettivamente dare un contributo materiale e un impatto concreto al pianeta. Infine, i due temi che emergono in maniera più marginale e vengono generalmente solo citati nei documenti di policy sono quelli inerenti all'interesse economico dell'Asset Manager, probabilmente perché le motivazioni lì citate sono ritenute più scontate e di minor interesse per gli investitori e quelle relative ai motivi di contesto.

Da questo studio è emerso, a conferma di quanto era già stato detto studiando la letteratura nella seconda sezione di questa tesi, che le società di Asset Management tendono a proporre soluzioni sostenibili per la propria clientela sottolineando in primis come questa scelta non leda le performance economica e anzi ne rappresenti talvolta un'opportunità. L'effettivo interesse legato alla sostenibilità sembra avere un ruolo rilevante ma di secondo piano. Va comunque sottolineato l'obiettivo commerciale di tale documentazione nel presentare alla clientela questa nuova categoria di investimenti.

2.2 Topic Model

Dopo essersi focalizzati fino ad ora sui documenti generici delle società il secondo studio si concentra sui singoli fondi di investimento andando ad analizzare i relativi KIID (Key Investor Information Document) di alcuni fondi delle società prima indagate attraverso un Topic Model. Tramite R, infatti, si è riusciti ad estrarre diverse informazioni e fare un confronto tra i diversi KIID appartenenti a fondi classificati sotto l'Art.8 e all'Art.9 delle società sopra descritte.

2.2.1 Il Topic Model

Il Topic Modelling è una tecnica diffusa che consiste nell'estrazione di dati e informazioni da una serie di documenti con lo scopo di analizzare ed elaborarne il linguaggio, estrarre dati latenti o comprendere la semantica di tali scritti²⁶⁴.

In particolare, l'idea del Topic Modelling è quella per cui in ogni documento siano presenti dei *topics* ossia liste di parole che si verificano statisticamente con modelli significativi. Il programma, in questo caso R, non riesce a comprendere i concetti e le parole all'interno del documento ma ipotizza che tale documento sia composto da termini che appartengono a diversi *topics*. Tramite quindi un processo di

²⁶⁴ JELODAR H., WANG Y., YUAN c., FENG X., JIANG X., LI Y., ZHAO L., Latent Dirichlet allocation (LDA) and topic modeling: models, applications, a survey. Multimedia Tools and Applications, 2019

analisi dei termini nel testo, si ricava un'utile panoramica di quelle che sono le parole più utilizzate all'interno di uno stesso documento, o di un insieme di documenti e la relazione che vi è fra essi. Uno dei metodi più comuni di Topic Model è il così detto *Latent Dirichlet Allocation* (LDA) ossia un modello probabilistico che ipotizza che i documenti siano prodotti attraverso parole, appartenenti ad alcuni *topics*, casualmente disposte nel testo. Tramite questo modello, dunque, i *topics* vengono definiti a seconda della distribuzione dei termini nel testo²⁶⁵. LDA è un metodo utile anche per poter svolgere semplici funzioni quali la classificazione, la rilevazione di novità, riassumere una serie di documenti o poter dare giudizi di somiglianza o pertinenza tra documenti²⁶⁶. Il metodo LDA presenta però due limiti: in primo luogo non è detto che i termini contenuti nei vari *topics* siano tutti coerenti tra loro, potrebbero infatti esserci dei termini che appartengono a tematiche diverse, in secondo luogo, alcuni *topics* di interesse potrebbero non essere rilevati. Per risolvere queste limitazioni è possibile adottare un sistema *LDA seeded*. Questo metodo permette di individuare a priori i *topics* di interesse e creare dei Topic Model che gravitano attorno a tali temi. In particolare, viene dato al modello oltre che il termine vettore della categoria anche tutta una serie di parole chiave su cui il modello si concentra con un'attenzione pari ad il peso che si decide di dare a tali parole. Più precisamente, mentre nel primo modello LDA classico si utilizzava un β simmetrico per la distribuzione delle parole per ciascun argomento, senza alcun condizionamento sulla generazione di parole, nel *seeded LDA* questo β è asimmetrico vale a dire che le parole chiave hanno maggiori probabilità di essere generate rispetto alle altre²⁶⁷. Nel modello proposto il peso che viene dato è pari a 0,002 e un livello di interazione tra le parole di 1500 (il modello base prevede un'interazione di 2000 e un peso di 0,01). Esiste un trade-off tra il peso delle parole e l'interazione che c'è tra di esse risulta essere un *trade-off*, infatti, maggiore sarà il peso più i *topics* che ne risulteranno saranno concentrati intorno alle parole vettore così come maggiori saranno le interazioni tra le parole più "smussato" e ampio saranno i *topics*. Il modello utilizzato per questo studio genera inoltre una categoria residuale non agganciata ad alcun tema in particolare.

Dopo aver stimato i Topic Model, un'altra elaborazione utile del modello è la produzione di una LDA2Net. La LDA2Net converte uno o più *topics* in uno schema a rete dove ogni nodo corrisponde ad una parola mentre gli archi (o frecce) rappresentano le relazioni che intercorrono tra loro. Nella predisposizione del modello occorre definire un peso degli archi e dei nodi in modo tale da definire la direzione e la forza della disposizione nello spazio e l'ampiezza della rete. Il peso dei nodi individua il numero di parole da tenere in base alla loro probabilità e frequenza. Maggiore sarà il peso più il

²⁶⁵ JELODAR H., WANG Y., YUAN c., FENG X., JIANG X., LI Y., ZHAO L., cit.

²⁶⁶ BLEI D.M., NG A.Y., JORDAN M.I., *Latent Dirichlet Allocation*, 2003

²⁶⁷ HUANG H., HARZALLAH M., GUILLET F., XU Z., *Core-Concept Seeded LDA for Ontology Learning*, *Procedia Computer Science*, 2021

modello sarà povero di nodi e quindi inferiore sarà l'ampiezza della rete. Il peso attribuito agli archi riguarda invece la probabilità con cui due parole si relazionano nel testo. Maggiore sarà il peso degli archi e minori saranno le relazioni risultanti tra le parole. Ancora, nello schema a rete è possibile comprendere la frequenza con cui compaiono le parole dalla dimensione del nodo, e la forza e frequenza delle relazioni tra esse dallo spessore degli archi. Ancora, LDA2Net è possibile effettuarla non solo su un intero *topic* ma anche limitatamente ad alcune parole presenti nel *topic* che altrimenti emergerebbero solo con pesi molto limitati dei nodi e degli archi. In sintesi, la LDA2Net non è altro che un modo per rendere la lettura di un Topic Model più chiara grazie alla comprensione delle relazioni che intercorrono tra i termini e ordinando i termini per facilitarne l'esplorazione, l'analisi, l'interpretazione di un solo tema o la comparazione tra più *topics*²⁶⁸.

2.2.2 Dati

I dati utilizzati per il Topic Model sono i vari KIID delle aziende sopra elencate.

Un KIID (Key Investor Information Document) è un documento obbligatorio²⁶⁹ che deve essere fornito all'investitore prima della sottoscrizione di un fondo di investimento. Il KIID, come suggerisce anche il nome, è il documento chiave per comprendere le caratteristiche e il funzionamento di un fondo. Vi sono infatti contenute tutte le informazioni ritenute più importanti sintetizzate in due pagine di documento. Il KIID è uno strumento standardizzato che si compone di 5 diverse sezioni: "Obiettivi e Politica dell'Investimento", "Profilo di rischio e di rendimento", "Spese", "Risultati ottenuti nel passato", e "Informazioni pratiche"²⁷⁰. I KIID hanno lo scopo di supportare i potenziali investitori a comparare e scegliere i fondi, per questo motivo le società di Asset Management spesso riportano volontariamente anche informazioni addizionali sui fattori ESG nei loro report finanziari per rispondere alla crescente necessità degli investitori di avere informazioni riguardanti le esternalità sociali e ambientali che scaturiscono dai loro investimenti e di avere una comunicazione non finanziaria più chiara e trasparente²⁷¹.

I diversi KIID sono stati scelti con un doppio criterio:

²⁶⁸ MINELLO G., SANTAGIUSTINA C.R.M.A, WARGLIEN M., LDA2Net: Digging under the surface of Covid-19 topics in scientific literature, Research Gate, 2021

²⁶⁹ Ai sensi della Direttiva Europea UCITS IV "concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)", 2009

²⁷⁰ MEDIOLANUM, Il KIID (Key Investor Information Document),

https://www.mediolanuminternationalfunds.it/static-assets/pdf_if/Key-Investor-Information-Document.pdf

²⁷¹ SCIARELLI M., COSIMATO S., LANDI G., IANDOLO F., Socially responsible investment strategies for the transition towards sustainable development: the importance of integrating and communicating ESG. The TQM Journal, 2021.

1. Proporzionalità: sono stati inizialmente individuati i fondi rientranti nell'Art.8 e nell'Art.9 di ciascuna società precedentemente analizzata, in base al numero di fondi dell'uno e dell'altro articolo sono stati presi proporzionalmente un numero di KIID il più possibile vicino a dieci.
2. Popolarità: Un fondo di investimento possiede un Asset Under Management (AUM) maggiore a seconda di quanti investitori vi partecipano e di quanto denaro investono, sono stati dunque riordinati i vari fondi a seconda del loro AUM e quindi scaricati i diversi KIID.

Tutti i KIID utilizzati sono stati trovati all'interno del sito ufficiale dell'Asset Manager. Tuttavia, a causa del fatto che non tutti siti di tali società permettono da un lato di filtrare i fondi per classificazione SFDR, e dall'altro di avere come sistema di ordinazione dei fondi il loro Assets Under Management si è dovuto usufruire di Morningstar come supporto per il riordino dei fondi in base all'AUM. Ciò ha comportato un ulteriore limite ai fondi selezionati in quanto tale sito non è completo di tutti i fondi in commercio nel mercato finanziario.

Infine, dopo aver scaricato tali KIID si è deciso di mantenere quelli in lingua italiana in quanto, essendo stati selezionati da due siti (quello della società, dove possibile, e quello di Morningstar) in versione Italia, i KIID in tale lingua risultano essere la grande maggioranza (89) mentre quelli in lingua inglese, ossia quelli di Swedbank e di Handelsbanken, sono stati esclusi dal campionamento da tale studio.

Tale Topic Model risulta quindi essere stato effettuato sui testi di 89 KIIDs, di cui l'88% riguardo fondi appartenenti all'Art.8 e 12% di fondi classificati Art.9, con il maggior AUM (disponibili per il mercato italiano), appartenenti alle 8 società con la maggior quota di mercato in Europa nei fondi sostenibili ai sensi dell'Art.8 e Art.9 e che mettono a disposizione della clientela i KIIDs in lingua italiana.

2.2.3 Analisi preliminare dei dati verso il Topic Model

L'analisi è stata fatta tramite il software R. Sono stati dapprima importati i vari KIID distinti sia per la società che per l'Articolo, 8 e 9, in base al Regolamento SFDR. Prima di arrivare al Topic Model sono stati analizzati i documenti ed elaborati i dati in modo tale da ottenere alla fine uno schema a rete, il più chiaro possibile e inerente alla sostenibilità attraverso la funzione LDA2Net. La prima analisi condotta riguarda l'occorrenza delle diverse parole nel corpus formato dai diversi KIID. Da questa analisi è emerso che delle cento parole più utilizzate, escludendo le parole che non hanno un significato finanziario, rientra nell'ambito della finanza sostenibile solo la parola ESG. Questa compare in tutto 253 volte e si posiziona al trentaquattresimo posto nella classifica delle parole più

frequenti, in media presente 2,8 volte per documento²⁷² e ha una frequenza relativa pari a 0,0037. La seconda parola inerente più frequente risulta essere “responsabile” che compare 113 volte (frequenza relativa pari a 0,0016) seguita da “ambientali” con una frequenza di 71 volte (frequenza relativa pari a 0,0010), ossia meno di una volta per documento. In realtà parole come “società” o “politiche” sono molto più frequenti, 351 e 347 rispettivamente (in frequenza relativa 0,0051), ma essendo parole ambigue e utilizzabili anche e soprattutto fuori dall’ambito sostenibile non vengono qui considerate come parole facenti parte del tema d’interesse.

Come è stato già spiegato in precedenza, i KIID sono prospetti informativi e sono spesso l’unico strumento che viene letto dagli investitori in quanto riassume le caratteristiche principali del fondo. È prevedibile e logico che, in generale, le parole più utilizzate siano più inerenti alle questioni finanziarie e di performance essendo l’argomento tipicamente di maggior interesse degli investitori. Ciò che, tuttavia, risulta essere interessante è il fatto che in quasi tutti i documenti non vengono menzionate le strategie di investimento sostenibile adottate se non l’esclusione e la strategia Best-in-class per i soli fondi di Amundi (viene menzionata la parola “esclusione” 42 volte, la parola “esclude” altrettante 42 volte, la parola “screening” 50 e la parola Best²⁷³ 12 volte ossia con una frequenza media per documento di 0,47 e 0,56 e 0,13 volte rispettivamente). Essendo, come visto nel primo capitolo, la parola “screening” attribuibile sia con un’accezione positiva che negativa, si è ricercata la parte di frase precedente e successiva per comprendere a quale delle due si faccia riferimento. È emerso che la totalità delle occorrenze si riferisce a screening negativo basato su valori e norme e quindi in grado di comportare l’esclusione di varie società dal fondo. Ciò potrebbe essere un indicatore del fatto che chi investe nei fondi sostenibili non è a conoscenza dei metodi adottati per la selezione di tali titoli e quindi dell’effettiva sostenibilità dei fondi.

A discapito di quanto detto, può venire in aiuto il fatto che vi è un’alta frequenza di termini quali “indice” e “index” che compaiono rispettivamente 213 e 136 volte (frequenza relativa pari rispettivamente a 0,0031 e 0,0020). Anche in questo caso si è ricercato il contesto di tali vocaboli e compare, seppur raramente, la parola indice legata al tema ESG. Si può quindi dedurre che per i fondi per cui vi è un giudizio di sostenibilità legato a particolari indici questo sia effettivamente qualche volta espresso nel KIID. Verrà proposto in seguito una mappa più chiara a quali temi la parola “indice” fa maggior riferimento.

Si è poi proceduto con un’analisi dei fattori ESG (Ambiente, Sociale e Governance) ponendo a confronto la presenza dei termini che possono essere ricondotti a ciascuna categoria. Ne emerge un

²⁷² Non tutti i documenti in realtà riportano la parola “Esg” come si può riscontrare nella Tabella 6 in cui per esempio in Allianz appare 0,1 volte per documento. Essendo i documenti 10, la parola “Esg” apparirà 1 volta in tutto. Probabilmente nell’unico KIID di Allianz analizzato appartenente all’Art.9 (si veda Appendice)

²⁷³ È stata ricercata la sola parola “Best” in luogo di “Best in class”, è stato comunque verificato successivamente il corretto riferimento alla strategia.

sostanziale equilibrio tra i tre che vede in leggera maggioranza la categoria ambientale e sociale rispetto a quella relativa alla governance.

Un altro aspetto su cui si è indagato è quello relativo al tempo. Come abbiamo potuto infatti leggere da questa tesi ed in particolare tramite la Gioia Methodology, gli investimenti sostenibili vengono spesso associati ad un maggior rendimento nel lungo termine rispetto al breve. Anche nell'analisi dei KIID si è riscontrata una forte prevalenza del termine "lungo" che compare ben 80 volte, rispetto al termine "medio" e "breve" che compaiono rispettivamente 37 e 38 volte. Questo dato seppur affine a quanto ritrovato nella Gioia Methodology va considerato tenendo conto anche del fatto che in generale i fondi di investimento tendono ad essere valutati in base alle loro performance nel lungo periodo proprio per il fatto che detengono un portafoglio titoli molto ricco e vario e nel breve termine risulterebbe difficile stimare il loro rendimento atteso. La forte differenza nelle frequenze assolute dei termini potrebbe comunque essere associata alla caratteristica dei fondi di investimento sostenibili di produrre performance nel lungo termine maggiori rispetto ai fondi non sostenibili stando ai documenti di policy analizzati precedentemente.

Infine, durante l'analisi preliminare si è anche proceduto ad un confronto sia tra KIID appartenenti all'Art.8 e all'Art.9 sia tra le diverse società di Asset Manager presenti nel campione.

Per quanto riguarda l'appartenenza a fondi di investimento che promuovono caratteristiche sostenibili o che hanno un obiettivo sostenibile si è proceduto con la ricerca delle frequenze adattate in proporzione alla numerosità dei KIID appartenenti ad uno o all'altro articolo. È emerso che nei fondi Art.9 rispetto a quelli Art.8 le parole legate ai temi inerenti la sostenibilità sono sensibilmente più frequenti in quasi tutti i temi analizzati.

Tabella 5: Frequenza assoluta media per KIID delle varie categorie di parole. Fonte: Elaborazione personale

CATEGORIA DI PAROLE	KIID ART.9	KIID ART.9	PAROLE RICERCATE
Sostenibilità	3,9	8,0	Responsabile, sostenibilità, sustainable, responsabili, sri, sostenibile, ri, sostenibili
Esg	3,4	6,0	Esg, governance, sociale, ambiente, clima
Ambiente	0,9	2,5	Ambientali, ambientale, ambiente, environment, clima, transizione
Sociale	1,4	1,6	Sociali, diritti, umani, sociale, lavoro
Governance	0,7	1,4	Governance, voto
Strategie	8,6	9,0	Indice, index, obiettivi, obiettivo, impatto, screening, esclusione, esclude, best
Tempo	8,4	7,4	Passato, termine, tempo, futuro, periodo, lungo, breve, medio
Performance	13,3	13,4	rendimento, performance, risultati, dividendi, economici, economico

Come si può notare dalla Tabella 5, per i documenti che si riferiscono a fondi rientranti nell'Art.9, temi come la sostenibilità, l'ESG, l'ambiente e la Governance hanno una frequenza quasi doppia rispetto ai documenti relativi ai fondi rientranti nell'Art.8. Questo potrebbe essere indice del fatto che i fondi di investimento che perseguono degli obiettivi sostenibili sono anche ritenuti dalle stesse società di Asset management più incentrati nella sostenibilità rispetto agli altri. Ricordiamo inoltre, che lo stesso Regolamento SFDR prevede una disclosure più approfondita per questi fondi nell'informativa precontrattuale che sembra effettivamente riflettersi in questi risultati. Questo permette di dedurre che nonostante i tanti valori e motivi etici che abbiamo visto emergere nei documenti di policy esaminati precedentemente e che mettono la trasparenza come un proprio valore aziendale, la normativa risulta comunque essenziale per garantire una maggiore disclosure e permettere agli investitori di comprendere meglio il tema in modo tale da effettuare una scelta di investimento più consapevole e informata evitando il rischio di Greenwashing.

Ancora, da questi risultati se ne deduce che i fondi di investimento Art.9 sono tendenzialmente più incentrati in obiettivi ambientali e di governance piuttosto che sociali.

Notiamo inoltre, che per quanto riguarda le parole relative alla categoria incentrata nel tempo vi è una frequenza maggiore nei KIID appartenenti ai fondi Art.8. Andando ad approfondire maggiormente emerge che la parola "lungo" emerge in media 0,95 volte per documento nel caso di

KIID Art.8 contro gli 0,55 dei KIID Art.9. Il contrario, anche se con frequenze molto simili accade riguardo la parola “breve” che compare rispettivamente 0,4 e 0,45 in media per documento. Infine, rispetto alla tematica del tempo, è interessante vedere come anche la parola “passato”, normalmente relativa alle performance passate, è più frequente per i KIID dell’Art.8 rispetto a quelli dell’Art.9 che, vista la recente introduzione del Regolamento SFDR, potrebbe sostenere quanto detto da Morningstar riguardo la riclassificazione di fondi non sostenibili in fondi sostenibili ai sensi dell’Art.8²⁷⁴, piuttosto che una loro recente introduzione, che pertanto possono contare su maggiori dati per confronti con le performance passate.

Le stesse categorie di parole con le medesime parole chiave appena viste sono state poi utilizzate allo stesso modo per confrontare le varie società di Asset Management. Ricordiamo che per le varie società il numero dei KIID è variabile a seconda della proporzione Art. 8 e Art.9. In particolare, i KIID totali sono 89 e variano da un numero di 9 a 13 KIID per società (Si veda l’Elenco dei KIID utilizzati alla fine dell’elaborato).

Tabella 6: Frequenza assoluta media per KIID delle varie categorie di parole. Fonte: Elaborazione personale

	Amundi	Jp Morgan	Robeco	Fidelity	Nordea	BlackRock	Bnp Paribas	Allianz GI	Varianza
Sostenibilità	4,0	2,0	5,6	6,3	4,2	5,8	4,8	2,2	2,6
Esg	5,5	3,0	3,0	1,0	0,3	12,3	2,8	0,1	15,7
Ambiente	1,0	1,0	0,2	1,0	2,4	0,9	1,5	1,2	0,4
Sociale	2,5	1,0	0,0	2,1	2,8	0,9	1,8	0,9	0,9
Governance	0,7	1,0	0,9	0,0	0,1	1,9	1,3	0,0	0,5
Strategie	6,5	12,9	7,0	12,7	5,8	12,8	8,9	3,6	13,3
Somma	20,2	20,9	16,8	23,1	15,7	34,6	21,1	8,0	56,8
Tempo	7,2	6,8	5,9	7,4	5,9	7,7	14,1	11,9	8,9
Performance	12,8	14,7	16,1	15,7	14,2	14,1	11,0	10,1	4,6

Come si può notare soprattutto dalla riga che riporta la somma delle frequenze delle varie tematiche legate al tema di interesse e la relativa varianza, vi sono società più di altre, che approfondiscono o comunque riservano uno spazio maggiore al tema della sostenibilità. È il caso, per esempio, di società come BlackRock che si differenzia sensibilmente dalle altre con una media per documento di 35 parole tra quelle ricercate. Il dato è interessante se paragonato con Allianz che nei propri documenti cita queste parole in media soltanto 8 volte. Ancora, si nota come la dimensione sociale sia quella mediamente più citata mentre quella ambientale, che prima si era notato essere preponderante nei KIID appertenti all’Art.9, qui risulta essere la più citata solo nel caso di Allianz GI.

²⁷⁴ A riguardo si veda la sezione 2.1.3 del presente capitolo

Ancora, si nota che la categoria di parole che differenzia in modo più decisivo la somma totale delle frequenze dei vari temi è la categoria delle parole appartenenti al tema “strategia” che registra, per i tre Asset Manager apparentemente migliori in termini di trasparenza, dei valori quasi doppi rispetto alle altre. Come si può vedere dalla Tabella 5, tuttavia, la lista delle parole che si riferisce a questa categoria potrebbe in parte non essere direttamente correlata a temi riguardanti la sostenibilità. Escludendo quindi tale categoria dal conteggio emerge che BlackRock rimane comunque in testa seguita in questo caso da Amundi e Bnp Paribas. Allianz rimane comunque all’ultimo posto.

Infine, ci si chiede se le società nel cui campione sono presenti relativamente più KIID appartenenti all’Art.9 rispetto alla media riscontrino effettivamente una somma delle frequenze maggiori. Le società che presentano relativamente più KIID Art.9 sono Robeco e BlackRock che presentano tre KIID ciascuno riferiti a fondi classificati Art.9. I dati che ne risultano sono contrastanti: mentre BlackRock soddisfa le aspettative essendo effettivamente la società che sembra dedicare più spazio delle altre ai temi relativi alla sostenibilità, Robeco totalizza una frequenza assoluta media per KIID che si limita 16,8 termini per documento. Nonostante Robeco disponga relativamente di più fondi Art.9, che, come abbiamo notato, richiedono una maggior disclosure e statisticamente hanno valori sensibilmente maggiori nella frequenza media di termini legati alla sostenibilità, i dati per questa società non sembrano rispecchiare tale tendenza.

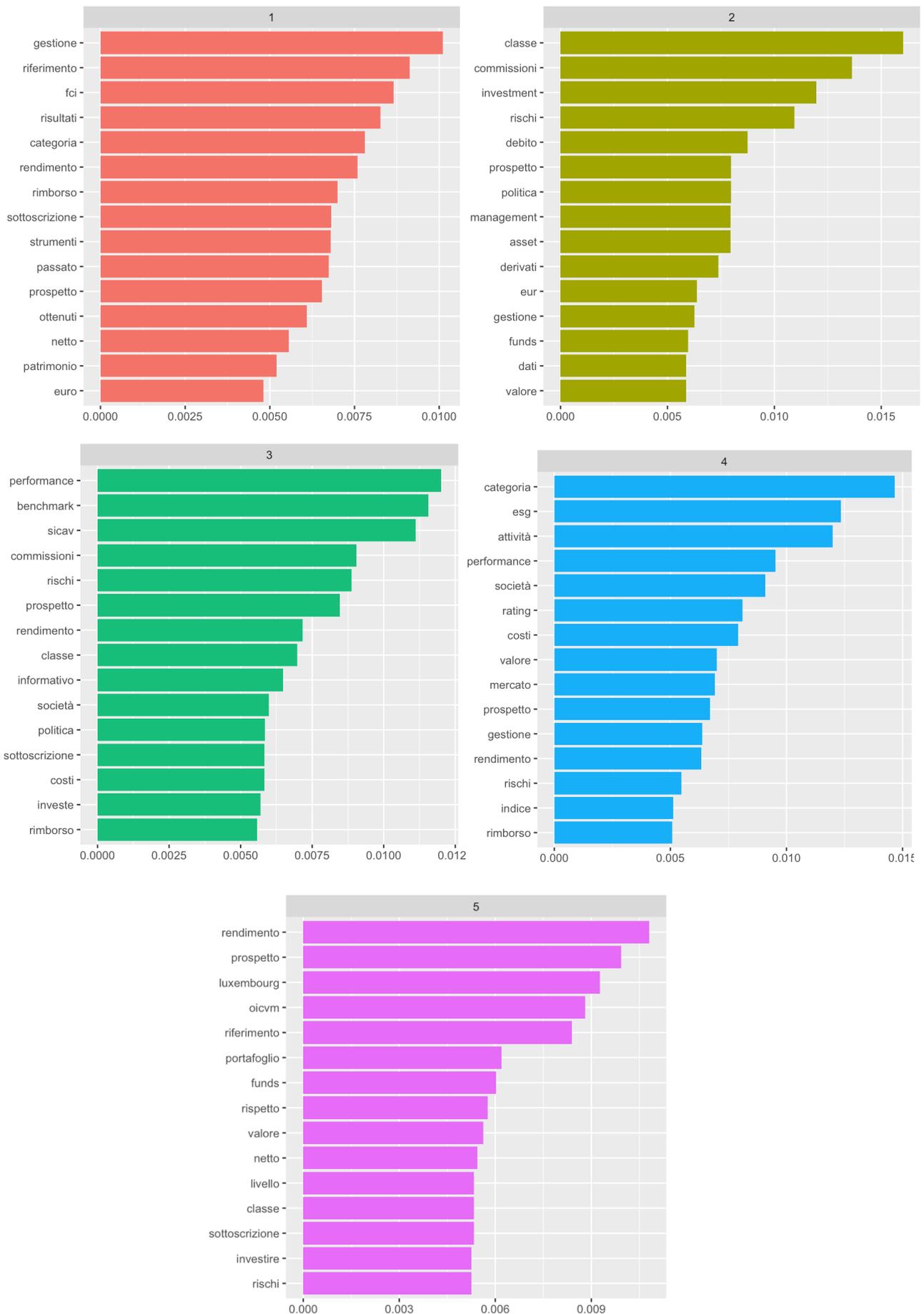
2.2.4 Topic Model

Dopo un’analisi iniziale si è proceduto con il Topic Model. Si è deciso di creare uno schema con 5 temi rappresentativi dell’insieme dei documenti con 15 termini ciascuno. Questi numeri sono stati scelti in quanto i KIID sono uno strumento piuttosto standardizzato che presenta una quantità di tokens²⁷⁵ limitati. In particolare, il modello ha riconosciuto 3414 tokens. Essendo il modello piuttosto ridondante a causa di alcuni termini molto frequenti, parte di questi ultimi sono stati rimossi²⁷⁶. La figura che segue mostra la composizione del Topic Model a 5 temi con 15 parole ciascuno.

²⁷⁵ I tokens sono tutti i termini che vengono individuati dal modello all’interno dell’insieme dei documenti escludendo tutte le stop words (ossia articoli, congiunzioni, preposizioni, etc.)

²⁷⁶ I termini rimossi perché considerati troppo frequenti e distorsivi del modello sono risultati essere “investimenti”, “spese”, “informazioni”, “titoli”, tutti i nomi delle società di Asset Management e alcune stop words che il modello non ha riconosciuto autonomamente

Figura 7: Topic Model LDA Fonte: Elaborazione personale

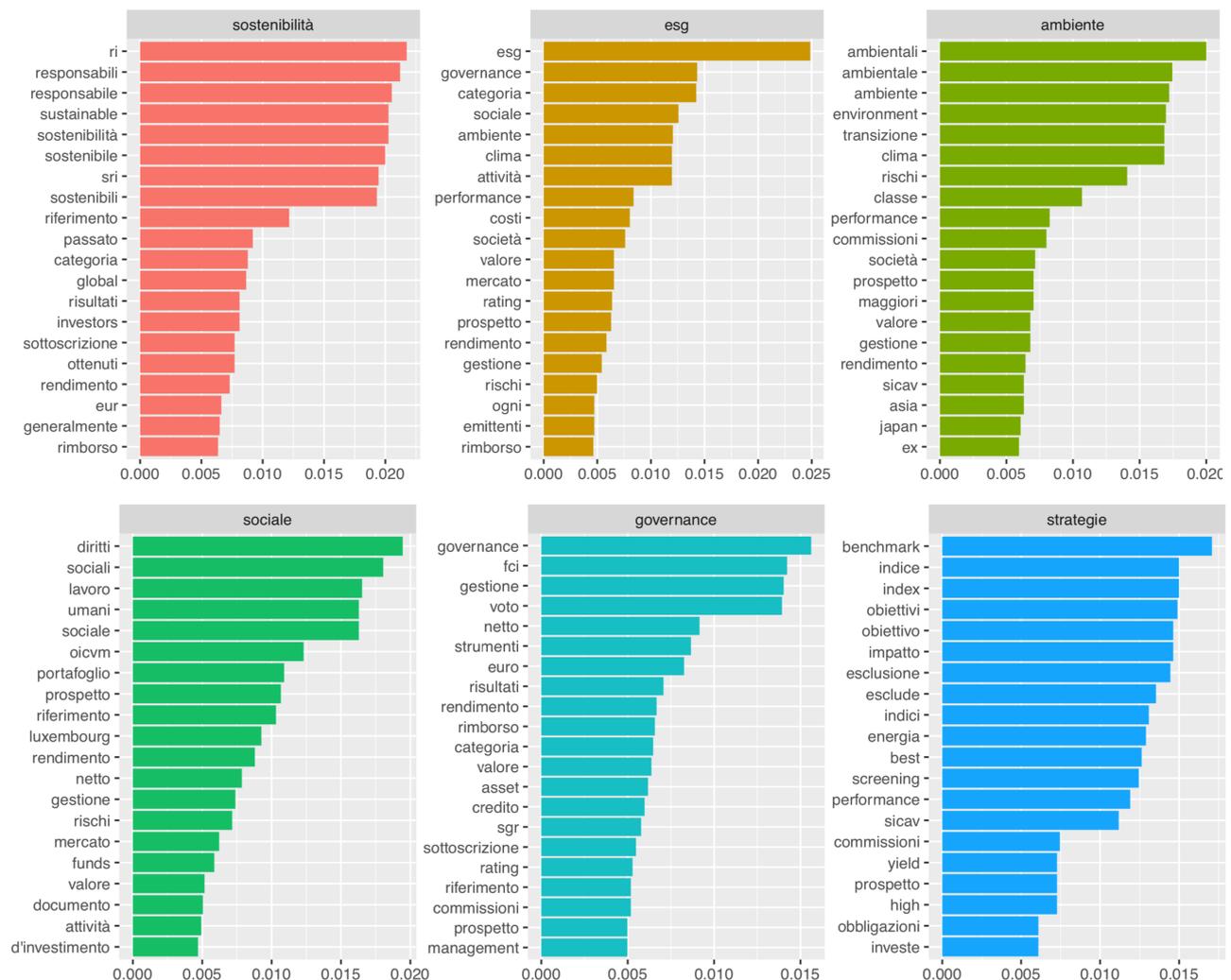


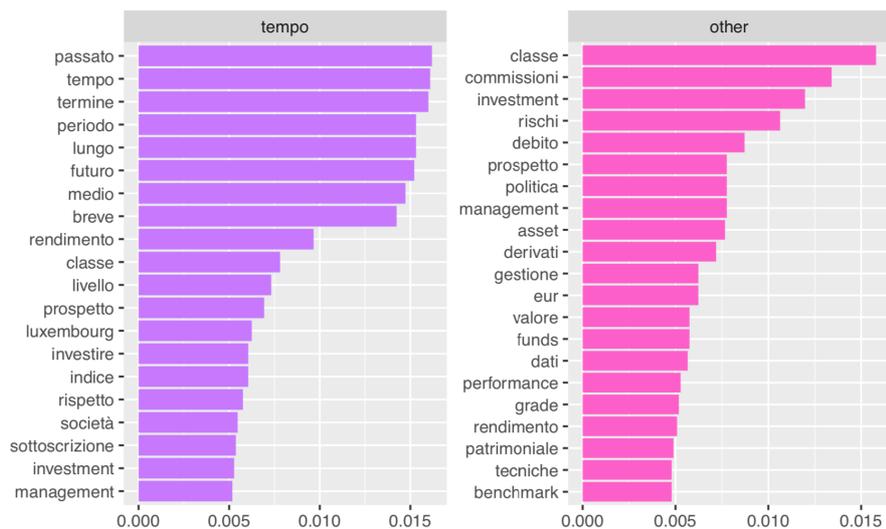
Come si può comprendere, essendo il documento fortemente incentrato nelle performance e nei rendimenti del fondo i temi emersi sono tutti molto simili tra loro presentando termini che richiamano strettamente l'ambito finanziario piuttosto che sostenibile. A causa della loro ridondanza risulta inoltre difficile distinguere o sintetizzare i vari *topics* con una sola parola. Si nota, tuttavia, nel *topic 4* una maggiore affinità rispetto agli altri con il tema indagato in questa tesi. Infatti, come si può leggere, contiene il termine “ESG” e diversi termini strettamente collegati come “categoria”, “rating”, “costi”, “valore”, “rischi” e “indice”.

Proprio a causa di questo risultato parzialmente soddisfacente si è proceduti con un'analisi *LDA seeded* per cui si è dato al modello il nome dei temi e le parole chiave di ricerca per poi indirizzare il modello a ricostruire tali temi con le altre parole tipiche di questi *topic* preimpostati. I temi che sono stati dati con le relative parole chiave sono quelli precedentemente analizzati e riportati nella Tabella 5.

Nell'immagine sottostante viene presentato il Topic Model *seeded LDA* che ne è risultato.

Figura 8: Topic Model *LDA seeded* Fonte: Elaborazione personale





Come si può vedere dai diversi grafici, anche in questo caso essendo le parole inerenti alla sostenibilità e ai temi inseriti poco frequenti, il modello che ne risulta non riesce a trovare degli intorni particolarmente coerenti con il tema di interesse.

Da questi Topic Model si deduce che la sostenibilità non sia ancora un tema molto affrontato nei KIID e non compaia con una frequenza abbastanza alta per essere individuato dal modello ed inserito tra le parole che il modello reputa essere quelle centrali del documento.

Si è quindi deciso di indagare più sulla relazione che vi è tra le parole nel documento tramite la funzione LDA2Net. Il risultato è uno schema a rete rappresentante il *topic 1* del Topic Model LDA classico con un peso dei nodi e degli archi pari entrambi a $0,8^{277}$.

²⁷⁷ Per maggiori dettagli si veda la sezione 2.2.1

“opportunità” o come “rischi”, gli stessi emersi anche nella dimensione aggregata delle “migliori performance”. Interessante, il fatto che vi sono riferimenti solamente ad un contesto economico piuttosto che ai valori e all’etica aziendale che invece emergono ampiamente nei documenti di policy. Ancora, se si osserva attentamente il grafico si può notare la parola “armi”, simbolo del fatto che anche la strategia di screening negativo è talvolta riportata completa dei settori che si tendono ad escludere, tra cui il settore delle armi che, come era già stato notato precedentemente nello studio dei documenti generali, risultava il più frequentemente escluso.

È stata poi elaborato uno schema a rete sia per i KIID appartenenti all’Art.8 che per quelli appartenenti all’Art.9 e messi a confronto. A causa del fatto che i KIID sono stati selezionati proporzionalmente ai fondi di investimento Art.8 e Art.9 detenuti dalle varie società e i KIID appartenenti alla categoria Art.8 rappresentano l’88% del totale, ciò che emerge è che mentre lo schema dell’Art.8 risulta essere molto simile a ciò che è già stato presentato nella Figura 9, lo schema dell’Art.9 riporta più termini relativi alla sostenibilità. Infatti, con gli stessi percentili sia sui nodi che sugli archi emergono parole come “sostenibilità” ed “energia”. Ciò a conferma di ciò che era già stato notato nell’analisi preliminare.

Per approfondire ulteriormente i termini legati alla sostenibilità si è circoscritta la LDA2Net alla sola tematica di interesse distinguendo tra quelli appartenenti all’Art.8 e quelli appartenenti all’Art.9.

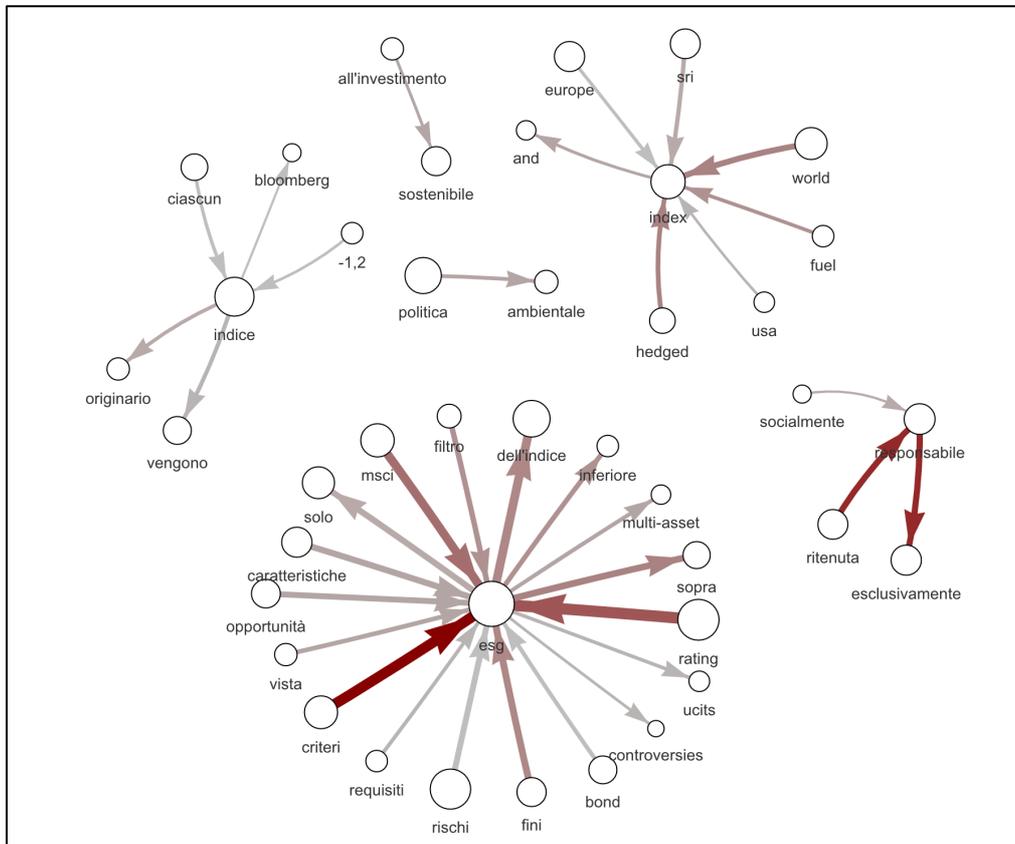


Figura 10: Schema a rete circoscritto per KIID Art.8 Fonte: Elaborazione personale

e alcuni investimenti tematici limitati ai fondi Art.9. Tuttavia, considerando che il KIID è spesso l'unico documento a disposizione degli investitori è lecito chiedersi se questo sia sufficiente a far comprendere quanto sostenibile sia il fondo e a consentire all'investitore di poter valutare la compatibilità con i propri valori aspettative. In conclusione, si è visto, attraverso la funzione LDA2Net e lo schema a rete che ne è risultato, che tali documenti si concentrano nell'intorno di tre temi principali: "il rendimento", "le performance" e solo in aggiunta al tema "Esg" a conferma del fatto che i KIID e le informazioni fornite agli investitori siano ancora fortemente mirate al ritorno economico che questi possono avere e solo successivamente all'impatto dei fondi nelle tematiche ambientali, sociale e di governance.

CONCLUSIONE

Questa tesi ha voluto fornire una panoramica della finanza sostenibile relativa ai fondi di investimento. Come si è potuto leggere la situazione è ancora in evoluzione e l'Action Plan formulato dall'Unione Europea presenta ancora molti punti in sospeso e in attesa di essere sviluppati così come la Tassonomia Europea, che risulta ad oggi non ancora completa, comunitariamente utilizzata e neanche condivisa. Ciò ha avuto delle conseguenze non indifferenti nelle società di Asset Management che, in seguito all'entrata in vigore del Regolamento SFDR, hanno aumentato notevolmente la disponibilità nel mercato di fondi rientranti negli Art.8 (che promuovono caratteristiche sostenibili) e Art. 9 (che hanno un obiettivo sostenibile) probabilmente grazie anche alla "scarsa rigidità" con cui l'Unione Europea ha descritto i criteri da rispettare per poter definire tali fondi sostenibili.

Infatti, concentrandosi sui fondi che vengono classificati in base all'Art.8 e all'Art.9 si è potuto comprendere le grandi lacune ancora oggi presenti sull'effettiva adozione dei criteri imposti dall'Unione Europea primo tra tutti la distinzione sostanziale tra i due articoli ma anche riguardo la doppia materialità richiesta e la facoltà di scelta da parte delle società della percentuale di titoli di società sostenibili che possono essere ricomprese in tali fondi. Gli Asset Manager hanno quindi avuto l'occasione di utilizzare per i propri fondi d'investimento sostenibili diverse strategie che spaziano dallo screening negativo all'utilizzo di indici e *score* di sostenibilità a cui fare riferimento fino ai modelli di analisi e selezione sviluppati internamente. Proprio a causa della scelta individuale da parte delle società di tali strategie non tutti i fondi sono costruiti allo stesso modo ed è eventualmente interesse dell'investitore leggere l'informativa riguardante la policy adottata per comprendere quanto il fondo sia effettivamente sostenibile a seconda delle strategie e dei criteri adottati. Tuttavia, come si è potuto comprendere dall'ultimo capitolo, non è così semplice reperire tali informazioni. L'analisi generica dei documenti presenti nei siti internet fornisce quasi sempre una panoramica di quelle che sono le strategie adottate ma senza entrare nel dettaglio di quali siano invece i criteri valutati e di cosa di fatto intendano queste società quando definiscono i propri fondi "sostenibili". Simulando la situazione di un investitore a cui viene solitamente presentato il KIID (Key Investor Information Document) come unico documento informativo del fondo su cui sta investendo ci si è chiesti se questo presenti le informazioni sufficienti a comprendere se il fondo classificato sotto l'Art.8 o l'Art.9 sia coerente con le aspettative dell'investitore in tema sostenibilità. Ciò che ne emerge è il fatto che il KIID, anche per questi fondi, rimane un documento fortemente incentrato nei rendimenti e nelle performance del fondo e il tema della sostenibilità viene tendenzialmente solo marginalmente affrontato. Tuttavia, non tutti i KIID hanno prodotto gli stessi risultati. Infatti, si è notato come nei KIID classificati Art.9 rispetto a quelli Art.8 la tematica della sostenibilità emerga sensibilmente di

più anche in riferimento ad alcune tematiche ben precise come l'energia e l'acqua. Questa maggiore trasparenza è tuttavia dovuta in base alla normativa SFDR che prevede per i fondi classificati sotto l'Art.9 una *disclosure* più ampia di quella prevista per i fondi Art.8 e non necessariamente per una maggiore sostenibilità dei primi rispetto a questi ultimi. Anzi, questo dato porta a chiedersi se le società di Asset Management tendano a riportare agli investitori le sole informazioni dovute per norma di legge più che per un valore interno di trasparenza delle informazioni di carattere non finanziario come lasciano invece trapelare.

Paragonando inoltre le diverse società non tutte appaiono uguali, ma ci sono delle società che dedicano uno spazio molto più ampio rispetto ad altre al tema della sostenibilità, alle strategie che utilizzano e talvolta anche agli indici a cui fanno riferimento per la selezione dei titoli.

Alla luce di quanto detto possiamo concludere questa tesi affermando la necessità di una normativa più rigorosa da un lato per cercare di uniformare le strategie e i metodi utilizzati da queste società, e dall'altro per aumentare l'informativa a disposizione degli investitori in modo tale da permettere loro di comprendere e di comparare il grado di sostenibilità dei vari fondi anche tra società diverse, di evitare di rimanere ingannati da tecniche di *greenwashing* e di renderli coscienti di quali siano effettivamente gli impatti che i loro investimenti producono nell'ambiente. L'Unione Europea, tramite il Regolamento SFDR ha già mosso i primi passi in questa direzione e dall'Action Plan si evince un progressivo maggior impegno dell'UE nel regolamentare la finanza sostenibile a beneficio sia dell'ambiente e della società ma anche degli investitori.

La letteratura in tema di finanza sostenibile è ampia ma sparsa a causa delle tante lacune presenti a livello normativo. Lo scopo di questa tesi è quello di metterne in evidenza una in particolare: quella relativa alla disclosure e all'informativa in tema di sostenibilità fornita agli investitori. L'auspicio è quello che ricerche e studi futuri su tale tema possano contribuire a mettere in luce alcune questioni non ancora risolte e fonte di incertezza sia per gli investitori ma anche per tutti gli eventuali interessati al fine di indirizzare il legislatore ma anche le stesse società a muoversi nella giusta direzione.

BIBLIOGRAFIA

- AKTURAN, Ulun. How does greenwashing affect green branding equity and purchase intention? An empirical research, *Marketing Intelligence & Planning*, 2018.
- ALLIANZ GLOBAL INVESTORS, Sustainability Report 2020, allianzgi.com 2021
- ALLIANZ, ESG Integration Framework, allianzgi.com, 2021
- ALSHATER, Muneer M.; ATAYAH, Osama F.; HAMDAN, Allam. Journal of Sustainable Finance and Investment: A bibliometric analysis. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2021, 1-22.
- AMUNDI, Politica sugli investimenti sostenibili 2021, amundi.it, 2021
- AROURI, Mohamed; EL GHOUL, Sadok; GOMES, Mathieu. Greenwashing and product market competition. *Finance Research Letters*, 2021, 101927.
- AVRAMOV, Doron, et al. Sustainable investing with ESG rating uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 2021.
- AZAD S., BERNARD P.I., CATANIA C., HUBER M., NOLZEN N., ZAHN C., European asset management after an unprecedented year, McKinsey & Company, 2021,
- BAUER, Rob; RUOF, Tobias; SMEETS, Paul. Get real! Individuals prefer more sustainable investments. *The Review of Financial Studies*, 2021, 34.8: 3976-4043.
- BAUMÜLLER, Josef; GRBENIC, Stefan O. MOVING FROM NON-FINANCIAL TO SUSTAINABILITY REPORTING: ANALYZING THE EU COMMISSION'S PROPOSAL FOR A CORPORATE SUSTAINABILITY REPORTING DIRECTIVE (CSRD). *Facta Universitatis, Series: Economics and Organization*, 2021, 1: 369-381.
- BAUMÜLLER, Josef; SOPP, Karina. Double materiality and the shift from non-financial to European sustainability reporting: review, outlook and implications. *Journal of Applied Accounting Research*, 2021.
- BLACKROCK, BlackRock ESG Integration Statement, 2021, BlackRock.com,
- BLACKROCK, BlackRock Investment Stewardship, 2022
- BLACKROCK, Making Sustainability our standard, blackrock.com, 2020
- BLACKROCK, SFDR – frequently asked questions, 2021, BlackRock.com
- BLEI, David M.; NG, Andrew Y.; JORDAN, Michael I. Latent dirichlet allocation. the Journal of machine Learning research, 2003
- BNP PARIBAS, Dichiarazione divulgazioni SFDR i BNP Paribas asset Management, docfinder.pnbparibas-am.com, 2021
- CAMPIGLIO, Emanuele; MONNIN, Pierre; VON JAGOW, Adrian. Climate risks in financial assets. *Council on Economic Policies, Discussion*, 2019.
- CANDRIAM, [candriam](http://candriam.com) article 8 equities, bonds & Multi-assets strategies

CDP, CDP 2021 Climate Change scoring Methodology, 2021

CERVED, Cos'è il bilancio di sostenibilità e quando è obbligatorio per le aziende, Marzo 2021, cerved.com

COMMISSIONE EUROPEA, COM(2021) 188 final, Comunicazione della Commissione al parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo, ec.europa.eu, 2021

COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione (UE) 2018/97 final relativo al piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, COMUNICAZIONI, 27/06/2018, COM/2018/97 Final (eur-lex.europa.eu)

COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione 2017/C 215/01, Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario), 2017

COMMISSIONE EUROPEA, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting, COM (2021) 189 final, eur-lex.europa.eu, 21 Aprile 2021

DELOITTE, Global Survey on reputational Risk, Reputation@Ris, 2014

DELOITTE, Is the financial industry ready for the Big One?, Deloitte, 2020

ECKERT, Christian. Corporate reputation and reputation risk: Definition and measurement from a (risk) management perspective. *The journal of risk finance*, 2017.

ESCRIG-OLMEDO, Elena, et al. Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability*, 2019, 11.3: 915.

EURIZON, Sintesi della politica di sostenibilità, Eurizon Capital SGR spa, 2021

FIDELITY INTERNATIONAL, Politica di esclusione, fidelity-italia.it, 2022

FIDELITY INTERNATIONAL, Politica sugli investimenti climatici Fidelity, Fidelity-italia.it, 2021

FIDELITY INTERNATIONAL, Regolamento SFDR, 202, Fidelity-italia.it, 2021

FIDELITY INTERNATIONAL, Sustainable Investing Policy, fidelity-italia.it, 2021

FTSE Russel, Guide to FTSE Sustainable Investment data used in FTSE Indexes, research.ftserussell.com, 2021

GAZZETTA UFFICIALE DELL'UE, Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, considerazione 11, L198/14

GAZZETTA UFFICIALE DELL'UE, Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione del 4 giugno 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio

fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale, eur-lex.europa.eu, 2021

GAZZETTA UFFICIALE DELL'UNIONE EUROPEA, Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo del Consiglio del 26 Giugno 2013, relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della Direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio, L 182/19 del 29 giugno 2013

GAZZETTA UFFICIALE DELL'UNIONE EUROPEA, Direttiva 2014/95 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014 recante modifica della Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni, L330/1, (eur-lex.europa.eu)

GAZZETTA UFFICIALE DELL'UNIONE EUROPEA, Regolamento (CE) n. 1221/2009 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 sull'adesione volontaria delle organizzazioni a un sistema comunitario di ecogestione e audit (EMAS), che abroga il regolamento (CE) n. 761/2001 e le decisioni della Commissione 2001/681/CE e 2006/193/CE, eur-lex.europa.eu, 2009

GAZZETTA UFFICIALE DELL'UNIONE EUROPEA, Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, REGOLAMENTI, 09/12/2019, L 317, Art. 3 (eur-lex.europa.eu).

GIOIA, Dennis A.; CORLEY, Kevin G.; HAMILTON, Aimee L. Seeking qualitative rigor in inductive research: Notes on the Gioia methodology. *Organizational research methods*, 2013, 16.1: 15-31.

GLOBAL CONTACT, Information for prospective participants, globalcontactnetwork.org, 2021

GONZÁLEZ, Clara I.; NÚÑEZ, Soledad. Markets, financial institutions and central banks in the face of climate change: challenges and opportunities. *Banco de Espana Occasional Paper*, 2021, 2126.

GREENPEACE, Tassonomia europea: altro che green, gas e nucleare ci porteranno all'estinzione!, greepeace.org, 7 Dicembre 2021

GSSB, GRI 101: Principi di rendicontazione, 2016, globalreporting.org

HANDELSBANKEN, Policy for Shareholder Engagement and Responsible Investment, Handelsbanken.com, 2021

HANDELSBANKEN, The Handelsbanken Wealth & Asset Management Sustainable Investment Policy, wealthandasset.handelsbanken.com, 2021

HAYASHI, Toshikazu. Competition in Extra-Financial Information Disclosure Frameworks and Standards: Significance and Challenges for Effective Convergence. *ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE INVESTMENT*, 2020, 32.

HUANG, Hao, et al. Core-Concept-Seeded LDA for Ontology Learning. *Procedia Computer Science*, 2021

IL SOLE 24ORE, Gas e nucleare fonti green ma i 27 rimangono divisi, sole24ore.com, 8 Dicembre 2021

INTEGRATED REPORTING, IIRC Integrated Report 2020, integratedreporting.org

INTERNATIONAL ORGANIZATION FOR STANDARDIZATION, ISO 14001, Key Benefits, iso.org, 2015

ISO, ISO 26000 Guidance on social responsibility, discovering ISO 26000, iso.org, 2018

JACKSON, Gregory, et al. Mandatory non-financial disclosure and its influence on CSR: An international comparison. *Journal of Business Ethics*, 2020, 162.2: 323-342.

JELODAR, Hamed, et al. Latent Dirichlet allocation (LDA) and topic modeling: models, applications, a survey. *Multimedia Tools and Applications*, 2019

JP MORGAN, Building Stronger Portfolios, am.jpmorgan.com, 2020

JP MORGAN, SFDR Articolo 8 & 9 informativa sul prodotto, am.jpmorgan.com, 2021

JP MORGAN, Sustainable investing, 2020,

JP MORGAN, Sustainable investing, am.jpmorgan.com, 2020

KPMG, The time has come, The KPMG Survey of Sustainability reporting 2020, home.jpmg/sustainabilityreporting, 2020

LIANG, Hao; RENNEBOOG, Luc. Corporate social responsibility and sustainable finance: a review of the literature. *European Corporate Governance Institute–Finance Working Paper*, 2020, 701.

MCGLADE, Christophe; EKINS, Paul. The geographical distribution of fossil fuels unused when limiting global warming to 2 C. *Nature*, 2015, 517.7533: 187-190.

MEDIOLANUM, Il KIID (Key Investor Information Document), mediolanuminternationalfunds.it

MEINERS J., Ten years later, BP oil spill continues to harm wildlife- especially dolphins, National Geographic, 2020

MESSINI F., HANS JERGENS W., BENOIT S., KEIKO T., Sustainable Finance Disclosure Regulation

MIGLIORELLI, Marco. What Do We Mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Frameworks and Policy Risks. *Sustainability*, 2021, 13.2: 975.

MINELLO, Giorgia; SANTAGIUSTINA, Carlo RMA; WARGLIEN, Massimo. LDA2Net: Digging under the surface of COVID-19 topics in scientific literature, Research Gate, 2021

MORGAN STANLEY INSTITUTE FOR SUSTAINABLE INVESTING, Sustainable Signals, New Data from the individual investor, 2017

MSCI, A Proposed Mapping to Key Article 6 / 8 / 9 Distinctions - Framework based on MSCI Client Feedback, MSCI, 2021

MSCI, MSCI ESG Ratings, Providing institutional investors with a more robust ESG integration tool designed to support ESG risk mitigation and long term value creation, msci.com, 2020

NORDEA, Caratteristiche ambientali e sociali, obiettivi di investimento sostenibile e metodologie applicate, Fondi Nordea 1 , SICAV, nordea.it, 2021

NORDEA, Responsible Investment Policy, Nordea.lu, 2021

NORDEA, SFDR Classification, Nordea 1 SICAV, nordea.it, 2021

ORZES, Guido, et al. United Nations Global Compact: Literature review and theory-based research agenda. *Journal of cleaner production*, 2018, 177: 633-654.

PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE, EU Taxonomy & Platform, ec.europa.eu,

RABAYA, Abdullah Jihad; SALEH, Norman Mohd. The moderating effect of IR framework adoption on the relationship between environmental, social, and governance (ESG) disclosure and a firm's competitive advantage. *Environment, Development and Sustainability*, 2021, 1-19

REGISTRO DEI DOCUMENTI DELLA COMMISSIONE, LIBRO VERDE - Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese, COM (2001)366, 18/07/2001

Regolamento (EU) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio del 8 Giugno 2016 riguardo gli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare le performance dei fondi di investimento a modifica delle direttive 2008/48/EC e 2014/17/EU e del Regolamento (EU) 596/2014.

REPORTING INTEGRATO <IR>, il framework <IR> internazionale, integratedreporting.org, 2013,

RIEDL, Arno; SMEETS, Paul. Why do investors hold socially responsible mutual funds?. *The Journal of Finance*, 2017, 72.6: 2505-2550.

ROBECO, Sustainability Risk Integration & organizational impact, robeco.com, 2021

RYSZAWSKA, Bożena. Sustainability transition needs sustainable finance. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 2016

S&P GLOBAL CSA, Annual scoring & Methodology review, Corporate Sustainability Assessment 2021, portal.csa.spglobal.com, 2021

SCIARELLI, Mauro, et al. Socially responsible investment strategies for the transition towards sustainable development: The importance of integrating and communicating ESG. *The TQM Journal*, 2021.

SILANO S., Il Morningstar Rating per le più grandi SGR europee nel quarto trimestre 2020, Morningstar, 2021

SILANO S., La carica dei fondi sostenibili ai tempi della SFDR, Morningstar, 2021

SILANO S., La nuova era degli investimenti in Europa, Morningstar, 2021

SWEDBANK ROBUR, Swedbank Robur's Inclusion Strategy, interbank.swedbank.se

SWEDENBANK ROBUR, Swedbank Robur's Engagement Strategy, interbank.swedbank.se

SWEDENBANK ROBUR, Swedbank Robur's Exclusion Strategy, interbank.swedbank.se

TANSKANEN, Isabella. Green Funds: An Analysis of the Product Specific Disclosures of the EU Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088. 2021.

TCFD, Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosure, Final report, 2017, asset.bbhub.io

UNEP FI, The Principles for positive impact finance, UN Environmental Finance Initiative, 2017

VEENSTRA, Esmee M.; ELLEMERS, Naomi. ESG Indicators as Organizational Performance Goals: Do Rating Agencies Encourage a Holistic Approach?. *Sustainability*, 2020

VIGEO EIRIS, ESG Assessment Methodology Executive Summary, Vigeo Eiris - Methodology Document, 2020

WEBB R., Ecco i 50 asset manager più grandi del mondo, Fundspeople, Fundspeople.com, 202

WHELAN, Tensie; ATZ, Ulrich; CASEY CLARK, C. F. A. ESG and Financial Performance. *Centre for Sustainable Business, NYU-Stern*, 202

WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT, Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future, sustainabledevelopment.un.org, 1987

SITOGRAFIA

- AEB <https://www.bankpedia.org>
- ALLIANZ GI <https://www.allianzgi.com>
- AMUNDI <https://www.amundi.it>
- ASVIS <https://asvis.it/>
- BLACKROCK <https://www.blackrock.com>
- BLACKROCK <https://www.blackrock.com>
- BNP PARIBAS <https://www.bnpparibas-am.it>
- BORSA ITALIANA <https://www.borsaitaliana.it>
- COMMISSIONE EUROPEA <https://ec.europa.eu>
- CONSOB, <https://www.consob.it>
- EUROSIF <https://www.eurosif.org>
- FIDELTY <https://www.fidelity-italia.com>
- FTSE RUSSEL <https://www.ftserussell.com>
- GLOBAL CONTACT NETWORK ITALIA <https://www.globalcompactnetwork.org>
- GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE <http://www.gsi-alliance.org>
- GRI <https://www.globalreporting.org>
- GRUPPO INTESA SANPAOLO <https://group.intesasanpaolo.com>
- HANDELBANKEN <https://www.handelbanken.com>
- INETGRATED REPORTING <https://www.integratedreporting.org>
- ISO <https://www.iso.org>
- JP MORGAN <https://www.jpmorgan.com>
- LONDON STOCK EXCHANGE <https://www.londonstockexchange.com>
- MSCI <https://www.msci.com>
- NORDEA <https://www.nordea.it>
- PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTING <https://www.unpri.org>
- ROBECO <https://www.robeco.com>

- ROBECO <https://www.robeco.com>
- S&P GLOBAL CSA <https://spglobal.com>
- SOCIAL ACCOUNTABILITY
INTERNATIONAL <https://sa-intl.org>
- SUSTAINALYTICS <https://www.sustainalytics.com>
- SWEDBANK <https://www.swedbank.com>
- TCFD <https://www.fsb-tcf.org>
- UNEP FI, <https://www.unepfi.org>
- UNITED NATIONS CLIMATE CHANGE <https://unfccc.int>
- VALUE REPORTING FOUNDATION
SASB STANDARDS <https://www.sasb.org>

ELENCO DEI KIID UTILIZZATI

	ISIN del fondo	Asset Manager	Articolo SFDR
1	LU0187079347	Robeco	8
2	LU1143725015	Robeco	8
3	LU1648456561	Robeco	8
4	LU0717821077	Robeco	8
5	LU0085136942	Robeco	8
6	LU0454740118	Robeco	8
7	LU0243182812	Robeco	8
8	LU0227757233	Robeco	8
9	LU1718492413	Robeco	8
10	LU0779184851	Robeco	8
11	LU2146190835	Robeco	9
12	LU2146192377	Robeco	9
13	LU2146192617	Robeco	9
14	LU2348703278	Fidelity	8
15	LU0261946445	Fidelity	8
16	LU0069452877	Fidelity	8
17	LU0115768185	Fidelity	8
18	LU2348702627	Fidelity	8
19	LU0880599641	Fidelity	8
20	LU0951203347	Fidelity	8
21	LU1892830248	Fidelity	8
22	LU1892830321	Fidelity	8
23	LU1892830081	Fidelity	8
24	LU0064675985	Nordea	8
25	LU0173768614	Nordea	8
26	LU0173768887	Nordea	8
27	LU0173782102	Nordea	8
28	LU0255613761	Nordea	8
29	LU0255614140	Nordea	8
30	LU0841529943	Nordea	8
31	LU0841586075	Nordea	9
32	LU2152927542	Nordea	8
33	LU1978682364	BlackRock	8
34	LU1822773989	BlackRock	8
35	LU0147384282	BlackRock	8
36	LU0093503737	BlackRock	8
37	LU1978682794	BlackRock	9
38	LU0331286574	BlackRock	9
39	LU0171290074	BlackRock	9
40	ie00byztv78	BlackRock	8
41	ie00byztvt56	BlackRock	8
42	ie00b52vj196	BlackRock	8
43	ie00bz173v67	BlackRock	8
44	ie00byx2jd69	BlackRock	8
45	FR0007435920	Amundi	8

	ISIN del fondo	Asset Manager	Articolo SFDR
46	FR0011365212	Amundi	8
47	IT0005418741	Amundi	8
48	IT0005418766	Amundi	8
49	LU0568621618	Amundi	8
50	LU0568622186	Amundi	8
51	LU1161086407	Amundi	8
52	LU1161086589	Amundi	8
53	LU1600318759	Amundi	8
54	LU1600318833	Amundi	8
55	LU1883319805	Amundi	9
56	LU2018719489	Amundi	8
57	LU2018719562	Amundi	8
58	LU0070212591	Jp Morgan	8
59	LU0115099839	Jp Morgan	8
60	LU0247991317	Jp Morgan	8
61	LU0605964096	Jp Morgan	8
62	LU1458463079	Jp Morgan	8
63	LU1458463236	Jp Morgan	8
64	LU1458464713	Jp Morgan	8
65	LU1458464804	Jp Morgan	8
66	LU1494600551	Jp Morgan	8
67	LU1555764056	Jp Morgan	8
68	FR0010116343	BNP Paribas	8
69	FR0010668145	BNP Paribas	9
70	FR0011037746	BNP Paribas	8
71	FR0013263811	BNP Paribas	8
72	FR0013301686	BNP Paribas	8
73	FR00140026N9	BNP Paribas	8
74	LU0325598166	BNP Paribas	8
75	LU0325598323	BNP Paribas	8
76	LU0325598752	BNP Paribas	8
77	LU0325599487	BNP Paribas	8
78	LU0325599644	BNP Paribas	8
79	LU1165135440	BNP Paribas	9
80	LU0256839191	Allianz GI	8
81	LU0256839274	Allianz GI	8
82	LU0256839860	Allianz GI	8
83	LU0256881474	Allianz GI	8
84	LU0256881631	Allianz GI	8
85	LU1297616010	Allianz GI	9
86	LU1479563717	Allianz GI	8
87	LU1645746105	Allianz GI	8
88	LU1981791327	Allianz GI	8
89	LU1997244790	Allianz GI	8