



LA FINANZA SOSTENIBILE OLTRE I PREGIUDIZI



Forum per la
Finanza Sostenibile

SOMMARIO

1. Introduzione	4
2. Le preferenze dell'investitore finale	5
2.1. Obbligo fiduciario	5
2.2. Diversificazione degli investimenti	5
Case Study: le obbligazioni municipali del Texas	6
2.3. Preferenze e regolamenti	7
3. Le norme e il ruolo attivo degli Stati	7
3.1. Tassonomia	8
3.2. Corporate Sustainability Reporting Directive (CRSD)	8
3.3. Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD)	8
3.4. Shareholder Rights Directive II (SRD II)	8
3.5. Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)	8
3.6. Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II)	8
3.7. Solvency II	9
3.8. Insurance Distribution Directive (IDD)	9
3.9. EU Emissions Trading System (EU ETS)	9
3.10. Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM)	9
3.11. European Single Access Point (ESAP)	9
3.12. Climate Benchmarks Regulation	9
3.13. EU Green Bond Standard (EUGBS)	10
Best Practice italiane: ANIA	10
4. Il ruolo della misurazione, elaborazione e raccolta dati	11
4.1. Standardizzazione dei dati	11
4.2. Benchmarking	11
4.3. Lacune nei dati	12
4.4. Comprensione	12
4.5. Label e Rating	12
Best Practice italiane: Etica SGR	13
Best Practice italiane: Mirova	14
5. Il pregiudizio dei costi della finanza sostenibile	15
5.1. European Securities and Markets Authority	15
5.2. European ETF Industry Yearbook: Review 2022 and Outlook	17
6. Performance e Rischio	18
6.1. Performance	18
Case Study 2022: l'impatto della duration sui fondi obbligazionari ESG	23
Case Study 2022: l'impatto della sector allocation sui fondi ESG	24
6.2. Rischio	25
Case Study: gli eventi climatici estremi e copertura assicurativa	26
Best Practice italiane: Prometeia	27
7. Stakeholder o shareholder	27

8. Engagement come strategia efficace: parlare non costa niente	29
Best Practice italiane: Generali Insurance Asset Management	30
Best Practice italiane: Groupama	30
8.1. Processo di escalation	31
8.2. Engagement vs esclusione	31
Case Study: Engagement Escalation Disinvestimento – Chiesa d’Inghilterra	32
8.3. Engagement collettivo	33
Best Practice italiane: il gruppo di lavoro del Forum per la Finanza Sostenibile	34
8.4. Engagement sovrano	34
Best Practice italiane: Engagement con lo Stato italiano dei Soci FFS	35
9. Il ruolo della partecipazione e del voto	36
9.1. Proxy voting advisor	36
9.2. Passivi e Pass-Through voting	37
Best Practice italiane: il voto in Italia – voto di lista	38
10. La minaccia del greenwashing	39
11. Conclusioni	41

1 INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, la finanza sostenibile è divenuta essenziale nell'ambito delle relazioni economiche e degli investimenti, incidendo sul modo in cui le aziende operano e gli investitori valutano potenziali opportunità. L'approccio finanziario sostenibile tiene conto sia degli aspetti economici/finanziari che di quelli ambientali e sociali e ha un ruolo cruciale nella creazione di valore a lungo termine, nella gestione dei rischi e nella promozione di un impatto positivo su società e ambiente.

La finanza sostenibile si è diffusa al di fuori del settore finanziario, attirando l'attenzione di una vasta gamma di attori, tra cui governi, aziende, organizzazioni della società civile e il pubblico in generale. Questo fenomeno ha portato la finanza sostenibile ad essere oggetto di discussione al di fuori del suo ambito tradizionale. La crescente attenzione è stata suscitata dalle urgenti sfide globali come il cambiamento climatico, la disuguaglianza sociale e l'esaurimento delle risorse naturali. Le istituzioni finanziarie e gli investitori hanno un ruolo cruciale da svolgere nel promuovere la sostenibilità e nel guidare la transizione verso un'economia più inclusiva, a basse emissioni di carbonio e più resiliente ai cambiamenti climatici. L'ampia consapevolezza della finanza sostenibile al di fuori del settore finanziario evidenzia l'interconnessione tra finanza, economia e benessere della società e dell'ambiente. Questo sottolinea l'importanza di allineare le pratiche e i sistemi finanziari agli obiettivi di sviluppo sostenibile, promuovendo investimenti responsabili e contribuendo a un futuro più sostenibile ed equo per tutti.

Nonostante il crescente aumento di popolarità, la finanza sostenibile sta affrontando crescenti critiche, specialmente riguardo ai fattori ambientali, sociali e di governance (ESG). Il Forum per la Finanza Sostenibile (FFS) si propone tramite questo position paper di esaminare alcuni dei principali argomenti sollevati a riguardo, offrendo un'analisi basata sul quadro di riferimento europeo per sfatare tali critiche e mettere in evidenza i benefici concreti offerti dalla finanza sostenibile. Attraverso argomentazioni basate su prove tecniche e scien-

tifiche, miriamo a ribadire l'importanza della finanza sostenibile come motore del progresso economico, sociale e ambientale. È essenziale sottolineare che perseguire la finanza sostenibile non implica un allontanamento dai principi del libero mercato, ma enfatizza la necessità di integrare la sostenibilità nelle decisioni finanziarie, promuovere un approccio olistico e a lungo termine agli investimenti e contribuire al benessere complessivo delle generazioni presenti e future.

In questo position paper analizziamo le principali critiche e pregiudizi evidenziati nei confronti della finanza sostenibile, dimostrandone l'infondatezza da un punto di vista scientifico. Abbiamo cercato di utilizzare fonti affidabili e imparziali, non condizionate da lobby¹ od opinioni ideologiche e politiche².

In particolare, esaminiamo le affermazioni sul greenwashing, la mancanza di standardizzazione e la relazione tra performance finanziaria e sostenibilità. Attraverso un'analisi basata su prove concrete, dimostriamo la solidità della finanza sostenibile e confutiamo l'idea che la sostenibilità danneggi la redditività degli investimenti, mettendo in evidenza i vantaggi economici della finanza sostenibile. Utilizzando casi di studio³ e best practice, soprattutto italiani, mostriamo come adottando pratiche sostenibili si generi performance e si riducano i rischi. Dimostriamo che considerare la sostenibilità negli investimenti si correla positivamente con i rischi e i rendimenti, portando a una riduzione della volatilità e a un miglioramento delle prestazioni finanziarie a lungo termine. Riconosciamo la necessità di miglioramenti continui e degli sforzi per sviluppare standard globali e migliorare la trasparenza e la qualità dei dati. Inoltre, enfatizziamo l'importanza della collaborazione tra aziende, investitori e autorità regolamentari per garantire l'efficacia e l'integrità delle pratiche sostenibili. In modo sorprendente, le critiche e gli attacchi hanno contribuito allo sviluppo dell'investimento sostenibile, promuovendo la formazione degli attori coinvolti e aumentando la consapevolezza che non esiste una strategia di investimento, finanziamento o assicurazione universale.

¹ Dharna Noor (2023) *Rightwing war on 'woke capitalism' partly driven by fossil fuel interests and allies*. The Guardian: <https://tinyurl.com/262vjv4w>

² Pleiades (2023) *STATEHOUSE REPORT: Right-Wing Attacks on the Freedom to Invest Responsibly Falter in Legislatures*: <https://tinyurl.com/2junzcf8>

³ Gli studi e le ricerche citati nel paper sono tratti esclusivamente da fonti affidabili e imparziali, non condizionate – a nostra conoscenza – da lobby od opinioni ideologiche e politiche.

2 LE PREFERENZE DELL'INVESTITORE FINALE

La critica è che la finanza sostenibile non considera le preferenze dell'investitore finale. **FALSO**

Il libero mercato si basa sulla premessa che i partecipanti possano scegliere dove investire le proprie risorse e le preferenze finanziarie ricoprono un ruolo importante nella definizione delle decisioni di investimento. Le preferenze dell'investitore finale si riferiscono alle inclinazioni, ai desideri e alle priorità personali dell'investitore individuale o istituzionale nel prendere decisioni di investimento. Queste preferenze possono variare notevolmente da un investitore all'altro e possono essere influenzate da una serie di fattori:

- » **Iniziativa normative:** le norme vigenti, le politiche fiscali e i quadri giuridici possono incentivare o scoraggiare gli investimenti in determinati settori o classi di attività.
- » **Aspetti sociali e ambientali:** le preferenze degli investitori possono essere influenzate da considerazioni sociali e ambientali. Per esempio, alcuni investitori danno priorità agli investimenti che dimostrano pratiche sostenibili o che sostengono le energie rinnovabili.
- » **Valori e convinzioni personali:** gli investitori possono avere valori o convinzioni personali che determinano le loro preferenze. Possono scegliere di investire in linea con i loro principi religiosi o etici.
- » **Informazione e formazione:** l'accesso alle informazioni, così come il grado di educazione finanziaria degli investitori, possono influire sulle preferenze. Gli investitori ben informati sui mercati finanziari e sulle opzioni di investimento possono fare scelte più consapevoli.

In sintesi, le preferenze dell'investitore finale sono un elemento chiave nel processo decisionale degli investimenti e possono essere influenzate da una vasta gamma di fattori individuali e istituzionali.

2.1. OBBLIGO FIDUCIARIO

In aggiunta, e altrettanto rilevante nell'ambito delle preferenze degli investitori, è il dovere fiduciario che tutti i partecipanti del mercato finanziario devono osservare e per il quale sono direttamente responsabili. Il dovere fiduciario implica l'obbligo di perseguire il miglior risultato possibile per il cliente, considerando le condizioni esistenti e le informazioni disponibili, attraverso un'appropriate applicazione di diligenza e competenza, e ciò include necessariamente l'integrazione dei fattori ESG e delle pratiche sostenibili. Il dovere fiduciario richiede la valutazione dei rischi e questo implica la considerazione dei criteri ESG dato che la non considerazione di essi incrementa il rischio.

In sintesi, il dovere fiduciario impone l'adozione di comportamenti prudenti, l'operare in buona fede e l'osservanza di un'imparziale lealtà nei confronti di clienti o beneficiari. Tale responsabilità include la valutazione dei rischi, dei rendimenti e delle caratteristiche di liquidità degli investimenti, al fine di prendere decisioni informate che siano coerenti con gli interessi dei beneficiari. Di conseguenza, la considerazione della sostenibilità è parte integrante di questo dovere.

2.2. DIVERSIFICAZIONE DEGLI INVESTIMENTI

L'omissione di considerazioni legate alla sostenibilità degli investimenti può limitare le possibilità di diversificazione per gli investitori finali, aumentando così il livello di rischio. La diversificazione rappresenta una strategia fondamentale nella gestione del rischio, in quanto permette di mitigare potenziali perdite. In un contesto caratterizzato da profondi cambiamenti ambientali, sociali e geopolitici, la mancata considerazione dei fattori di sostenibilità potrebbe ostacolare il raggiungimento di una diversificazione ottimale, aumentando quindi l'esposizione al rischio. La considerazione degli aspetti sostenibili promuove la diversificazione stimolando l'innovazione e incrementa l'efficienza nei mercati aumentando la concorrenza.

Nel complesso, in un mercato libero la limitata diver-

sificazione può ostacolare la concorrenza, aumentare i costi, ridurre i rendimenti, favorire lo sviluppo di posizioni dominanti e rallentare l'innovazione. È essenziale che un mercato libero promuova un'offerta finanziaria diversificata e competitiva, offrendo agli investitori un'ampia gamma di opzioni e opportunità per soddisfare i loro obiettivi finanziari. La considerazione dei fattori di sostenibilità è fondamentale proprio perché amplia le scelte a disposizione degli investitori.

Case Study

OBBLIGAZIONI MUNICIPALI DEL TEXAS

Lo studio di Daniel Garrett e Ivan Ivanov analizza come la regolamentazione governativa che limita l'adozione di politiche ESG distorca i risultati del mercato finanziario. *“Lo Stato del Texas ha emanato nel 2021 una legge che vieta ai comuni di stipulare contratti con banche che adottano determinate politiche ESG. Questo ha portato all'uscita di cinque dei maggiori sottoscrittori di obbligazioni municipali dallo Stato...”*⁴.

La legge è stata emanata per proteggere certe industrie presenti nello stato del Texas. Gli autori dello studio concludono che: *“gli emittenti di obbligazioni municipali che in passato si sono affidati ai sottoscrittori uscenti hanno maggiori probabilità di negoziare i prezzi e di incorrere in costi di prestito più elevati dopo l'attuazione delle leggi. Tra le vendite ancora competitive, gli emittenti si trovano ad affrontare un numero significativamente inferiore di sottoscrittori e una maggiore*

*varianza delle offerte, coerentemente con la diminuzione della concorrenza tra sottoscrittori. Inoltre, il sottoprezzo aumenta tra gli emittenti che fanno maggiore affidamento su banche oggetto della legge e le obbligazioni vengono collocate attraverso un numero maggiore di piccole transazioni. Complessivamente, le nostre stime indicano che gli enti texani pagheranno \$303-\$532 milioni in più di interessi sui \$32 miliardi di prestiti nei primi otto mesi successivi alla legge in Texas”*⁵.

La conclusione dimostra che questo tipo di leggi, contrarie all'incorporazione delle valutazioni ESG, hanno agito contro la premessa alla base del libero mercato, ovvero che i partecipanti possono scegliere liberamente dove investire le proprie risorse, e hanno invece diminuito i profitti, ridotto la concorrenza e la diversificazione e soffocato l'innovazione.

⁴ Angie Basiouny (2022) *Texas Fought Against ESG. Here's What It Cost. Knowledge at Wharton*. <https://tinyurl.com/3ttx63ne>

⁵ Daniel G. Garrett Ivan T. Ivanov (2022) *Gas, Guns, and Governments: Financial Costs of Anti-ESG Policies*. <https://tinyurl.com/mrx2d6s4>

2.3 PREFERENZE E REGOLAMENTI

Le preferenze di sostenibilità sono incorporate nelle normative finanziarie europee. Diversi quadri normativi chiave, come il Regolamento delegato (UE) 2021/1253 che integra la MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II)⁶, la IDD (Insurance Distribution Directive)⁷, e IORP (Institutions for Occupational Retirement Provision)⁸, sottolineano l'importanza di identificare e considerare le preferenze di sostenibilità dei clienti.

In base a queste normative, gli attori finanziari, tra cui banche, società di investimento, assicurazioni e fondi pensione, sono tenuti a valutare e comprendere le preferenze di sostenibilità dei loro clienti. Ciò significa che devono raccogliere informazioni sulle preferenze, i valori e gli obiettivi di sostenibilità dei loro clienti quando forniscono servizi di investimento o assicurativi, per offrire prodotti allineati alle loro preferenze. L'integrazione delle preferenze di sostenibilità mira a migliorare la trasparenza, a consentire ai clienti di prendere decisioni informate e a promuovere la crescita della finanza sostenibile. L'inclusione delle preferenze di sostenibilità nei regolamenti europei riflette la crescente importanza attribuita agli investimenti sostenibili.

Nel complesso, quest'enfasi normativa sulle preferenze in materia di sostenibilità garantisce che gli intermediari finanziari svolgano un ruolo attivo nel promuovere la finanza sostenibile e nel sostenere le scelte di investimento sostenibili dei clienti. Inoltre, favorisce un approccio più centrato sul cliente e contribuisce all'obiettivo più ampio di allineare il settore finanziario ai principi dello sviluppo sostenibile.

3 LE NORME E IL RUOLO ATTIVO DEGLI STATI

La critica è che il ruolo degli Stati nella finanza è solo quello di regolatore. **FALSO**

Nel momento in cui un governo si impegna ad allineare le proprie politiche pubbliche a determinati obiettivi di sostenibilità, per esempio aderendo all'Accordo di Parigi, si posiziona esplicitamente come un attore chiave nell'ambito finanziario. L'impegno nella lotta al cambiamento climatico richiede infatti che un governo non sia soltanto un regolatore, ma che sia partecipante attivo nelle questioni finanziarie. In Europa, questa prospettiva è stata accolta non solo con l'istituzione di obiettivi definiti e prefissati, ma anche tramite l'approvazione di normative in sostegno di tali sforzi.

Il quadro normativo in materia di finanza sostenibile, attualmente in fase di sviluppo, ha l'obiettivo di integrare la considerazione degli aspetti di sostenibilità nelle attività finanziarie. Le autorità di regolamentazione europee hanno compiuto passi significativi per promuovere la finanza sostenibile e per garantire che le decisioni finanziarie tengano in debita considerazione i rischi e le opportunità associati alla sostenibilità. Le normative sulla sostenibilità hanno lo scopo di orientare gli investimenti verso le attività economiche che hanno un impatto positivo sull'ambiente e sulla società e di consentire una più efficace gestione dei rischi associati. I mercati finanziari dovrebbero così allinearsi agli obiettivi di sostenibilità come la lotta al cambiamento climatico e gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs).

⁶ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council (MiFID II): <https://tinyurl.com/424235yc>

⁷ Directive (EU) 2016/97 of the European Parliament and of the Council (Insurance Distribution Directive): <https://tinyurl.com/vhzp26fu>

⁸ Directive (EU) 2016/2341 of the European Parliament and of the Council on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision (IORPs) - consultation on the technical advice for the review of the IORP II Directive: <https://tinyurl.com/5n78jcta>

In Europa sono state introdotte diverse iniziative legislative chiave per facilitare l'integrazione dei fattori ESG nelle pratiche finanziarie. Ne elenchiamo alcune per evidenziare la portata e la complessità.

3.1. TASSONOMIA

Il c.d. Regolamento Tassonomia⁹ stabilisce un sistema di classificazione (o tassonomia, appunto) che definisce quali attività economiche possono essere considerate ecosostenibili dal punto di vista ambientale. Fornisce alla finanza un linguaggio comune e sostiene l'obiettivo dell'Unione Europea di favorire la transizione climatica.

3.2. CORPORATE SUSTAINABILITY REPORTING DIRECTIVE (CSRD)

La Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)¹⁰ richiede alle aziende di divulgare informazioni di sostenibilità, modificando la Non-Financial Reporting Directive (NFRD). L'obiettivo è aumentare la quantità, la qualità e la comparabilità delle informazioni di sostenibilità.

3.3. CORPORATE SUSTAINABILITY DUE DILIGENCE DIRECTIVE (CSDDD)

La Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD)¹¹ mira a promuovere un comportamento aziendale sostenibile e responsabile lungo la "catena del valore" e fornire certezza giuridica alle aziende e maggiore trasparenza a consumatori e investitori. Infatti, le aziende saranno tenute a integrare la due diligence nelle politiche aziendali. Questa normativa è in attesa dell'approvazione finale.

3.4. SHAREHOLDER RIGHTS DIRECTIVE II (SRD II)

La Shareholder Rights Directive II (SRD II)¹² mira a rafforzare i diritti degli investitori e a migliorare la comunicazione tra le società quotate e i loro azionisti. Promuove l'engagement e la trasparenza degli azionisti richiedendo agli investitori istituzionali e ai gestori patrimoniali di rendere note le loro politiche di engagement e di esercitare i diritti di voto in modo responsabile. Ciò incoraggia gli azionisti a considerare i fattori ESG nelle loro azioni di engagement con le società partecipate.

3.5. SUSTAINABLE FINANCE DISCLOSURE REGULATION (SFDR)

La Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)¹³ stabilisce i requisiti di divulgazione per gli operatori dei mercati finanziari e i gestori patrimoniali in merito all'integrazione dei fattori di sostenibilità nei loro processi di investimento. L'obiettivo è quello di migliorare la trasparenza e fornire agli investitori informazioni sulle modalità in cui le considerazioni sulla sostenibilità vengono integrate nelle decisioni di investimento.

3.6. MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE (MIFID II)

La Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II)¹⁴ fornisce un quadro giuridico per i mercati degli strumenti finanziari, gli intermediari finanziari e le sedi di negoziazione. La direttiva fornisce una regolamentazione armonizzata per i servizi di investimento nell'Unione Europea (UE). I suoi obiettivi principali sono l'aumento della concorrenza e della protezione degli investitori e la creazione di condizioni di parità per i partecipanti al mercato dei servizi di investimento.

⁹ Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council (Taxonomy Regulation): <https://tinyurl.com/25b999ue>

¹⁰ Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council (Corporate Sustainability Reporting Directive): <https://tinyurl.com/33vnuhrh>

¹¹ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 (Corporate Sustainability Due Diligence Directive Proposal): <https://tinyurl.com/yn2ucwbd>

¹² Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council (Shareholder Rights Directive II): <https://tinyurl.com/etrr2dnz>

¹³ Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council (Sustainable Finance Disclosure Regulation): <https://tinyurl.com/mu7t4n59>

¹⁴ Cfr. nota 6

3.7. SOLVENCY II

Il Regolamento Delegato UE 2021/1256 modifica il Regolamento Delegato UE 2015/35 (Solvency II)¹⁵, introducendo nuovi compiti per la funzione di gestione dei rischi. In particolare, si fa riferimento alle modifiche che prevedono che la funzione di gestione dei rischi individuali e valuti i rischi emergenti e i rischi di sostenibilità – sia a livello di RAF (Risk Appetite Framework) che di Risk Policy – e che tali rischi vengano integrati nella valutazione del fabbisogno di solvibilità globale dell'impresa.

3.8. INSURANCE DISTRIBUTION DIRECTIVE (IDD)

La Insurance Distribution Directive (IDD)¹⁶ regola le modalità di progettazione e distribuzione dei prodotti assicurativi nell'UE. Essa mira a fornire un quadro normativo di base per la tutela dei consumatori.

3.9. EU EMISSIONS TRADING SYSTEM (EU ETS)

L'Emissions Trading System (EU ETS)¹⁷ è un sistema di scambio delle quote di emissione dell'Unione Europea ed è uno dei principali strumenti su cui si fonda la politica dell'UE per contrastare i cambiamenti climatici. Si tratta di uno strumento essenziale per ridurre in maniera economicamente efficiente le emissioni di gas a effetto serra (GHG). L'EU ETS opera secondo il principio del "Cap and Trade" secondo cui viene fissato un tetto o limite, che stabilisce la quantità massima che può essere emessa dagli impianti che rientrano nel sistema. Entro questo limite, le imprese possono acquistare o vendere quote in base alle loro esigenze.

3.10. CARBON BORDER ADJUSTMENT MECHANISM (CBAM)

Il Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM)¹⁸ è un meccanismo di adeguamento delle emissioni di carbonio alle frontiere UE per affrontare il problema delle emissioni incorporate in alcune tipologie di merci al momento della loro importazione nell'UE, incoraggiando così una produzione industriale più sostenibile anche fuori dall'UE. Si tratta di un'imposta concepita per proteggere l'industria europea in fase di decarbonizzazione da quei competitor esterni che non sono soggetti agli obiettivi climatici dell'Unione Europea. Lavora in sintonia con la graduale eliminazione dell'assegnazione di quote nell'ambito del Cap and Trade dell'EU ETS. È uno degli elementi chiave per raggiungere gli obiettivi climatici dell'Unione Europea.

3.11. EUROPEAN SINGLE ACCESS POINT (ESAP)

L'UE istituirà il European Single Access Point (ESAP)¹⁹, un punto di accesso unico alle informazioni finanziarie e in materia di sostenibilità disponibili al pubblico riguardanti le imprese e i prodotti di investimento dell'UE. Il database è in fase di elaborazione.

3.12. CLIMATE BENCHMARKS REGULATION

La Climate Benchmarks Regulation²⁰ definisce benchmark di investimento che incorporano obiettivi specifici relativi alla riduzione delle emissioni di gas a effetto serra (GHG) e alla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

¹⁵ Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council (Solvency II): <https://tinyurl.com/yt5e38ue>

¹⁶ Cfr. nota 7

¹⁷ EU Emissions Trading System: <https://tinyurl.com/cb7ze7m5>

¹⁸ Carbon Border Adjustment Mechanism: <https://tinyurl.com/86sww4sd>

¹⁹ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European single access point: <https://tinyurl.com/mtzxze8y>

²⁰ Implementing and delegated acts – EU Climate Transition Benchmarks Regulation: <https://tinyurl.com/2nbkf4sx>

3.13. EU GREEN BOND STANDARD (EUGBS)

L'EU Green Bond Standard (EUGBS)²¹ stabilisce uno standard volontario per i green bond. I green bond svolgono un ruolo sempre più importante nel finanziamento delle attività necessarie per la transizione e il raggiungimento degli obiettivi climatici dell'Unione Europea.

In conclusione, la normativa si sta muovendo a ritmo serrato in Europa. Tra le novità in arrivo, ad esempio, si sta valutando una direttiva sui green claims²² contro il greenwashing. Inoltre, come anticipato, assumono sempre più importanza le considerazioni sul rischio ESG, su regolamenti come Basilea III²³, Solvency II²⁴, e IORP²⁵ che hanno un impatto sull'intero spazio finanziario.



Best practice italiane

ANIA

In considerazione del rapido susseguirsi degli aggiornamenti normativi in tema di sostenibilità e della centralità che il tema riveste per il settore assicurativo italiano, ANIA ha avviato nel 2022 la pubblicazione dell'*Osservatorio ANIA sulla sostenibilità per le imprese assicurative*. Il documento, attraverso aggiornamenti periodici, si propone di fornire alle imprese una guida utile a orientarsi nelle evoluzioni in corso del quadro normativo e regolamentare della finanza sostenibile.

L'Associazione ha inoltre lanciato nel 2021 *ANIA Exploring Sustainability*, una newsletter in lingua inglese che mira a fornire informazioni utili sul contesto normativo inerente alla sostenibilità in rapida evoluzione, affrontando in ciascun numero aspetti specifici della normativa in oggetto. Partendo da un focus iniziale su SFDR e sul Regolamento Tassonomia, la newsletter ha poi proseguito con la trattazione del livello 2 della regolamentazione, concentrandosi sui diversi atti delegati del Regolamento Tassonomia.

²¹ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European green bonds: <https://tinyurl.com/yvy5uk7w>

²² Proposal for a Directive on green claims: <https://tinyurl.com/2mcp93zp>

²³ Accordi Basilea III: <https://tinyurl.com/32h44jac>

²⁴ Cfr. nota 15

²⁵ Cfr. nota 8

4 IL RUOLO DELLA MISURAZIONE, ELABORAZIONE E RACCOLTA DATI

La critica è che la sostenibilità non si riesce a misurare. **FALSO**

La valutazione della sostenibilità nelle pratiche di investimento implica la misurazione della performance di sostenibilità degli emittenti che fanno parte dei portafogli e dei prodotti di investimento, finanziamento o assicurazione. La misurazione è resa complessa data l'insufficiente standardizzazione e mancanza di dati. Allo stesso tempo, con la crescente disponibilità di dati ESG provenienti da diverse fonti, sorge il rischio di un sovraccarico informativo. Gli investitori e i professionisti finanziari potrebbero trovare difficile selezionare le informazioni più rilevanti e affidabili all'interno della vasta quantità di dati disponibili. Inoltre, per alcune metriche, come le emissioni Scope 3, può essere complesso raccogliere dati completi, il che può richiedere l'uso di stime. Anche la valutazione degli impatti sociali può presentare delle sfide, ma non è impossibile quando si dispone di dati e strumenti adeguati. In ogni caso, è essenziale che vengano esplicitate le metodologie utilizzate per evitare il "greenwashing".

È fondamentale compiere sforzi di standardizzazione e consolidamento per semplificare la raccolta, il reporting e l'analisi dei dati ESG. Nonostante le recenti normative europee volte a migliorare la trasparenza e la quantità delle informazioni disponibili, permangono

ancora molte sfide aperte, tra cui un'insufficiente standardizzazione dei dati, lacune nei dati, difficoltà nella comprensione dell'importanza dei temi ESG e potenziali problemi di etichettatura e rating.

4.1. STANDARDIZZAZIONE DEI DATI

Una sfida è rappresentata dalla mancanza di dati standardizzati sui fattori ESG. Per misurare la sostenibilità, spesso gli investitori si basano su dati raccolti e comunicati dalle aziende stesse o da fornitori terzi. Tuttavia, l'analisi comparativa tra aziende e settori è complicata dalla mancanza di uniformità nelle metodologie di rendicontazione di sostenibilità tra aziende e settori. Sono in corso sforzi per sviluppare standard di rendicontazione globali da parte di diversi enti come il Global Reporting Initiative (GRI)²⁶, l'International Sustainability Standards Board (ISSB)²⁷ e l'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG)²⁸, per promuovere dati ESG coerenti e comparabili. Ad esempio, l'EFRAG e il GRI hanno pubblicato una dichiarazione congiunta sull'elevato livello di interoperabilità raggiunto tra gli European Sustainability Reporting Standards (ESRS) e gli Standard GRI²⁹. Il panorama normativo degli investimenti sostenibili si sta evolvendo a livello globale, con variazioni nei quadri normativi, negli standard e nei requisiti di divulgazione e reporting tra le varie giurisdizioni. Ciò può creare problemi per gli investitori e le istituzioni finanziarie che operano in più mercati. L'armonizzazione e la convergenza degli approcci rende il lavoro del GRI, dell'ISSB e dell'EFRAG ancora più importante.

4.2. BENCHMARKING

Per valutare le performance degli investimenti sostenibili sono necessari benchmark rilevanti e affidabili. Lo sviluppo di metodologie di benchmarking appropriate che siano in grado di cogliere le caratteristiche degli investimenti sostenibili è essenziale per fornire confronti significativi tra le performance. L'UE ha iniziato a occuparsi di questo aspetto con la Climate Benchmarks Regulation sui benchmark climatici già menzionati, ma dovrà continuare a evolversi per stabilire metodologie di misurazione coerenti, nonché per migliorare la quantità, qualità e trasparenza dei dati. Ciò sarà fondamentale per costruire valutazioni accurate e comparabili delle performance di sostenibilità³⁰.

²⁶ Global Reporting Initiative (GRI): <https://tinyurl.com/2bd7bpye>

²⁷ International Sustainability Standards Board (ISSB): <https://tinyurl.com/ehu2p8fz>

²⁸ EFRAG: <https://tinyurl.com/2d7p3nn9>

²⁹ EFRAG-GRI (2023) *Joint statement of operability*: <https://tinyurl.com/3xw2pfm9>

³⁰ Opinion of the European Economic and Social Committee on the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European single access point: <https://tinyurl.com/mrkj6sh9>

4.3. LACUNE NEI DATI

Nonostante la crescente disponibilità di dati ESG, in alcuni settori, regioni o nazioni vi sono ancora delle lacune, che rendono difficile la valutazione. Per colmare le lacune nei dati è necessaria una collaborazione costante tra autorità di regolamentazione, aziende e fornitori di dati per incoraggiare una rendicontazione più completa e standardizzata. Due delle normative che stanno affrontando questo problema sono la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)³¹ e la Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD)³².

4.4. COMPrensIONE

Investitori e operatori di mercato possono avere una comprensione limitata dei fattori ESG e della loro rilevanza nei processi finanziari. Questa mancanza di comprensione può ostacolare un'efficace integrazione delle considerazioni di sostenibilità nelle pratiche di investimento. Iniziative come programmi di educazione degli investitori e dei consulenti finanziari, così come percorsi formativi e campagne di sensibilizzazione settoriali, possono contribuire a migliorare la conoscenza e la consapevolezza dell'importanza della sostenibilità in finanza. Per rendere efficaci tali iniziative, tuttavia, è essenziale uniformare i termini e le definizioni utilizzati, affinché la comunicazione sia chiara e coerente. Le evoluzioni nel quadro normativo europeo si prefiggono precisamente questo scopo.

4.5. LABEL E RATING

L'espansione degli investimenti sostenibili ha portato a un aumento del numero di prodotti finanziari che si presentano come sostenibili. Tuttavia, si verificano casi di greenwashing, che possono compromettere la fiducia nel mercato finanziario. Per affrontare questa problematica, è essenziale stabilire standard e requisiti chiari per la classificazione degli investimenti sostenibili, al fine di assicurare trasparenza e credibilità nel mercato.

È fondamentale comprendere le preferenze degli investitori e fornire loro le informazioni accessibili sui prodotti di investimento sostenibili e l'offerta di strumenti robusti per valutare le performance di sostenibilità degli investimenti. Per superare queste sfide, è necessaria la collaborazione di tutte le parti interessate, compresi governi, autorità di regolamentazione, istituzioni finanziarie, agenzie di rating e investitori, al fine di promuovere la trasparenza, la standardizzazione e l'educazione riguardo agli investimenti sostenibili. Nonostante gli sforzi fatti per stabilire standard di settore, migliorare la qualità e l'accessibilità dei dati, rafforzare la verifica e la validazione delle dichiarazioni di sostenibilità, questa rimane ancora una sfida aperta.

³¹ Cfr. nota 10

³² Cfr. nota 11



ETICA SGR

Metodologia proprietaria di misurazione del rischio ESG

Accanto ai tradizionali rischi finanziari, stanno assumendo una crescente importanza lo studio e la gestione del rischio derivante da cause ambientali, sociali e di governance (ESG). Etica Sgr, che sin dalla sua fondazione, nel 2000, si distingue per il proprio approccio etico e sostenibile all'investimento, ha elaborato una metrica proprietaria, il Rischio ESG, che calcola il rischio dell'investimento derivante da fattori ambientali, sociali e di governance.

La base di partenza per l'elaborazione del Rischio ESG è il concetto di entropia, che in statistica rappresenta la misura del disordine, e ha come input i pesi dei titoli in portafoglio e i punteggi ESG attribuiti da Etica Sgr agli emittenti, in base all'attenzione alle tematiche di sostenibilità. In questo modo, i titoli sono organizzati in classi di Rischio ESG. Le analisi hanno dimostrato che i portafogli più rischiosi

finanziariamente presentano anche un Rischio ESG più rilevante. Tale metrica, integrata al processo di selezione dei titoli, è pertanto un importante strumento per definire, ex ante, l'universo investibile dei fondi di investimento, in modo tale che, nel tempo, non vi siano discontinuità significative nel valore del rischio di sostenibilità. Inoltre, nel processo di gestione, il Rischio ESG consente di monitorare gli impatti del rischio di sostenibilità sui rendimenti dei fondi di investimento, calcolando le performance aggiustate anche per il rischio in termini ESG, come richiesto dalla normativa vigente.

Robuste evidenze³³ hanno dimostrato, inoltre, che il rischio ESG contribuisce a ridurre la volatilità imprevista dei portafogli e a ottimizzarne la diversificazione offrendo così un vantaggio competitivo nella gestione del rischio di portafoglio nel tempo.

³³ P. Capelli, F. Ielasi, A. Russo (2021) *Forecasting volatility by integrating financial risk with environmental, social, and governance risk*. Corporate Social Responsibility and Environmental Management: <https://tinyurl.com/bd5j7xs5>



Best practice italiane

MIROVA

Per ottimizzare le scelte di investimento, nonché il monitoraggio e la rendicontazione delle prestazioni ambientali e sociali degli asset, Mirova (Gruppo Natixis) si affida a indicatori quantitativi come complemento alle sue valutazioni qualitative. Mirova monitora questi indicatori a diversi livelli:

- » A livello degli asset investiti, Mirova li utilizza come parametri nel processo decisionale di investimento e, dopo l'investimento, come base per gli scambi di follow-up con la direzione. Gli indicatori sono adattati per rispecchiare le specificità di ciascun asset;
- » a livello di portafoglio, al fine di garantire l'allineamento e le prestazioni del patrimonio investito rispetto alle ambizioni di un fondo specifico;
- » questi indicatori, consolidati a livello di asset class, illustrano la coerenza e l'impatto della strategia generale di Mirova.

Gli indicatori possono assumere diverse forme.

» Indicatori "fisici"

Quantificazione di alcuni indicatori chiave di monitoraggio espressi in unità fisiche. Per esempio, tonnellate di CO₂, numero di posti di lavoro creati, quota di donne in posizioni manageriali.

» Grado di esposizione

La porzione degli investimenti o degli indici di mercato esposta a determinate problematiche (per esempio, investimenti che offrono soluzioni climatiche o l'esposizione a controversie legate ai diritti umani).

Inoltre, in collaborazione con Iceberg Data Lab e la società di consulenza I Care, Mirova ha contribuito a sviluppare il Corporate Biodiversity Footprint (CBF), uno strumento per identificare l'impatto sulla biodiversità delle società quotate in Borsa.

5 IL PREGIUDIZIO DEI COSTI DELLA FINANZA SOSTENIBILE

La critica è che i costi dei prodotti sostenibili sono superiori ai costi dei prodotti tradizionali. **FALSO**

Una delle principali convinzioni errate riguardo alla finanza sostenibile è che i costi dei prodotti ESG siano superiori a quelli dei prodotti non sostenibili. Per esempio, quando la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)³⁴ ha analizzato la conoscenza, l'interesse e la sottoscrizione degli investimenti sostenibili da parte delle famiglie di investitori italiani, solo il 14% li ha percepiti come meno costosi dei prodotti non sostenibili.

Stiamo esaminando i prodotti finanziari sostenibili disponibili sui mercati dell'Unione Europea; questo è significativo poiché la regione geografica in cui i prodotti sono commercializzati ricopre un ruolo cruciale nella determinazione dei loro costi. Analizzando i mercati non UE i costi dei prodotti sostenibili possono essere completamente diversi, così come lo sono anche nei prodotti tradizionali. Secondo Morningstar, l'UE detiene più dell'80% degli asset dei fondi sostenibili a livello globale. Quando analizziamo la struttura di costi, consideriamo sempre l'importo totale gestito (AuM – dall'inglese Asset under Management). Un articolo pubblicato sulla rivista

Morningstar a novembre del 2022 ha evidenziato che: *"la dimensione è correlata a costi inferiori, maggiore scelta e, in generale, maggiore trasparenza, benefici chiari per gli investitori"*³⁵.

L'analisi dei costi solitamente coinvolge il calcolo delle medie, che naturalmente comprende valori sia superiori, sia inferiori alla media; in questo contesto, noi ci concentriamo sulla media dell'UE, poiché fornisce una panoramica più ampia, senza focalizzarsi su singoli valori eccezionali. L'anno di collocamento sul mercato di un prodotto finanziario è un altro elemento che influenza i costi. I prodotti più recenti tendono ad avere commissioni inferiori, in quanto non sono gravati da questioni pregresse relative a questo aspetto. Inoltre, le decisioni commerciali prese dalle società di gestione del patrimonio influiscono sulle analisi dei costi. Nel caso di classi o categorie di attivi molto ambiti o altamente competitivi, i gestori possono optare per commissioni più basse al fine di attrarre clienti e rimanere competitivi sul mercato.

La considerazione di questi numerosi fattori fornisce una comprensione più completa delle strutture di costi associate ai prodotti finanziari e, pertanto, consente agli investitori di prendere decisioni informate grazie a una valutazione dei costi che tenga conto delle variazioni geografiche, degli AuM, dell'anno di lancio dei prodotti e delle decisioni strategiche dei gestori patrimoniali.

Un fattore che abbiamo considerato quando abbiamo scelto le varie analisi e ricerche disponibili è che la fonte doveva essere una fonte affidabile. Le metodologie sono differenti, ma tutti gli studi giungono alla stessa conclusione: le commissioni sono più basse nei prodotti sostenibili rispetto ai loro omologhi tradizionali; di conseguenza, può ritenersi confutata una delle principali critiche mosse alla finanza sostenibile.

5.1. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY

L'European Securities and Markets Authority (ESMA) pubblica ogni anno *"Costs and Performance of EU Retail Investment Products"*³⁶. Si tratta di un'analisi sui costi e sulle performance dei prodotti di investimento retail in Europa in cui sono analizzate le commissioni degli Undertakings for Collective Investment

³⁴ CONSOB (2022) *Report on financial investments of Italian households*: <https://tinyurl.com/mwnd6stw>

³⁵ Morningstar (2022) *Will Anti-ESG Forces Undermine What Made American Mutual Funds Great?*: <https://tinyurl.com/4p9z5796>

³⁶ ESMA (2023) *Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023*: <https://tinyurl.com/swjx34p6> Annexes: <https://tinyurl.com/3arftp6r>

in Transferable Securities (UCITS), cioè gli Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM) che seguono strategie ambientali, sociali e di governance (ESG) rispetto agli OICVM tradizionali. Gli UCITS sono il

più grande settore di investimento al dettaglio nell'UE e le analisi dell'ESMA coprono un campione di prodotti finanziari pari a €10 miliardi AuM, di cui gli investitori al dettaglio detenevano poco meno di €6 miliardi nel 2021.

ASR-CP.19 UCITS net performance and costs over one year ESG funds outperformed in 2021

	ESG	NON-ESG
All funds (equity, bond and mixed UCITS)		
Costs	1.3%	1.4%
Net performance	22.8%	16.8%
Number of funds	1,916	12,137
Equity UCITS		
<i>Non-ETFs</i>		
Costs	1.4%	1.9%
Net performance	32.8%	28.8%
Number of funds	952	4,017
<i>ETFs</i>		
Costs	0.6%	0.4%
Net performance	31.8%	31.8%
Number of funds	115	648
Bond UCITS		
Costs	0.9%	1.0%
Net performance	3.6%	4.2%
Number of funds	398	3,384
Mixed UCITS		
Costs	1.6%	1.8%
Net performance	15.0%	13.1%
Number of funds	451	4,088

Source: ESMA

Nell'analisi del 2023, l'ESMA rileva che:

"i costi sono diminuiti ulteriormente, anche se a un ritmo più lento; sono stati più alti per i fondi transfrontalieri che per i fondi nazionali, soprattutto a causa dell'eterogeneità dei canali di distribuzione e dei costi. [...] L'inflazione e il suo impatto negativo sui valori di portafoglio hanno iniziato ad aumentare nel 2021. I costi per gli UCITS attivi azionari e obbligazionari sono stati più elevati di quelli per i fondi negoziati in borsa passivi (ETF). [...] Tra gli Stati membri dell'UE, le eterogeneità dei costi sono persistite. Nel 2021 i fondi ESG sono rimasti, in media, più economici rispetto agli equivalenti non ESG e

hanno sovraperformato in termini netti [...].

I rapporti precedenti concludevano che gli UCITS ESG (esclusi gli ETF) erano meno costosi degli equivalenti non ESG. Questa conclusione rimane valida nel 2021 (ASR-CP.19) (vedi sopra): all'1,3%, i costi totali degli UCITS ESG erano in aggregato inferiori ai costi degli equivalenti non ESG (1,4%). Questo risultato è valido per le tre classi di attività considerate (ETF esclusi)³⁷. In conclusione, si può affermare che, dall'inizio delle analisi annuali nel 2019 da parte di ESMA, le commissioni sui prodotti UCITS (esclusi gli ETF) sostenibili sono più basse in tutte le categorie analizzate dall'ESMA.

³⁷ Cfr. nota 36

5.2. EUROPEAN ETF INDUSTRY YEARBOOK: REVIEW 2022 AND OUTLOOK

Nella sua relazione, l'ESMA ha dichiarato di non disporre di dati sufficienti per creare una categoria separata per gli ETF obbligazionari ESG e per gli ETF misti ESG, dovuto al numero limitato di ETF sul mercato. Pertanto, per verificare i costi relativi a queste categorie di prodotti, si è deciso di consultare la pubblicazione di Refinitiv³⁸. Refinitiv rileva che:

“gli asset in gestione nel settore europeo degli ETF si sono attestati a €1.242,2 miliardi alla fine di dicembre 2022 [...]. Il 6,18% degli asset in gestione è stato investito in ETF legati all'ESG”, che “gli ETF legati agli ESG hanno raccolto il 65,49% dei flussi complessivi nell'industria europea degli ETF per il 2022.”

Refinitiv continua analizzando i dati in base alle categorie SFDR³⁹:

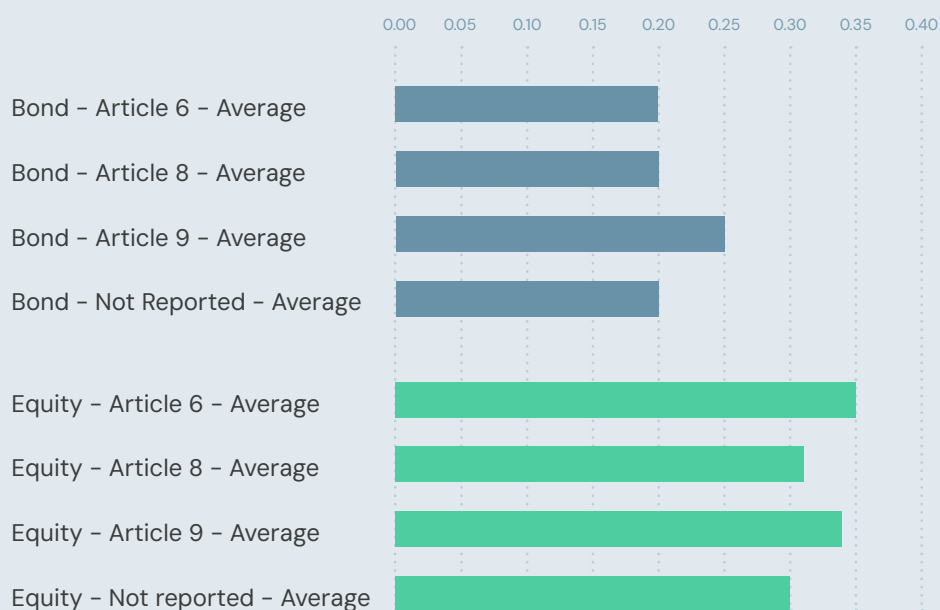
“uno dei pregiudizi che affligge i prodotti ESG è che siano troppo costosi rispetto ai loro omologhi convenzionali [...]. Un'analisi dettagliata di tutti gli ETF obbligazionari e azionari in Europa, raggruppati in base al rispettivo

articolo SFDR, mostra che il TER medio dell'ETF azionario art. 8 (0,31%) e dell'ETF azionario art. 9 (0,34%) è inferiore all'ETF azionario medio convenzionale art. 6 (0,35%). Nel segmento obbligazionario, vediamo che il TER medio degli ETF obbligazionari art. 9 (0,25%) è sostanzialmente superiore al TER degli ETF obbligazionari convenzionali art. 6 (0,20%), mentre l'ETF obbligazionario medio art. 8 ha lo stesso TER medio (0,20%) degli ETF obbligazionari convenzionali art. 6”.

Inoltre, Refinitiv conferma l'argomento del costo iniziale di un ETF e la relazione tra costo e AuM:

“detto questo, sembra logico che i prodotti legati all'ESG siano più costosi dei loro omologhi, poiché i gestori e i promotori degli indici hanno bisogno di più dati per determinare i costituenti dei loro portafogli/indici [...] poiché l'industria europea degli ETF è molto competitiva e gli investitori europei sono spesso considerati attenti ai costi, potremmo assistere a un calo dei TER per gli ETF obbligazionari legati all'ESG quando il numero di ETF nelle rispettive classificazioni globali di Lipper è in aumento, poiché i promotori di ETF in Europa possono utilizzare i TER dei loro prodotti come strumenti di marketing [...]. A questo proposito, si può concludere che gli ETF legati all'ESG non sono in generale troppo costosi. Detto questo, gli ETF con TER superiori alla media dovranno dimostrare nel tempo il loro valore aggiunto per

Graph 31: Average Total Expense Ratios by Asset Type and SFDR Article – December 31, 2022 (in %)



Source: Refinitiv Lipper

³⁸ Refinitiv (2022) *European ETF industry yearbook: review 2022 and outlook*: <https://tinyurl.com/murskt8x>

³⁹ Cfr. nota 13

*gli investitori, poiché si può prevedere che altrimenti gli investitori passeranno a una soluzione più economica. Come detto in precedenza, è prevedibile che l'elevata concorrenza nel segmento degli ETF europei farà scendere ulteriormente i costi degli ETF legati all'ESG nel tempo.*⁴⁰

Pertanto, anche per la maggior parte degli ETF legati all'ESG il costo è inferiore o uguale a quello dei prodotti tradizionali. Il costo più elevato menzionato per gli ETF obbligazionari art. 9 sembra essere derivato dal fatto che è necessaria una licenza per specifici benchmark. In effetti, gli ETF che seguono benchmark nuovi o personalizzati sono basati su ricerche ESG di terzi e questo vale per qualsiasi ETF, a prescindere dal fatto che siano sostenibili o no; quindi, qualsiasi ETF specializzato potrebbe inizialmente avere un costo maggiore fino a quando le dimensioni dell'ETF non raggiunge una certa dimensione.

Sarà senz'altro necessario approfondire le analisi a partire dai dati disponibili nei prossimi anni e dall'aggiornamento dello studio condotto dall'ESMA. In conclusione, le commissioni sono più basse nei prodotti sostenibili rispetto ai loro omologhi tradizionali e per le categorie ancora in fase iniziale sarà necessario condurre ulteriori ricerche. Una delle principali idee sbagliate sulla finanza sostenibile è stata così sfatata e spetta a tutti noi comunicarla più chiaramente e cambiare la percezione del mercato.

PERFORMANCE E RISCHIO

La critica è che le performance dei prodotti sostenibili sono inferiori a quelle dei prodotti tradizionali.

FALSO

La critica è che il rischio dei prodotti sostenibili è superiore a quello dei prodotti tradizionali. **FALSO**

6.1. PERFORMANCE

Un'altra critica sollevata nei confronti degli investimenti sostenibili riguarda le performance che, secondo i critici, sarebbero inferiori rispetto a quelle degli investimenti tradizionali. Anzitutto, va ricordato che gli investimenti sostenibili hanno un orizzonte d'investimento di medio-lungo termine; pertanto, qualsiasi analisi dovrebbe basarsi su questo orizzonte temporale.

Sono stati condotti numerosi studi e meta-studi che hanno dato risultati diversi. Il problema principale di tutti questi studi è che hanno classificato gli investimenti sostenibili in modo diverso, hanno utilizzato metodologie diverse o provenivano da fonti non attendibili.

Invece di addentrarci in questo campo, dunque, ci siamo concentrati sulle analisi condotte dall'ESMA e le abbiamo integrate con le analisi di Morningstar e Refinitiv Lipper quando abbiamo esaminato un'area specifica di prodotti con orizzonte temporale di medio-lungo termine. Il 2022 è stato un anno unico dal punto di vista degli investimenti sostenibili, per cui abbiamo allegato dei casi di studio specifici. Tutte queste analisi giungono alla stessa conclusione: in un orizzonte temporale d'investimento di medio-lungo termine gli investimenti ESG non sottoperformano, anzi in molti casi sovraperformano.

⁴⁰ Cfr. nota 38

ASR-CP.19
UCITS net performance and costs over one year
ESG funds outperformed in 2021

	ESG	NON-ESG
All funds (equity, bond and mixed UCITS)		
Costs	1.3%	1.4%
Net performance	22.8%	16.8%
Number of funds	1,916	12,137
Equity UCITS		
<i>Non-ETFs</i>		
Costs	1.4%	1.9%
Net performance	32.8%	28.8%
Number of funds	952	4,017
<i>ETFs</i>		
Costs	0.6%	0.4%
Net performance	31.8%	31.8%
Number of funds	115	648
Bond UCITS		
Costs	0.9%	1.0%
Net performance	3.6%	4.2%
Number of funds	398	3,384
Mixed UCITS		
Costs	1.6%	1.8%
Net performance	15.0%	13.1%
Number of funds	451	4,088

Source: ESMA

European Securities and Markets Authority

Nell'analisi dell'ESMA⁴¹, già citata nel paragrafo sulle commissioni, viene analizzata anche la performance dei fondi UCITS con strategie ESG rispetto agli UCITS tradizionali che non le considerano. L'ESMA rileva che:

"i fondi ESG sono rimasti, in media, più convenienti nel 2021 rispetto agli equivalenti non ESG e hanno sovraperformato in termini netti [...]. Per quanto riguarda la performance netta, anche i dati relativi al 2021 confermano i risultati degli anni precedenti: la performance netta media dei fondi UCITS ESG in un anno è stata del 22,8% (6 punti percentuali – p.p. in più rispetto ai fondi UCITS non ESG) [...]. Questo risultato è stato determinato dalla sovraperformance dei fondi ESG sia azionari (4 p.p. per i non-ETF) che misti (1,8 p.p.). Tuttavia, quest'anno gli UCITS obbligazionari ESG hanno sottoperformato ri-

petto ai loro equivalenti non ESG (-0,6 p.p.)." Nello studio di Morningstar⁴², la spiegazione del motivo per cui gli ESG bond hanno sottoperformato nel 2021 è il fatto che hanno una duration più lunga.

Se si considera la performance triennale, l'ESMA afferma che *"gli UCITS ESG hanno sovraperformato in aggregato i fondi non ESG (la performance netta degli UCITS ESG è superiore di 4,2 p.p. a quella degli UCITS non ESG). Tra le diverse classi di attività considerate, i fondi azionari e misti ESG hanno sovraperformato i loro equivalenti non ESG (rispettivamente di 2,8 p.p. e 1,3 p.p.). Tuttavia, nel caso degli UCITS obbligazionari, la performance netta è stata superiore per i fondi non ESG"*.

Come per l'analisi delle commissioni, la sottoperformance di singole categorie è dovuta a requisiti specifici di queste categorie.

In conclusione, l'analisi dell'ESMA conferma che gli UCITS ESG sovraperformano gli UCITS non ESG.

⁴¹ Cfr. nota 36

⁴² Morningstar (2022) *How do European ESG Funds Perform in 2022?*: <https://tinyurl.com/2prsv6yz>

UCITS gross performance and costs over 3 years ESG funds outperformed in 2019

	ESG	NON-ESG
All funds (equity, bond and mixed UCITS)		
Costs	1.3%	1.7%
Net performance	11.0%	6.8%
Number of funds	850	2,607
Equity UCITS		
Costs	1.3%	2.0%
Net performance	15.6%	12.8%
Number of funds	475	932
Bond UCITS		
Costs	1%	1.5%
Net performance	1.7%	2.8%
Number of funds	177	769
Mixed UCITS		
Costs	1.6%	1.8%
Net performance	6.9%	5.5%
Number of funds	198	906

Source: ESMA

Morningstar

Morningstar ha analizzato le performance ESG a lungo termine e questo ci fornisce una visione più chiara in attesa dell'aggiornamento dell'analisi dell'ESMA⁴³. Come sottolineato, l'orizzonte di investimento di medio-lungo termine è un fattore chiave per gli investimenti sostenibili. Dalle analisi di Morningstar emerge che:

"rendimenti medi e i tassi di successo del nostro campione suggeriscono che non vi è alcun compromesso di performance associato ai fondi ESG nel medio e lungo termine. In effetti, nell'arco di tre, cinque e dieci anni, il fondo ESG medio ha battuto il suo pari tradizionale[...] Le probabilità di scegliere un fondo ESG vincente con rendimenti in eccesso elevati rispetto ai pari tradizionali aumentano con l'allungarsi del periodo di detenzione[...] Una percentuale simile di fondi ESG (36%) e di fondi tradizionali (35%) ha 4 o 5 stelle, ma un numero significativamente maggiore di fondi ESG (38%) rispetto a quelli tradizionali (32%) è stato premiato con i rating Gold,

Silver e Bronze. Ciò significa che i nostri analisti hanno una maggiore convinzione della capacità dei fondi ESG di sovraperformare."

⁴³ Cfr. nota 36

ESG Funds' Rates by Morningstar Category by Q4 2022 (%)

Category	1 Year	3 Years	5 Years	10 Years
Global Large-Cap Blend Equity	45	67	68	68
Eurozone Large-Cap Equity	37	56	60	58
EUR Diversified Bond	32	31	23	46
Europe Large-Cap Blend Equity	46	59	58	55
EUR Cautious Allocation - Global	28	42	54	57
EUR Corporate Bond	21	28	50	63
US Large-Cap Blend Equity	39	67	66	65
France Equity	43	30	36	45
Global Emerging Markets Equity	62	60	58	63
Global Large-Cap Growth Equity	64	65	52	51
EUR Government Bond	42	42	69	75
Global Bond	24	48	53	57
Weighted Average	41	53	56	58
Japan Large-Cap Equity	35	33	46	42
Asia ex-Japan Equity	54	50	59	56
Global Large-Cap Value Equity	14	69	50	44
Europe Large-Cap Growth Equity	46	54	56	56
UK Large-Cap Equity	25	18	13	40

Source: Morningstar Direct, Morningstar Research. Data as of December 2022. Based on 2,052 ESG funds and 5,911 traditional funds from the 17 categories shown above.

Inoltre, le analisi di Morningstar evidenziano che *“nel periodo di riferimento di tre, cinque e dieci anni, un investitore si sarebbe trovato meglio con un fondo ESG rispetto alla maggior parte dei fondi tradizionali [...], come mostra l'Exhibit 4. Ad esempio, nel periodo di cinque anni fino al 2022, il tasso di successo medio ponderato per un fondo ESG nelle categorie più popolari è salito al 56%, il che suggerisce che oltre la metà dei fondi ESG ha battuto la media dei loro omologhi tradizionali non ESG [...]. Nel periodo di 10 anni terminato il 31 dicembre 2022, si ritiene che quasi il 60% dei fondi ESG sopravvissuti nelle 12 categorie abbia battuto la media dei fondi tradizionali sopravvissuti”*.

In un orizzonte temporale di investimento di medio-lungo termine, dunque, viene confutata una delle critiche che vengono mosse alla finanza sostenibile, secondo cui i fondi ESG comporterebbero un *“sacrificio”* in termini di performance. La ricerca ha inoltre rilevato

che, quanto più lungo è l'orizzonte temporale di investimento considerato, tanto più aumenta la probabilità di ottenere performance migliori nei fondi ESG.

Inoltre, lo studio ha dimostrato che i fondi ESG hanno in media un rendimento (corretto per il rischio e corretto per i costi) più elevato rispetto ai fondi della stessa categoria. Inoltre, i fondi ESG hanno una maggiore capacità di generare rendimenti nel lungo periodo.

Morningstar ha anche analizzato⁴⁴ la relazione tra sovraperformance e commissioni e ha concluso che:

“mentre la maggior parte dei fondi ESG delle 12 categorie qui considerate ha battuto la media dei loro pari tradizionali negli ultimi cinque o dieci anni, il livello dei rendimenti in eccesso variava a seconda delle commissioni. Come per qualsiasi altro tipo di investimento, le commissioni sono una considerazione fondamentale nella scelta di un fondo ESG [...]”.

⁴⁴ Cfr. nota 42

Excess Return Distribution for ESG Funds in Global Large-Cap Blend Equity Category



Source: Morningstar Direct. Morningstar Research. Data as of December 2022. Based on 501, 336,267 and 141 ESG funds in the Global Large-Cap Blend Equity category with one-, three, five-, and 10-years excess return data, respectively.

Esaminando gli indici di sostenibilità, gli analisti di Morningstar⁴⁵ concludono che:

"nonostante la scarsa performance degli indici di sostenibilità nel 2022, i numeri a cinque anni rimangono forti. Dal 2018 al 2022, il 78% (99/127) degli indici di sostenibilità Morningstar con una storia di performance quinquennale ha battuto i loro equivalenti."

La conclusione generale è che i fondi ESG sovraperformano nel medio-lungo periodo. Eventi inattesi possono avere un impatto sulla performance a breve termine, ma la performance a lungo termine è positiva rispetto ai fondi tradizionali. Dobbiamo tutti comunicare meglio il fatto che non c'è alcun compromesso circa la performance e che, al contrario, la performance è positiva nel medio lungo periodo.

⁴⁵ Morningstar (2023) *In a Period of Poor Performance for Sustainable Investments, Gender Equality and Renewable Energy Were Bright Spots*: <https://tinyurl.com/mr3ew6jz>

L'IMPATTO DELLA DURATION SUI FONDI OBBLIGAZIONARI ESG

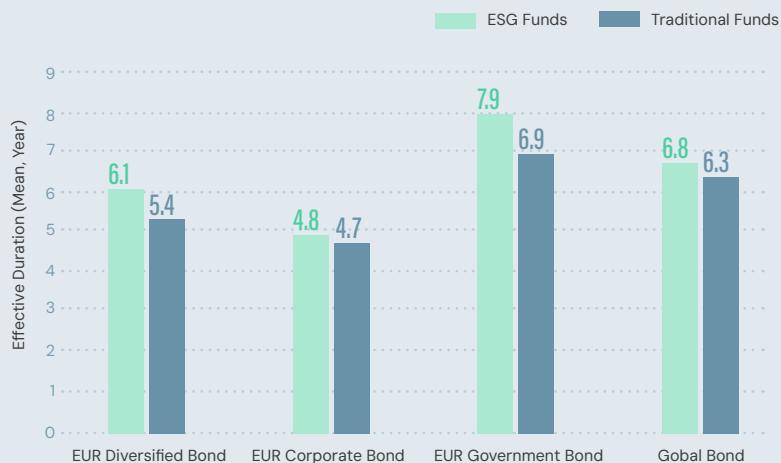
L'analisi di Morningstar ⁴⁶ ha esaminato anche l'impatto che la duration ha avuto sulla performance del 2022 nei fondi obbligazionari ESG che hanno una duration più lunga.

"I fondi obbligazionari ESG sono stati tra i peggiori performer dello scorso anno [...]. Questa scarsa performance può essere quasi interamente spiegata dall'aumento dei tassi di interesse. I fondi obbligazionari ESG hanno in genere una duration più lunga perché tendono a sovrappesare strutturalmente le obbligazioni investment-grade, che in genere hanno rendimenti più bassi e una duration più lunga. Le obbligazioni investment-grade più interessanti sono

simili ai titoli di Stato di alta qualità (che tendono anch'essi ad avere duration superiori alla media). In un contesto inflazionistico come quello del 2022, le strategie con duration più lunga sono più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse e tendono quindi a registrare perdite maggiori". Il grafico mostra che i fondi ESG nelle quattro categorie a reddito fisso più popolari di Morningstar hanno una duration più elevata rispetto ai fondi tradizionali."

Ciò è correlato all'orizzonte di investimento a lungo termine dei fondi obbligazionari ESG, considerando per esempio i green bond emessi per infrastrutture.

Effective Duration of ESG Funds vs Traditional Funds



Source: Morningstar Direct. Morningstar Research. Data as of December 2022. Based on 131 ESG funds and 598 traditional funds from the four categories shown above.

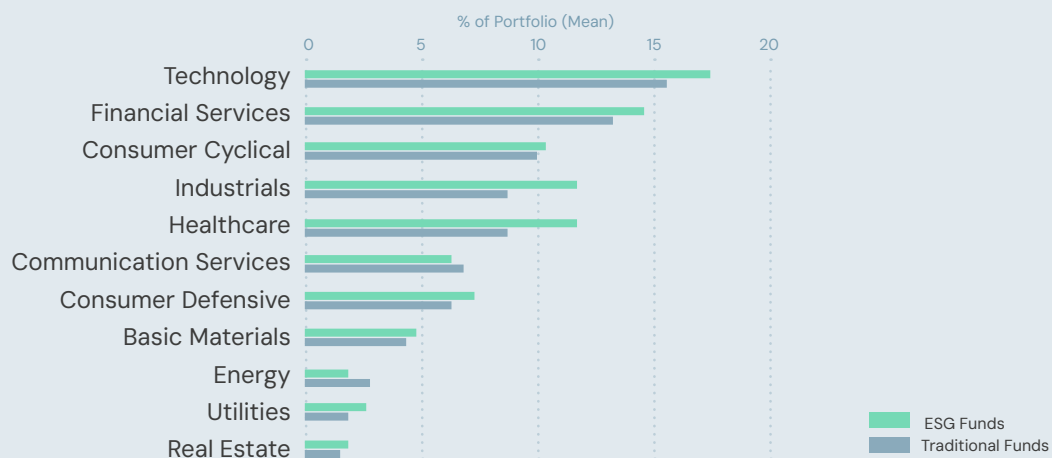
⁴⁶ Cfr. nota 42

L'IMPATTO DELLA SECTOR ALLOCATION SUI FONDI ESG

Eventi geopolitici come la guerra in Ucraina e cambiamenti economici incrementano volatilità e incertezza nei mercati finanziari, influenzando le performance degli investimenti e i livelli di rischio. Nel 2022, la performance dei fondi ESG ha risentito degli elevati prezzi dei combustibili fossili a causa della guerra in Ucraina: poiché i fondi ESG tendono a essere sottopesati nel settore energetico ciò ha avuto un forte impatto. La seconda distorsione settoriale dei fondi ESG è che tendono a sovrappesare il settore tecnologico, che ha anch'esso sottoperformato nel 2022. L'analisi di Morningstar conferma che: *"rispetto ai fondi tradizionali, molti fondi ESG hanno una sottoponderazione strutturale nel settore energetico, che lo scorso anno ha registrato la migliore performance dell'indice Morningstar Global Markets, con un notevole guadagno, del 34%. D'altro canto [...], i fondi ESG tendono a sovrappesare i settori tecnologico, industriale e*

sanitario rispetto ai fondi tradizionali. Nel 2022, la tecnologia è stata tra i settori con le peggiori performance dell'indice Morningstar Global Markets, perdendo il 32,2%, mentre i settori industriale e sanitario hanno registrato rendimenti negativi rispettivamente del 13% e dell'8,3%. L'opposto si è verificato nel 2020, quando il settore tecnologico ha guadagnato il 48% rispetto alla perdita del 27% del settore energia. Tale inversione di tendenza nel 2020 è stata riscontrata anche nel settore sanitario (+17,2%) e in quello industriale (+11,1%)." In conclusione, i fondi sostenibili nella loro struttura avranno esposizioni settoriali che avranno un impatto sulla performance a breve termine. Tutti gli investimenti, inclusi quelli sostenibili, possono attraversare periodi di sottoperformance. Tuttavia, se si prende in considerazione un orizzonte temporale di medio-lungo termine gli investimenti sostenibili rimangono competitivi anche dal punto di vista dei rendimenti.

Sectoral Exposure of ESG Funds vs Traditional Funds



Source: Morningstar Direct, Morningstar Research. Data as of December 2022. Based on 1,338 ESG funds and 3,478 traditional funds from the most populated 12 categories. Each sectoral exposure is weighted by the respective numbers of ESG funds and traditional funds in individual categories.

6.2. RISCHIO

Prodotti di investimento

Un'altra critica sollevata nei confronti degli investimenti sostenibili riguarda i rischi direttamente collegati ai prodotti di finanza sostenibile. Nello studio già citato della CONSOB⁴⁷ viene analizzata la conoscenza, l'interesse e il possesso degli investimenti sostenibili da parte delle famiglie di investitori italiane. Dal report è emerso che solo il 13% degli intervistati li percepisce come meno rischiosi dei prodotti non sostenibili.

Il rischio di cui si parla in questa sezione è quello legato a un prodotto di investimento sostenibile, non il rischio di non considerare i criteri ESG in un'azienda. Quest'ultimo infatti verrà trattato nella prossima sezione sugli stakeholders e shareholders.

Il modo più veloce per verificare l'impatto del rischio ESG sui prodotti di investimento sostenibile è quello di osservare il *downside capture ratio* per gli indici sostenibili. Morningstar analizza il *downside capture ratio*⁴⁸, che definisce come segue:

*"Downside Capture Ratio misura la performance di un investimento gestito nei mercati in ribasso. Un mercato in ribasso è definito come quei periodi (mesi o trimestri) in cui il rendimento del mercato è inferiore a 0. In sostanza, indica quale percentuale del mercato in ribasso è stata catturata dall'investimento gestito. Ad esempio, se il rapporto è del 110%, l'investimento gestito ha catturato il 110% del mercato in ribasso e quindi ha sottoperformato il mercato al ribasso."*⁴⁹

Nelle sue analisi Morningstar⁵⁰ analizza indici di sostenibilità Morningstar che hanno un track record di oltre 5 anni e conclude che:

"dal punto di vista del rischio, il 70% (89/127) degli indici di sostenibilità Morningstar con storia quinquennale ha perso meno dei loro equivalenti non ESG durante i periodi di ribasso tra il 2018 e il 2022, come misurato dal Downside Capture Ratio".

Pertanto, si rivela infondata la tesi di una presunta maggior rischiosità dei prodotti di investimento sostenibili. Dato che il rischio tende a essere più stabile in uno specifico arco di tempo rispetto ai rendimenti ne consegue che qualsiasi protezione che contrasti ribassi del mercato è un vantaggio per un prodotto. L'inclusione dei temi ESG nella gestione del rischio è fondamentale perché tale approccio fornisce una visione più completa del rischio e l'identificazione dei rischi implica anche delle opportunità. Inoltre, l'inclusione degli aspetti ESG nella gestione del rischio è importante quando si tratta di prodotti finanziari, poiché questi rischi possono avere un impatto significativo non solo sulla performance finanziaria ma anche sulla dimensione reputazionale.

Rischio assicurativo

L'European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) evidenzia che, in quanto investitori di lungo termine e gestori del rischio della società, le imprese di assicurazione hanno un ruolo centrale nella promozione della finanza sostenibile. Poiché i rischi di sostenibilità possono avere implicazioni rilevanti sulle attività di investimento e di sottoscrizione delle imprese di assicurazione, l'EIOPA ritiene importante garantire che la Solvency II – in quanto quadro di riferimento basato sul rischio – rifletta adeguatamente i rischi di sostenibilità.

L'EIOPA sta pertanto adottando un approccio graduale per valutare se sia giustificato un trattamento prudenziale specifico per le attività e gli attivi associati a obiettivi ambientali o sociali nell'ambito di Solvency II. In particolare, l'analisi di EIOPA si concentra su tre aree di analisi distinte:

» **attività ed esposizioni al rischio di transizione:** questa prima area riguarda gli investimenti delle imprese di assicurazione e propone delle metodologie per valutare come i rischi derivanti dalla transizione verso un'economia a minori emissioni di gas climalteranti potrebbero potenzialmente avere un impatto sui rischi prudenziali legati ad azioni, obbligazioni e immobili;

» **rischio di sottoscrizione e adattamento ai cambiamenti climatici:** la seconda area di analisi si concentra sulle assicurazioni non vita ed esamina il potenziale effetto delle misure di adattamento ai cambiamenti climatici sul rischio di sottoscrizione e sulle relative esposizioni alle perdite da una prospettiva prudenziale;

» **rischi e obiettivi sociali:** la terza area analizza come i rischi sociali o i danni agli obiettivi sociali possano tradursi in rischi prudenziali e valuta il corrispondente trattamento prudenziale nei requisiti di governance, gestione del rischio, rendicontazione e comunicazione.

Anche Ivass (Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni) intende presidiare i profili chiave di stabilità finanziaria a livello nazionale connessi ai crescenti rischi ambientali. In sintesi, l'integrazione dei rischi ESG nella gestione del rischio dei prodotti finanziari e dei prodotti assicurativi è essenziale perché fornisce una comprensione più completa del rischio.

L'identificazione e la gestione di questi rischi non solo aiutano a mitigare i potenziali impatti negativi, ma consentono anche di capitalizzare le opportunità derivanti da pratiche sostenibili e responsabili.

⁴⁷ Cfr. nota 34

⁴⁸ Morningstar (2023) What is an upside/downside capture ratio?: <https://tinyurl.com/ybkrjxkj>

⁴⁹ Cfr. nota 45

⁵⁰ Cfr. note 45 e 42

EVENTI CLIMATICI ESTREMI E COPERTURA ASSICURATIVA

L'inclusione dei fattori ESG nella gestione del rischio nel settore assicurativo è fondamentale per il risultato economico della compagnia assicurativa.

Le ultime notizie degli assicuratori che smettono di offrire copertura assicurativa ai proprietari di case in vari Stati negli USA⁵¹, a causa della rapida crescita di eventi catastrofici dovuti al cambiamento climatico⁵², dovrebbero essere più di un segnale d'allarme sul fatto che non considerare i fattori ESG nel rischio può avere conseguenze negative⁵³.

In Europa i cambiamenti introdotti dalle modifiche di Solvency II richiedono che la funzione di gestione dei rischi delle assicurazioni individui e valuti i rischi emergenti e i rischi di sostenibilità. Questo si riferisce sia a livello di Risk Appetite Framework (RAF)⁵⁴ che di Risk Policy e non solo; detti rischi devono essere integrati nella valutazione del fabbisogno di solvibilità glo-

bale di un'impresa nell'Own Risk Self Assessment (ORSA). Per poter procedere alla corretta implementazione dei rischi di sostenibilità all'interno del framework RAF e, successivamente, all'interno degli scenari ORSA, l'EIOPA ha pubblicato alcuni paper che affrontano il problema delle aspettative di vigilanza sull'integrazione degli scenari di rischio del cambiamento climatico da parte degli assicuratori nei loro scenari ORSA⁵⁵, la frequenza di aggiornamento dei parametri della Natural Catastrophe standard formula⁵⁶, i principi metodologici che possono essere utilizzati per progettare esercizi di stress test bottom-up volti a valutare la vulnerabilità degli assicuratori ai rischi climatici⁵⁷ e spunti generali ed esempio circa la valutazione di materialità alle imprese che devono individuare i rischi del cambiamento climatico e integrarli negli scenari ORSA⁵⁸.

⁵¹ New York Times (2023) *Climate Shocks Are Making Parts of America Uninsurable. It Just Got Worse*: <https://tinyurl.com/5fxf7pux>

⁵² LA Times (2023) *It's not just State Farm. Allstate no longer sells new home insurance policies in California*: <https://tinyurl.com/262k335t>

⁵³ USA Today (2023) *Another company avoids risky Florida home insurance policies. Here's what caused the crisis*: <https://tinyurl.com/3pxw6wz4>

⁵⁴ ANIA (2022) *L'integrazione dei principi di sostenibilità in Solvency II*: <https://tinyurl.com/bdhekdwk>

⁵⁵ EIOPA (2021) *Opinion on the supervision of the use of climate change risk scenarios in ORSA*: <https://tinyurl.com/5576fce9>

⁵⁶ EIOPA (2021) *Methodological Paper on potential inclusion of climate change in the Nat Cat standard formula*: <https://tinyurl.com/yxvnm3pc>

⁵⁷ EIOPA (2022) *Methodological Principles of insurance stress testing – Climate change component*: <https://tinyurl.com/5ypezttt>

⁵⁸ EIOPA (2021) *Consultation paper on Application guidance on running climate change materiality assessment and using climate change scenarios in the ORSA*: <https://tinyurl.com/48ud26y8>



Best practice italiane

PROMETEIA

Sulla via della sostenibilità: opportunità e sfide della transizione climatica per i settori dell'economia italiana

Con il Green Deal l'Europa ha affermato la centralità degli investimenti connessi alla sostenibilità ambientale; un'efficace implementazione di questo percorso richiede sforzi significativi in termini di investimenti (in ricerca, innovazione, tecnologie pulite, trasformazione di prodotti e processi, ...) e comporta rischi, ma rappresenta al tempo stesso un'importante opportunità.

Un esercizio di simulazione condotto con il modello TRE – Transition Risk Engine – sviluppato da Prometeia consente di quantificare gli impatti a lungo termine della transizione climatica sui settori dell'economia italiana, sotto un'ipotesi di transizione "ordinata" (scenario net-zero al 2050, Network for Greening the Financial System – NGFS). Il modello quantifica i costi (es. pagamento di una carbon tax sulle emissioni GHG, rincari

degli input energetici per effetto della transizione) e gli investimenti aggiuntivi necessari al contenimento delle emissioni. L'analisi si estende alla valutazione della sostenibilità economico-finanziaria degli impatti legati alla transizione climatica, incorporandone gli effetti sui bilanci aggregati di settore. Le simulazioni effettuate annoverano tra i settori più a rischio i trasporti marittimi, l'agricoltura, la silvicoltura e pesca, la produzione di ceramica e cemento e quella di gas ed elettricità; tra quelli meno a rischio si trovano l'industria alimentare, i servizi di trasporto, l'industria elettromeccanica, il commercio e le costruzioni. Una presentazione più dettagliata del modello è disponibile a questo link: <https://tinyurl.com/yc39ebn4>

7 STAKEHOLDER O SHAREHOLDER

La critica è che gli stakeholder e gli shareholder hanno interessi completamente opposti. **FALSO**

Il dibattito in corso sull'importanza che le aziende dovrebbero accordare, rispettivamente, ad azionisti (*shareholder*) e portatori di interesse (*stakeholder*), in ultima analisi, ruota attorno al concetto di internalizzazione o esternalizzazione dei costi per un'azienda, che incide sul costo del capitale e ha un impatto sui risultati finanziari.

L'esternalizzazione dei costi si riferisce alla pratica di far ricadere i costi associati alle operazioni di un'azienda su soggetti esterni (*stakeholder*), piuttosto che internalizzare e contabilizzare questi all'interno dell'azienda.

Esternalizzare i costi consente a un'azienda di abbassare le spese operative evitando di assumersi la responsabilità finanziaria per mitigare gli impatti negativi delle sue attività. Questo può aumentare potenzialmente la redditività nel breve termine. Esternalizzando i costi, un'azienda può offrire prodotti o servizi a prezzi più bassi rispetto ai concorrenti che internalizzano tali costi. Questo vantaggio competitivo può attirare clienti e, di conseguenza, aumentare la quota di mer-

cato. Inoltre, l'esternalizzazione dei costi può portare a rendimenti più elevati per gli azionisti, poiché riduce i costi dell'azienda e incrementa la sua redditività. L'esternalizzazione dei costi, dall'altra parte, può spesso portare a impatti negativi sull'ambiente, sulla società o su altri stakeholder. Questi possono includere inquinamento, esaurimento delle risorse, disuguaglianze sociali, rischi per la salute o danni alle comunità. Nel lungo termine, tali esternalità possono danneggiare il benessere pubblico, creare conflitti ed erodere la reputazione dell'azienda e la sua autorità a operare. L'esternalizzazione dei costi può portare alla violazione di leggi, regolamenti o standard industriali relativi alla protezione dell'ambiente, ai diritti dei lavoratori o alla sicurezza dei consumatori, accrescendo la probabilità di controversie legali.

Esternalizzare i costi dall'azienda vuol dire che questi costi saranno a carico della collettività (stakeholder). Alla fine, l'investitore, in quanto contribuente, contribuisce indirettamente e spesso senza consapevolezza a sostenere tali costi. La finanza sostenibile porta questi costi alla luce, quantificandoli in modo trasparente. Evidenziando la fonte di questi costi, consente agli investitori di prendere decisioni informate sulle loro scelte di investimento.

Se consideriamo alcune normative emanate in Europa, ad esempio il **Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM)**⁵⁹, esso avrà impatti su aziende che operano in certi settori soggetti al CBAM che producendo fuori dall'UE possono causare più emissioni, e questo avrà un impatto negativo sui profitti dell'azienda. I costi che in passato venivano esternalizzati dalle aziende senza alcuna conseguenza dovranno ora essere internalizzati e pagati. Con l'introduzione di nuove leggi e normative in materia di sostenibilità, le aziende che esternalizzano o trascurano i costi ESG devono affrontare diverse sfide come danni alla reputazione e controversie legali, poiché gli stakeholder e le autorità di regolamentazione richiedono sempre più trasparenza e responsabilità in merito alle prestazioni ambientali e sociali di un'azienda.

Inoltre, l'esternalizzazione dei costi ESG può aumentare il costo del capitale per un'azienda. Gli investitori incorporano sempre più spesso i fattori ESG nei loro processi decisionali e le aziende con scarse prestazioni ESG possono incontrare difficoltà nell'attrarre investimenti e nell'ottenere condizioni di finanziamento favorevoli. Costi di finanziamento più elevati e accesso limitato al capitale possono minare la salute finanziaria dell'azienda e limitare le prospettive di crescita⁶⁰. Si tratta quindi di un impatto finanziario⁶¹.

L'evoluzione da un'attenzione esclusivamente al risultato economico dell'azienda a una considerazione degli impatti più ampi sulla società è un cambiamento importante. Riconoscere che le azioni dell'azienda hanno conseguenze che vanno oltre gli stakeholder immediati, come dipendenti e azionisti, evidenzia l'interconnessione tra l'azienda e la società nel suo complesso. Abbracciando pratiche sostenibili e considerando gli interessi dei vari stakeholder, le aziende possono contribuire positivamente alla società, affrontare le sfide sistemiche e sostenere lo sviluppo sostenibile. Nel complesso, l'internalizzazione degli aspetti ESG in un'azienda ne aumenta la resilienza, la competitività e la sostenibilità (anche economica) a lungo termine.

Molte aziende stanno adottando approcci più inclusivi che considerano gli interessi di una più ampia gamma di stakeholder, piuttosto che concentrarsi esclusivamente sulla massimizzazione del valore per gli azionisti. Questo cambiamento riflette la consapevolezza che pratiche aziendali sostenibili e responsabili portano al successo a lungo termine e a risultati positivi sia per gli azionisti che per gli stakeholder. Ad esempio, l'integrazione di pratiche di sostenibilità ambientale può aiutare un'azienda a mitigare i rischi ambientali, a ridurre il consumo di risorse, a scoprire opportunità di risparmio di risorse, a sviluppare nuovi prodotti e servizi allineati a obiettivi sostenibili, ottenendo così un vantaggio competitivo. Allo stesso modo, concentrandosi su aspetti sociali come il benessere dei dipendenti, la diversità e il coinvolgimento delle comunità locali, un'azienda può promuovere una cultura organizzativa positiva, attrarre e trattenere talenti e costruire relazioni più forti con i clienti e le comunità locali.

In sintesi, sebbene l'esternalizzazione dei costi possa offrire vantaggi immediati in termini di riduzione dei costi e aumento della redditività, essa comporta rischi e svantaggi significativi nel lungo termine. Le esternalità negative, le sfide legali e normative, le preoccupazioni sulla sostenibilità e le reazioni degli stakeholder possono avere impatti negativi sulla reputazione, sulle operazioni e sui risultati finanziari di un'azienda. Pertanto, l'adozione di pratiche aziendali sostenibili e la considerazione degli aspetti ESG diventano fondamentali per una gestione aziendale responsabile e di successo.

⁵⁹ Cfr. nota 18

⁶⁰ MSCI (2020) *ESG and the cost of capital*: <https://tinyurl.com/29rt6hh6>

⁶¹ I. Yilmaz (2022) *ESG-Based Sustainability Performance and its Impact on Cost of Capital: International Evidence from the Energy Sector*: <https://tinyurl.com/3f9rpfjs>

8 ENGAGEMENT COME STRATEGIA EFFICACE: PARLARE NON COSTA NIENTE

La critica è che l'engagement non porta risultati. **FALSO**

L'engagement è un tema che è stato spesso citato nelle critiche alla finanza sostenibile. L'engagement fa parte della stewardship, che si può definire come:

*"l'allocazione, la gestione e la supervisione responsabile del capitale per creare valore a lungo termine per i clienti e i beneficiari, con benefici sostenibili per l'economia, l'ambiente e la società"*⁶².

L'engagement è uno degli strumenti di stewardship che possono essere utilizzati dagli investitori. Questo strumento si riferisce al dialogo investitore-emittente su questioni di sostenibilità. Si tratta di un processo di lungo periodo, finalizzato a influenzare positivamente i comportamenti dell'emittente (es. azienda, regione, Stato) e ad aumentare il grado di trasparenza. L'obiettivo è stabilire e mantenere un dialogo bidirezionale tra l'emittente e gli investitori per facilitare la condivisione di informazioni pubbliche e la collaborazione su questioni relative a corporate governance, pratiche ambientali e sociali, strategia, performance e altre questioni rilevanti. L'engagement fa parte dei doveri fi-

duciari ed è regolato da direttive come la Shareholder Rights Directive II (SRD II)⁶³ e le Linee guida dell'OCSE per le imprese multinazionali⁶⁴.

L'engagement si è evoluto nel tempo da un dialogo con gli azionisti a un dialogo con azionisti e obbligazionisti, che è di estrema importanza in Italia, dal momento che gli italiani tendono a investire in obbligazioni più che in azioni e detengono quote importanti del debito pubblico. L'engagement è passato da un semplice dialogo a un dialogo finalizzato a ottenere risultati misurabili e quantificabili, a cui entrambe le parti (investitori ed emittente) contribuiscono.

I vantaggi dell'engagement sono numerosi e includono, per esempio, una migliore comunicazione e relazioni più trasparenti ed efficaci tra emittente e investitore, che favorisce e contribuisce alla creazione di valore a lungo termine. Attraverso il dialogo gli emittenti possono acquisire preziose informazioni, idee e prospettive, per identificare e mitigare potenziali rischi e opportunità. Comprendendo le preoccupazioni e le aspettative degli investitori, gli emittenti possono affrontare le sfide in modo proattivo, evitando possibili conflitti e danni reputazionali.

Inoltre, le pratiche di engagement possono aiutare gli investitori ad allineare il loro reporting con le normative e gli standard emergenti nel campo della finanza sostenibile. Ciò include i requisiti di rendicontazione stabiliti dalla SRD II e dai quadri di rendicontazione dell'UE, nonché gli standard di rendicontazione sulla sostenibilità. Integrando le attività di engagement e i risultati nel loro reporting, gli investitori possono dimostrare il loro impegno per un investimento responsabile e soddisfare le aspettative degli stakeholder.

In sintesi, l'engagement favorisce un rapporto di collaborazione tra l'emittente e i suoi investitori, promuovendo la trasparenza, la buona governance e la creazione di valore nel lungo termine.

⁶² Financial Reporting Council: <https://tinyurl.com/2p9td78u>

⁶³ Cfr. nota 12

⁶⁴ OCSE (2011) *OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct*: <https://tinyurl.com/232v7v58>



Best practice italiane

GENERALI INSURANCE ASSET MANAGEMENT

SAP

L'engagement con SAP si è concentrato su uno strumento chiave nelle **pratiche di anticorruzione** che sembrava poco utilizzato dall'emittente: il sistema di *whistleblowing*. Anche grazie ai suggerimenti di Generali Insurance Asset Management (Generali Investments), l'emittente ha introdotto un nuovo sistema per favorire e tutelare il *whistleblowing*.

ČEZ

Per quanto riguarda ČEZ (la più grande

utility company della Repubblica Ceca), Generali Insurance Asset Management ha sottolineato all'azienda l'importanza di allineare la propria strategia agli standard della Science Based Target initiative (SBTi). Nel 2022, ČEZ ha annunciato pubblicamente di aver ottenuto la certificazione dell'SBTi per i propri obiettivi di riduzione delle emissioni al 2030; lo scenario a cui sono allineate le politiche aziendali è infatti "ben al di sotto di 2°C". Generali Investments e ČEZ hanno pubblicato una dichiarazione congiunta⁶⁵ a seguito di questo risultato.

⁶⁵ CEZ Group (2022) *Investors welcome validation of CEZ Group's carbon reduction targets*: <https://tinyurl.com/3b7536cj>

GROUPAMA

INTERROLL

Il Gruppo Interroll è il fornitore leader mondiale di soluzioni nel campo dell'intralogistica. L'azienda è stata fondata nel 1959 e dal 1997 è quotata alla SIX Swiss Exchange.

La gestione del capitale umano e la strategia ambientale sono questioni fondamentali per il settore. Proprio per questo, nel processo di dialogo con la società, Groupama Asset Management si è posta l'obiettivo di una maggiore trasparenza delle politiche esistenti e degli obiettivi futuri.

Ad aprile del 2021 GAM ha condiviso con Interroll una lista di indicatori chiedendo che venissero inseriti nella rendicontazione ESG. Nel corso del 2021 e del 2022 Groupama AM ha partecipato a vari incontri e alle assemblee generali della società per poterne verificare i progressi. Nel 2023 la società ha pubblicato il primo report ESG. Al suo interno è stata ri-

portata la maggior parte degli indicatori richiesti da Groupama quali, per esempio:

- » ambiente: emissioni di gas serra (Scope 1 e 2), consumo totale di energia e percentuale di utilizzo di energia rinnovabile, efficienza energetica, consumo di acqua, produzione di rifiuti e tasso di riciclo;
- » capitale umano: formazione (numero di ore e budget per dipendente), turnover, tasso di assenteismo, frequenza degli infortuni.

I successi ottenuti nella prima fase dell'iniziativa di engagement hanno permesso a Groupama di identificare, assieme alla società, gli obiettivi per il periodo 2023/2024: 1) una maggiore trasparenza sul coinvolgimento nell'iniziativa SBTi e sul lavoro intrapreso con Ecovadis 2) un maggior equilibrio di genere nelle posizioni manageriali.

8.1. PROCESSO DI ESCALATION

Lo scopo di un processo di escalation nell'engagement è quello di delineare le azioni e i passi che un investitore può intraprendere quando un engagement non ha avuto successo⁶⁶. A seconda della natura e dell'importanza dell'engagement, possono verificarsi casi in cui l'investitore intensificherà le proprie attività di engagement. Nel processo di escalation l'investitore (azionista od obbligazionista) può esplorare ulteriori strade per affrontare la questione, come aumentare la frequenza dell'engagement, incrementare gli incontri con il CdA e collaborare con altri investitori o stakeholder per amplificare la voce e l'influenza sull'emittente.

Inoltre, gli investitori in titoli azionari possono presentare risoluzioni su specifici temi ESG durante le assemblee degli azionisti; possono esercitare il diritto di voto per sostenere od opporsi a determinate nomine del CdA e/o a proposte relative alla sostenibilità. Gli investitori possono perseguire azioni legali o optare per il disinvestimento (parziale o totale) dell'emittente negli investimenti. Tuttavia, le azioni specifiche intraprese nel processo di escalation dipenderanno dalle circostanze, dalle normative locali, dalle risorse disponibili e dagli obiettivi dell'investitore.

8.2. ENGAGEMENT VS ESCLUSIONE

L'esclusione prevede di escludere determinate società/emittenti o settori dai portafogli di investimento sulla base di specifici criteri ESG ex ante. Questo approccio garantisce la coerenza tra le strategie di investimento e gli obiettivi di sostenibilità, proteggendo dal rischio di greenwashing e da potenziali ripercussioni negative sul piano reputazionale. L'esclusione però, può anche comportare degli svantaggi, come una riduzione dell'influenza degli investitori sulle pratiche ESG degli emittenti. Inoltre, escludendo un emittente, gli investitori perdono l'opportunità di fare engagement attivamente e di promuovere cambiamenti positivi all'interno dell'emittente. L'esclusione però rappresenta un "segnale al mercato" che può avere degli impatti sull'emittente.

L'engagement consente agli investitori di collaborare con gli emittenti per individuare e attuare soluzioni condivise alle sfide della sostenibilità. Impegnandosi in un dialogo e in un engagement costruttivo, gli investitori possono contribuire a trovare soluzioni efficaci.

D'altro canto, impegnarsi con gli emittenti comporta il rischio che gli sforzi di engagement non portino a dei risultati. Nonostante il dialogo continuo, gli emittenti potrebbero non affrontare o non dare seguito alle preoccupazioni sollevate dagli investitori. Questo rischio evidenzia l'importanza di una valutazione continua dell'efficacia delle strategie di engagement altrimenti gli investitori possono incorrere in rischi reputazionali. Nel caso in cui un engagement non abbia avuto successo, l'investitore applicherà il processo di escalation delineato.

È importante che gli investitori considerino attentamente i benefici, i rischi e i compromessi associati sia alle strategie di esclusione sia a quelle di engagement, allineando il loro approccio agli obiettivi di sostenibilità, all'impatto desiderato e alle normative vigenti.

⁶⁶ OECD (2017) *Responsible business conduct for institutional investors: Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises*: <https://tinyurl.com/yc6327s3>

ENGAGEMENT, ESCALATION E DISINVESTIMENTO – CHIESA D'INGHILTERRA

Nel giugno del 2023, il Church of England Pensions Board ha annunciato il proprio disinvestimento dalle società petrolifere e del gas dopo 10 anni di engagement⁶⁷.

“Il Church of England Pensions Board annuncia oggi la sua intenzione di disinvestire dalla Shell plc e da altre compagnie petrolifere e del gas che non dimostrano sufficiente ambizione nella decarbonizzazione in linea con gli obiettivi dell’Accordo di Parigi. La nuova restrizione agli investimenti annunciata oggi si applicherà a tutte le società petrolifere e del gas che non hanno obiettivi di riduzione delle emissioni a breve, medio e lungo termine allineati con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5°C, come valutato dall’indipendente Transition Pathway Initiative. L’esclusione si applicherà agli investimenti azionari e anche a quelli obbligazionari”⁶⁸.

“Oggi annunciamo la nostra intenzione di disinvestire da tutte le restanti partecipazioni nel settore del petrolio e del gas del nostro portafoglio azionario e obbligazionario”, ha dichiarato John Ball, Amministratore Delegato del Church of England Pensions Board.

“C’è un significativo disallineamento tra gli interessi a lungo termine del nostro fondo pensione e i continui in-

vestimenti in società che cercano di massimizzare i profitti a breve termine a scapito dell’ambizione necessaria per raggiungere gli obiettivi dell’Accordo di Parigi. Le recenti retromarcie rispetto ai precedenti impegni, in particolare da parte di BP e Shell, hanno minato la fiducia nella capacità di transizione del settore. [...]. Negli ultimi dieci anni, il Pensions Board si era impegnato in iniziative di engagement con il settore al fine di rendere più ambiziose le strategie aziendali per la decarbonizzazione, in linea con l’Accordo di Parigi. Sebbene alcune aziende si siano avvicinate all’allineamento con la corretta traiettoria – sulla base delle valutazioni della TPI – nessuna ha raggiunto la soglia per rimanere investibile [...]. Di conseguenza, nelle sue strategie di engagement sul tema dei cambiamenti climatici, il Pensions Board non darà più priorità al settore Oil & Gas, bensì concentrerà gli sforzi sulla riorganizzazione della domanda di petrolio e gas da parte di settori chiave come l’industria automobilistica, l’aviazione, le utility e l’acciaio. Inoltre, continuerà a incoraggiare l’introduzione di politiche pubbliche più ambiziose, che includano anche una riduzione graduale del petrolio e del gas che tenga conto delle diverse esigenze dei Paesi emergenti e in via di sviluppo”⁶⁹.

⁶⁷ The Church of England (2023) Church of England Pensions Board disinvests from Shell and remaining oil and gas holdings: <https://tinyurl.com/3pbzbtkc>

⁶⁸ Cfr. nota 67

⁶⁹ Cfr. nota 67

8.3. ENGAGEMENT COLLETTIVO

Le sfide che il mondo si trova ad affrontare in questo momento hanno aumentato il ricorso alle iniziative di engagement collettivo⁷⁰. L'engagement collettivo prevede che un gruppo di investitori si impegni collettivamente con un emittente. Ciò può avvenire attraverso una rete informale oppure di un'associazione. Gli investitori all'interno della iniziativa possono svolgere diversi ruoli nell'engagement. Un engagement collettivo non richiede o cerca un processo decisionale o un'azione collettiva per quanto riguarda l'acquisizione, la detenzione o il diritto di voto congiunto degli investimenti detenuti. Questa tipologia di engagement cerca di parlare agli emittenti con una voce unificata: gli investitori possono comunicare efficacemente le loro preoccupazioni al management aziendale. Il risultato è in genere un dialogo più informato e costruttivo.

L'engagement collettivo comporta numerosi vantaggi per gli investitori, che possono aumentare la loro capacità di influenza sull'emittente. Inoltre, l'engagement collettivo può contribuire a un utilizzo più efficiente delle risorse, poiché il lavoro viene distribuito su un intero gruppo di investitori.

Tuttavia, questo approccio può anche presentare diverse sfide: basti pensare agli sforzi necessari per coordinare il gruppo e allineare il punto di vista di investitori con obiettivi e priorità potenzialmente anche molto diversi. Inoltre, è essenziale che tutti i partecipanti conoscano e rispettino i vincoli legali vigenti nelle diverse giurisdizioni⁷¹. L'aggiornamento costante sulle evoluzioni normative e sulla conseguente verifica di conformità può rappresentare una sfida per gli investitori impegnati nell'engagement collettivo; ciononostante, si tratta di elementi necessari, in quanto ogni investitore è responsabile delle proprie decisioni di investimento e di voto, e agisce in modo indipendente per stabilire le proprie strategie, politiche e pratiche, nel miglior interesse dei propri clienti e beneficiari, come richiesto dal dovere fiduciario.

L'engagement collettivo riveste un'importanza fondamentale in vari contesti, specialmente quando si affrontano sfide complesse e sistemiche che richiedono sforzi diffusi e coordinati da parte di stakeholder diversificati. Gioca un ruolo cruciale nel fronteggiare questioni complesse della società, come il cambiamento climatico. Questo approccio collaborativo consente di mettere in comune risorse e competenze per affrontare queste sfide in modo più efficace. L'engagement collettivo favorisce sinergie e collabo-

razione tra governi, aziende, organizzazioni non governative e comunità, portando a soluzioni innovative e complete. Promuove un senso di responsabilità condivisa, potenziando l'accountability tra gli stakeholder e aumentando la legittimità e l'accettazione sociale delle decisioni e delle azioni intraprese. In sintesi, l'engagement collettivo è uno strumento potente per affrontare questioni complesse e promuovere un cambiamento positivo su larga scala, offrendo un approccio più inclusivo e collaborativo alla risoluzione dei problemi e alla costruzione di un futuro sostenibile e prospero⁷².

⁷⁰ Climate Action 100+ (2023) *Climate Action 100+ Signatory Handbook*: <https://tinyurl.com/nhmf434>

⁷¹ Bafin (2023) *Collaborative engagement and the attribution of voting rights: When can things get tricky?*: <https://tinyurl.com/t5d3b82p>

⁷² P. Mühlbert & A. Sajnovits (2022) *Emerging ESG-Driven Models of Shareholder Collaborative Engagement* European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 668/2022 <https://tinyurl.com/ymcwapru>



Best practice italiane

IL GRUPPO DI LAVORO DEL FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE

Dal 2015 il Forum per la Finanza Sostenibile ha assunto un ruolo chiave nel dibattito e nella formazione riguardanti l'engagement, inteso come dialogo costruttivo investitori-emittenti su temi di sostenibilità. Nel 2021 il FFS ha avviato un gruppo di lavoro permanente rivolto ai propri Soci con l'obiettivo di favorire iniziative comuni di engagement. I Soci del FFS hanno partecipato alle edizioni 2021, 2022 e 2023 della Sustainability Week promossa da Borsa Italiana, sottoponendo alle aziende alcuni temi ritenuti prioritari in ambito ambientale, sociale e di governance e anticipati in una lettera inviata a tutti gli emittenti iscritti all'evento. In questo modo, le aziende hanno potuto approfondire questi argomenti e raccogliere le informazioni necessarie prima degli incontri programmati con gli investitori. A partire da questa base comune, gli investitori capifila per i diversi emittenti hanno incentrato il dialogo su quelli prioritari per ciascuna impresa, tenuto conto del settore di attività e dei risultati e impegni specifici in termini

di sostenibilità. Per la **parte ambientale**, i temi prioritari individuati per l'engagement 2023 sono: l'allineamento alla tassonomia europea delle attività economiche ecosostenibili; la divulgazione di dati sugli aspetti ambientali tramite le rilevazioni di CDP (ex Carbon Disclosure Project); l'allineamento degli obiettivi di riduzione delle emissioni climateranti agli standard della Science Based Targets initiative; l'introduzione di politiche aziendali per la gestione sostenibile delle risorse idriche e per la tutela della biodiversità. Nella **sfera sociale**, i temi prioritari condivisi dal gruppo di lavoro si concentrano su: la transizione giusta (*Just Transition*); la sicurezza sul lavoro; la sostenibilità nella catena del valore; l'interazione con le comunità locali; la parità generazionale e la stabilità della forza lavoro. Infine, per quanto riguarda la **governance**, i temi identificati per il 2023 riguardano: l'approvazione del piano di transizione climatica da parte degli azionisti; la parità di genere; le politiche di remunerazione; le politiche fiscali e di lobby.

8.4. ENGAGEMENT SOVRANO

L'engagement con gli Stati sovrani presenta una serie di caratteristiche uniche ed è quindi spesso più incerto e lungo. Allo stesso tempo le emissioni sovrane svolgono un ruolo cruciale nell'affrontare le sfide globali della sostenibilità, compreso il cambiamento climatico. Le emissioni sovrane sono fondamentali per accelerare la trasformazione e la mobilitazione degli investimenti e possono contribuire a mitigare i rischi. L'engagement non deve essere confuso con il lobbismo o la critica politica.

Un engagement sovrano può includere più parti a vari

livelli. L'engagement può aumentare la trasparenza e creare opportunità. Alcuni dei vantaggi per gli investitori derivanti da questo engagement possono essere l'ottenimento di informazioni più dettagliate sui piani strategici per le sfide sostenibili e l'impatto che questi possono avere sui rating ESG sovrani. L'engagement incoraggia una migliore divulgazione dei dati ESG nazionali e la comunicazione della domanda per le emissioni sovrane sostenibili da parte degli investitori. Gli emittenti sovrani acquisiscono una migliore comprensione della reale domanda di emissioni sostenibili da parte degli investitori, di come la sostenibilità influenzi le valutazioni delle obbligazioni sovrane, di come migliorare la trasparenza per poter accedere a nuove

fonti di capitale da parte dello Stato. I titoli di Stato sovrano rappresentano una parte significativa degli investimenti, soprattutto in Italia, dove gli investitori retail e istituzionali italiani detengono più del 70% del debito pubblico.⁷³



Best practice italiane

ENGAGEMENT CON LO STATO ITALIANO DEI SOCI FFS

Nel quadro del gruppo di lavoro già citato (cfr. p. 34), nel 2023 i Soci del Forum hanno avviato un'iniziativa di engagement con lo Stato italiano, inteso come emittente e principale attore nel raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità prefissati a livello nazionale. L'obiettivo è avviare un confronto costruttivo tra investitori e Stato italiano in merito ad alcuni temi ESG che hanno una rilevanza sul piano economico-finanziario.

Nello specifico, il dialogo si focalizza sulle politiche dello Stato italiano relative ad alcuni **temi ambientali** (adattamento e mitigazione dei cambiamenti climatici, prevenzione dell'inquinamento e tutela della biodiversità), **sociali** (giusta transizione, promozione e protezione dei diritti umani, riduzione delle disuguaglianze) e di **governance** (parità di genere, prevenzione e contrasto alla corruzione).

La lettera inviata alla Presidenza del

Consiglio dei Ministri e ai Ministeri coinvolti dai temi sollevati si prefigge un duplice scopo: da un lato, segnalare al Governo che questi elementi sono importanti per gli investitori e, dall'altro, acquisire informazioni sulle politiche di sostenibilità dell'Italia, cruciali per le loro conseguenze sull'economia italiana e, quindi, sugli investimenti nel Paese.

All'iniziativa hanno aderito 40 investitori istituzionali tra fondi pensione (i capifila sono i fondi pensione negoziali Cometa e Pegaso) e casse di previdenza, asset manager, banche e imprese assicuratrici, con il supporto di altre 37 organizzazioni che non investono in titoli di Stato. Chiaramente, in questo caso vi è una convergenza di interessi tra stakeholder diversi, perché porre attenzione a questi temi va a vantaggio non soltanto degli investitori con una prospettiva di medio-lungo periodo ma anche, più in generale, di tutte le persone che vivono in Italia.

⁷³ Eurostat (2023) Structure of government debt: <https://tinyurl.com/vx2xmcv4>



IL RUOLO DELLA PARTECIPAZIONE E DEL VOTO

La critica è che il voto degli azionisti non ha un impatto. **FALSO**

L'esercizio del diritto di voto è uno degli strumenti principali attraverso cui gli investitori istituzionali possono esercitare la loro "voce" nella governance delle società quotate e costituisce, insieme con il monitoraggio e l'engagement, una delle attività cardini della stewardship – cioè l'esercizio responsabile delle prerogative dell'azionista ai fini della creazione di valore sostenibile nel medio-lungo periodo, nell'interesse dei propri clienti/beneficiari, cui gli investitori istituzionali sono chiamati. Una partecipazione attiva alle assemblee dei soci da parte di tutti gli azionisti è pertanto favorita dalla normativa, in quanto ciò è altresì riconosciuto quale segnale di buon funzionamento del mercato dei capitali. A tale obiettivo risponde il meccanismo della c.d. "record date", che ha assegnato il diritto di voto a chi risulta azionista della società il settimo giorno precedente l'assemblea, e ha avuto l'effetto di incrementare sensibilmente il tasso di partecipazione, conciliando meglio l'interesse degli investitori a partecipare alle assemblee delle società quotate con quello di non "ingessare" i portafogli in gestione e le partecipazioni azionarie.

9.1. PROXY VOTING ADVISOR

Gli azionisti possono ricorrere ai servizi dei "proxy voting advisor", società specializzate che fornisco-

no ricerche, analisi e raccomandazioni di voto. I proxy advisor supportano gli azionisti nel prendere decisioni di voto informate sulla base delle proprie politiche di voto, delle linee guida e della valutazione delle pratiche di corporate governance. Le analisi dei proxy advisor sono uno strumento molto utile per gli investitori istituzionali ai fini dell'elaborazione delle decisioni di voto: questi ultimi, infatti, investono nei titoli azionari di centinaia o migliaia di società quotate e sono chiamati a esercitare i diritti di voto in ciascuna di queste aziende. Sebbene possa essere cruciale il supporto degli advisor, occorre ribadire che l'esercizio di tali diritti e il processo decisionale rimangono una prerogativa esclusiva degli investitori istituzionali. Essi devono quindi esaminare attentamente le raccomandazioni dei proxy advisor e confrontarle con le proprie analisi interne e le proprie politiche di voto per giungere a una decisione di voto informata. Il ricorso a un proxy advisor non può quindi sostituirsi alla responsabilità degli investitori di garantire che i voti siano espressi in modo informato e responsabile e in conformità con la propria politica di voto resa pubblica.

Una delle critiche recenti mosse alla finanza sostenibile fa riferimento al potere di influenza dei proxy advisor, anche tenuto conto del numero esiguo di società operanti in questo mercato. Inoltre, da più parti si evidenziano i limiti delle raccomandazioni standardizzate. Per rispondere a questi attacchi, i proxy advisor dovrebbero dichiarare le altre attività nelle quali sono coinvolti (in modo da garantire l'assenza di conflitti di interessi) e aumentare la trasparenza per quanto riguarda le ragioni sottostanti le linee guida generali per le raccomandazioni di voto. Inoltre, ci dovrebbe essere una maggiore supervisione regolamentare del processo⁷⁴. I proxy advisor hanno elaborato un codice di condotta (Best Practice Principles for Shareholder Voting Research & Analysis)⁷⁵ e si sono dotati di un Oversight Committee, un organo indipendente che supervisiona l'applicazione di tale codice di condotta⁷⁶.

Gli azionisti possono, da parte loro, contrastare queste critiche con linee guida di voto più specifiche e chiare e con richieste di informazioni dettagliate su come i proxy advisor hanno definito le loro raccomandazioni. Inoltre, anche per quanto concerne le politiche di voto, i gestori di fondi pensione e di fondi comuni devono prendere in considerazione le preferenze espresse dai loro beneficiari e clienti.

⁷⁴ Krahen, A. Boot, L. Senbet & C. Spatt (2023) *The controversy over proxy voting: The role of asset managers and proxy advisors*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance: <https://tinyurl.com/2p8r2vhu>

⁷⁵ The BPP Group *Best Practice Principles for Shareholder Voting Research*: <https://tinyurl.com/yv8a5r6u>

The BPP Group (2022) *Independent Oversight Committee Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis*: <https://tinyurl.com/yjpvfr5t>

⁷⁶ C. S. Spatt (2019) *Proxy Advisory Firms, Governance, Failure, and Regulation*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance: <https://tinyurl.com/m57vs733>

9.2. PASSIVI E PASS-THROUGH VOTING

L'evoluzione da investimenti attivi a investimenti passivi, contemporaneamente all'evoluzione da azionisti passivi ad azionisti attivi, ha modificato il voto negli ultimi anni. Insieme a una maggiore consapevolezza dei rischi e delle opportunità a lungo termine associati alla sostenibilità e al riconoscimento dell'impatto potenziale che l'attivismo degli azionisti può avere sul comportamento delle aziende, è emersa la necessità di una maggiore chiarezza.

La predominanza degli investimenti passivi con pochi grandi gestori patrimoniali ha focalizzato l'attenzione sull'esecuzione dei diritti di voto da parte di questi. La concentrazione, sia da parte di pochi grandi gestori sia da parte dei proxy voting advisors, rende enorme il potere di influenza esercitato da entrambe le parti sulle decisioni aziendali. La critica che viene fatta è che i gestori passivi non siano abbastanza attivi nell'esercizio dei loro diritti di voto.

In risposta a questa critica, alcuni gestori passivi stanno esplorando (alcuni già attuando) la possibilità di ricorrere al Pass-Through Voting, che consente all'investitore in un fondo comune di votare le proprie azioni in modo proporzionale all'AUM che ha investito nel fondo. I diritti di voto rimangono in capo al gestore, ma vengono esercitati come voti "divisi" o "parziali"⁷⁷. Il Pass-Through Voting può presentare sfide specifiche, tecniche, legali e di comprensione e potrebbe non essere la soluzione migliore, ma può rispondere alle esigenze degli investitori istituzionali più sofisticati. I clienti istituzionali più sofisticati potrebbero infatti decidere autonomamente come votare, mentre i gestori potrebbero votare per conto dei clienti retail. Ciò richiede ai gestori di spiegare più dettagliatamente le loro linee guida sul voto e di specificare meglio come le attuano. Questo consentirà al cliente finale di decidere, anche in base alle linee guida sul voto, in quale fondo investire, senza l'onere e i costi di prendere una decisione informata per ogni società presente in portafoglio.

"Né le proposte degli azionisti né le società sono uguali per tutti. Le proposte sullo stesso argomento possono differire nei dettagli o nel modo in cui influiscono sulle società. Inoltre, come nel caso delle proposte di voto, le proposte degli azionisti possono essere formulate in modo tale da rendere difficile per gli

*investitori al dettaglio prevedere l'impatto."*⁷⁸.

In questo contesto di cambiamenti il ruolo della società civile è diventato ancora più importante poiché analizza i risultati dell'assemblea degli azionisti. Per esempio, alcune ONG hanno analizzato e reso pubblici i risultati delle votazioni e le singole risoluzioni in dettaglio⁷⁹. Altre ONG hanno esaminato i record di voto sia degli asset owners e degli asset managers e hanno analizzato se questi sono allineati o meno ai loro impegni sostenibili⁸⁰. Tali divulgazioni promuovono la trasparenza, la responsabilità e le buone pratiche di governo societario.

In sintesi, il voto è informato dalle attività di engagement e dai principi di stewardship, ed è espressione tangibile di una gestione responsabile degli asset. Impegnandosi attivamente ed esercitando il diritto di voto, i gestori e gli investitori istituzionali adempiono alle loro responsabilità di amministratori e difendono gli interessi dei loro clienti o beneficiari.

⁷⁷ Tumelo "A deep dive into pass-through voting": <https://tinyurl.com/fwhdcm4e>

⁷⁸ J.E. Fisch, J. Schwartz (2023) *Corporate Democracy and the Intermediary Voting Dilemma*. European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 685/2023: <https://tinyurl.com/37zpz3nd>

⁷⁹ Shareaction (2022) *Voting matters 2022 - General findings*: <https://tinyurl.com/yfeuc378>

⁸⁰ Proxy Preview (2023) *Helping Shareholders vote their value*: <https://tinyurl.com/399522s3>



IL VOTO IN ITALIA – VOTO DI LISTA

a cura di Assogestioni

Il diritto societario italiano prevede che i Consigli di Amministrazione delle società quotate siano eletti attraverso un meccanismo noto come “voto di lista”. Questo meccanismo consente agli azionisti di minoranza di nominare almeno un membro del CdA e il presidente del collegio sindacale. In particolare, il voto di lista prevede che gli amministratori siano tratti da liste di candidati presentate dagli azionisti. Mentre la maggior parte dei consiglieri viene eletta da una lista presentata dall'azionista di maggioranza o dal Consiglio di Amministrazione uscente, la restante parte (almeno uno) viene tratta dalle cosiddette “liste di minoranza”, cioè presentate dagli azionisti di minoranza.

Procedura

Le liste possono essere presentate da tutti gli azionisti che possiedono un numero minimo di azioni: si tratta della cosiddetta soglia minima, fissata dalla CONSOB. Tale soglia varia dallo 0,5% al 4,5% del capitale sociale della società ed è inversamente proporzionale alla capitalizzazione di mercato (più alta è la capitalizzazione, più bassa è la soglia).

Gli azionisti di minoranza possono mettere a fattor comune le loro partecipazioni per raggiungere la soglia richiesta: secondo la legge italiana, la presentazione congiunta di una lista di candidati di minoranza non viene considerata come “azione di concerto”⁸¹.

Le liste devono essere presentate almeno 25 giorni prima dell'assemblea in cui è previsto il rinnovo degli organi

e possono essere presentate per via elettronica, per esempio tramite posta elettronica certificata. Non è richiesta alcuna approvazione specifica da parte della società per la presentazione di una lista, in quanto è sufficiente che gli azionisti dimostrino, nel giorno in cui viene presentata, che il numero di azioni da loro possedute supera la soglia minima, presentando la comunicazione elettronica rilasciata dal depositario autorizzato che certifica la titolarità di tali azioni. Tale certificazione elettronica può essere presentata alla società anche dopo la presentazione della lista, purché almeno 21 giorni prima dell'assemblea.

Ogni azionista può presentare e votare una sola lista. Ogni lista deve contenere il nome di uno o più candidati, elencati in ordine progressivo. Inoltre, la lista deve indicare quali candidati sono considerati indipendenti ai sensi di legge e del Codice di Corporate Governance. Tutte le liste di candidati devono essere pubblicate dalla società almeno 21 giorni prima dell'assemblea, in modo che gli azionisti possano prendere visione dei candidati proposti e decidere in maniera informata in merito all'elezione degli organi sociali.

A conclusione dell'assemblea, risultano eletti i candidati tratti dalla lista che riceve il maggior numero di voti, a condizione che almeno uno dei membri del Consiglio di Amministrazione e il presidente del collegio sindacale siano eletti dalla lista che riceve il secondo numero di voti.

⁸¹ Il d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146 ha introdotto nel TUF (art. 101-bis, comma 4) una definizione generale di persone che agiscono di concerto che recita: per “persone che agiscono di concerto si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio”

Implicazioni per il ruolo degli investitori istituzionali

In Italia, dal 1996 il voto di lista si è rivelato uno degli strumenti più efficaci per stimolare il ruolo degli investitori istituzionali nella corporate governance delle società quotate. Da molti anni, infatti, il voto di lista offre agli azionisti di minoranza – coordinati attraverso il Comitato dei Gestori⁸² – un modo per presentare ed eleggere candidati di minoranza nei Consigli di Amministrazione delle società in cui investono, senza doversi opporre al management o all'azionista di controllo.

Il voto di lista consente agli investitori di confrontarsi con le società in cui investono in modo continuativo e sempre più maturo. Infatti, come già sostenuto

dagli studiosi di diritto⁸³ e riconosciuto dai Principi Italiani di Stewardship⁸⁴, gli amministratori indipendenti nominati dalle minoranze sono spesso uno degli aspetti più efficaci dei sistemi di corporate governance, oltre che uno strumento di monitoraggio ed engagement delle società stesse. Ciò è in linea sia con le regole e con le prerogative dei fondi (ai quali è impedito di esercitare il controllo o qualsiasi forma di influenza significativa sulle società partecipate), sia con il principio dell'assenza di vincolo di mandato sui candidati eletti.

In Italia, quindi, il meccanismo del voto di lista è uno dei pilastri su cui gli investitori istituzionali possono basare il loro ruolo di steward.

⁸² Assogestioni - Comitato dei Gestori: <https://tinyurl.com/2vc3rr77>

⁸³ Cfr e.g., J. Ronald Gilson, A. Lilli, A. Gordon & J. Pound (1991) *How the Proxy Rules Discourage Constructive Engagement: Regulatory Barriers to Electing a Minority of Directors*: <https://tinyurl.com/4br4wm2c>

⁸⁴ Assogestioni (2016) *Principi Italiani di Stewardship*: <https://tinyurl.com/yxp4zy6m>

10 LA MINACCIA DEL GREENWASHING

La critica è che la finanza sostenibile possa favorire il greenwashing.
FALSO

Un'ulteriore critica rivolta alla finanza sostenibile riguarda il greenwashing. Secondo la definizione dell'ESMA, il greenwashing si riferisce a pratiche di mercato in cui il profilo di sostenibilità divulgato pubblicamente non ri-

flette accuratamente i rischi e gli impatti ESG sottostanti. Tale profilo di sostenibilità può riferirsi sia agli strumenti/prodotti finanziari sia agli emittenti⁸⁵.

Nel settore finanziario, l'ESMA ha sottolineato che il greenwashing danneggia gli investitori che vogliono destinare le loro risorse ad attività economiche sostenibili. Tutti gli attori coinvolti sono consapevoli di questo rischio e stanno lavorando per poterlo contrastare. Il greenwashing non danneggia solo gli interessi degli investitori e dei consumatori, ma anche quelli dei concorrenti che non presentano sé stessi e/o i loro prodotti come sostenibili.

*"Inoltre, il greenwashing rappresenta un rischio reale per la credibilità del mercato nel suo complesso e mina la fiducia che i partecipanti (aziende, investitori e consumatori) ripongono in esso"*⁸⁶.

In questa fase, dato il crescente interesse per la sostenibilità, la diffusione del greenwashing fa crescere lo scetticismo nei confronti di qualsiasi dichiarazione relativa alla sostenibilità.

I rischi e le conseguenze a cui vanno incontro sia le aziende che praticano il greenwashing sia gli operatori finanziari che le sostengono (attraverso investimenti,

⁸⁵ ESMA (2022) *Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*: <https://tinyurl.com/3tbhpua8>

⁸⁶ Forum per la Finanza Sostenibile (2022) *Greenwashing e finanza sostenibile: rischi e risorse di contrasto*: <https://tinyurl.com/63td2wv5>

finanziamenti o polizze assicurative) possono essere suddivisi in tre categorie principali:

- » rischio reputazionale dovuto al possibile danno all'immagine dell'azienda e, di conseguenza, alla reputazione dei suoi investitori/finanziatori/assicuratori, e alla conseguente perdita di credibilità nei confronti di clienti e concorrenti;
- » rischio legale legato a possibili azioni legali e sanzioni ai sensi delle normative sulle politiche di sostenibilità;
- » rischio finanziario come conseguenza di azioni legali e sanzioni, nonché del calo del prezzo delle azioni e della perdita di clienti/quote di mercato.

Le istituzioni europee stanno definendo un quadro di riferimento per contrastare il greenwashing e migliorare la trasparenza sulle questioni ESG. L'obiettivo è aumentare la quantità, la qualità e la comparabilità delle informazioni sulla sostenibilità relative ad aziende, operatori finanziari e prodotti. Le normative che operano in questo senso sono ad esempio il Regolamento Tassonomia⁸⁷, la CSRD⁸⁸, la CSDDD⁸⁹ e l'SFDR⁹⁰. Naturalmente vi sono anche normative vigenti a livello nazionale⁹¹. Per l'Italia, per esempio, il greenwashing può rientrare nel quadro della concorrenza sleale che è disciplinata dagli artt. 2598, 2599 e 2600 del Codice Civile italiano. Altri riferimenti normativi relativi al greenwashing possono essere rintracciati all' art. 20 del Codice del Consumo⁹² o agli artt. 9 e 41 della Costituzione italiana.

In attesa di un quadro normativo più chiaro e completo, il Forum per la Finanza Sostenibile ha identificato alcune raccomandazioni generali per prevenire e contrastare il greenwashing⁹³. In primo luogo, per potersi definire "sostenibili" è necessario agire in profondità sulla cultura aziendale e sui processi di business: non basta integrare la sostenibilità solo nell'ambito della comunicazione. In secondo luogo, è meglio comunicare meno, ma essere sicuri di ciò che si comunica, a partire da dati affidabili e da solide politiche di sostenibilità. La parola chiave per combattere il greenwashing è trasparenza; la comunicazione deve essere efficace ma allo stesso tempo accurata, veritiera e verificabile.

Per quanto riguarda il settore finanziario, l'engagement degli asset owner e degli asset manager è essenziale per prevenire e contrastare il greenwashing. I primi definiscono le politiche di investimento sostenibile e hanno la responsabilità di guidare e monitorare l'operato degli asset managers, che devono assicurarsi che le politiche di investimento siano attuate corretta-

mente e che siano in vigore procedure e controlli sugli aspetti sostenibili. Infine, i gestori di patrimoni sono tenuti a progettare, classificare e commercializzare i prodotti finanziari in modo da riflettere accuratamente il profilo di sostenibilità degli investimenti sottostanti. L'impegno di tutti gli operatori finanziari è necessario per contrastare il greenwashing, che rappresenta una minaccia per la credibilità del mercato.

In conclusione, il fenomeno del greenwashing rappresenta una sfida importante per tutti gli attori finanziari che risultano più attenti al tema sia per l'applicabilità delle normative che per la consapevolezza dei danni reputazionali che questo fenomeno può causare. La trasparenza che è uno degli aspetti più importanti della finanza sostenibile è di grande aiuto in questo caso. Ci attendiamo che le norme e i regolamenti siano rafforzati per prevenire e sanzionare il greenwashing⁹⁴, garantendo che i progressi verso una reale sostenibilità non siano solo superficiali, ma portino a cambiamenti concreti e significativi.

⁸⁷ Cfr. nota 9

⁸⁸ Cfr. nota 10

⁸⁹ Cfr. nota 11

⁹⁰ Cfr. nota 12

⁹¹ Cfr. nota 86

⁹² D.lgs 6 settembre 2005, n. 206

⁹³ Cfr. nota 86

⁹⁴ Cfr. nota 19

11 CONCLUSIONI

In conclusione, la finanza sostenibile rappresenta la chiave per un futuro migliore: un futuro in cui l'equità, la prosperità e la tutela dell'ambiente sono al centro delle decisioni finanziarie. Abbiamo dimostrato che la finanza sostenibile non solo crea valore a lungo termine e riduce i rischi, ma ha anche un impatto positivo sulle aziende, la comunità e il sistema finanziario nel suo insieme.

Abbiamo sfatato miti e teorie senza fondamento, sostenendo il nostro caso con prove concrete e argomenti razionali. L'importanza di allineare le pratiche finanziarie agli obiettivi di sviluppo sostenibile è evidente, promuovendo investimenti responsabili per un futuro più sostenibile.

Ora, è imperativo agire senza indugi. Il tempo è un bene prezioso e non possiamo permetterci ulteriori ritardi. La consapevolezza e la comprensione della finanza sostenibile devono diffondersi tra gli investitori, i professionisti finanziari e il pubblico in generale. È tempo di collaborare e di adottare soluzioni innovative che possano portare il cambiamento necessario. In breve, la finanza sostenibile non è solo un'opzione desiderabile, ma una necessità impellente. Il nostro futuro e quello del pianeta dipendono dalle decisioni che prendiamo oggi. È il momento di agire con determinazione e responsabilità, per un mondo migliore per tutti noi.

SIGLA	SIGNIFICATO
AuM	Asset under Management
CBAM	Carbon Border Adjustment Mechanism
CBF	Corporate Biodiversity Footprint
CDP	Carbon Disclosure Project
CONSOB	Commissione nazionale per le società e la borsa
CSDDD	Corporate Sustainability Due Diligence Directive
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive
EFRAG	European Financial Reporting Advisory Group
ESAP	European Single Access Point
ESG	Environmental, Social and Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRS	European Sustainability Reporting Standards
ETF	Exchange-Traded Fund
EU ETS	EU Emission Trading System
EUGBS	European Green Bond Standard
FFS	Forum per la Finanza Sostenibile
GHG	Greenhouse Gases
GRI	Global Reporting Initiative
IDD	Insurance Distribution Directive
IORP	Institutions for Occupational Retirement Provisions
IPCC	Intergovernmental Panel on Climate Change
ISSB	International Sustainability Standards Board
Ivass	Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni
MiFID II	Market in Financial Instruments Directive II
NFRD	Non Financial Reporting Directive
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OICVM	Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari
ORSA	Own Risk Self Assessment
PRI	Principles for Responsible Investment
RAF	Risk Appetite Framework
SBTi	Science Based Target initiative
SDGs	Sustainable Development Goals
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation
SRD II	Shareholder Rights Directive II
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities



Il Forum per la Finanza Sostenibile è nato nel 2001. È un'associazione non profit multi-stakeholder: ne fanno parte operatori finanziari e altre organizzazioni interessate all'impatto ambientale e sociale degli investimenti. La missione del Forum è promuovere la conoscenza e la pratica dell'investimento sostenibile, con l'obiettivo di diffondere l'inclusione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei prodotti e nei processi finanziari. L'attività del Forum si articola in tre aree principali: Ricerca, Progetti e Policy e Advocacy. In questi ambiti si occupa di:

- » condurre ricerche, gruppi di lavoro e attività di formazione con lo scopo di valorizzare le buone pratiche e di contribuire all'analisi e alla diffusione degli investimenti sostenibili;
- » informare e sensibilizzare la comunità finanziaria, i media e la cittadinanza sui temi della finanza SRI attraverso iniziative di comunicazione e l'organizzazione di convegni, seminari ed eventi culturali;
- » collaborare e svolgere attività di advocacy con istituzioni italiane ed europee per sostenere l'attuazione di un quadro regolamentare che favorisca gli investimenti sostenibili.

Dal 2012 il Forum organizza le Settimane SRI, il principale appuntamento in Italia dedicato all'investimento sostenibile e responsabile. Il Forum è membro di Eurosif, associazione impegnata a promuovere la finanza sostenibile nei mercati europei.