



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"LA FINANZA SOSTENIBILE: IL QUADRO NORMATIVO, GLI EFFETTI  
SUGLI INTERMEDIARI FINANZIARI E L'ANALISI D'IMPATTO DEL  
FONDO INVESTIMENTI SOSTENIBILI DI SELLA SGR"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. Francesco Zen**

**LAUREANDO/A: Giovanni Badiello**

**MATRICOLA N. 1160875**

# ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>4</b>
<b>CAPITOLO 1: LA SOSTENIBILITA' NELLA SCENA MONDIALE</b>	<b>6</b>
<b>1.1 La sostenibilità e i piani per lo sviluppo sostenibile</b>	<b>6</b>
<i>1.1.1 L'Agenda 2030 delle Nazioni Unite</i>	6
<i>1.1.2 L'accordo di Parigi del 2015 e la SNSvS.</i>	8
<b>1.2 Action Plan on Financing Sustainable Growth</b>	<b>10</b>
<b>CAPITOLO 2: L'ACTION PLAN OF FINANCING SUSTAINABLE GROWTH E GLI IMPATTI SUGLI INTERMEDIARI FINANZIARI</b>	<b>13</b>
<b>2.1 La Finanza Sostenibile oggi.</b>	<b>13</b>
<b>2.2 Le azioni proposte dall'Action Plan, l'evoluzione normativa e gli ambiti d'impatto.</b>	<b>15</b>
<i>2.2.1 Istituire un sistema unificato di classificazione delle attività sostenibili, la tassonomia.</i>	15
<i>2.2.2 Creazione di standard ed etichette per prodotti finanziari.</i>	18
<i>2.2.3 Promozione degli investimenti in progetti sostenibili.</i>	20
<i>2.2.4 Integrazione della sostenibilità nella consulenza finanziaria.</i>	20
<i>2.2.5 Sviluppo parametri di sostenibilità.</i>	21
<i>2.2.6 Integrare meglio la sostenibilità nelle valutazioni e nelle ricerche di mercato.</i>	22
<i>2.2.7 Chiarire le funzioni degli investitori istituzionali e dei gestori patrimoniali.</i>	22
<i>2.2.8 Integrazione della sostenibilità nei requisiti prudenziali.</i>	23
<i>2.2.9 Rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e regolamentazione contabile.</i>	24
<i>2.2.10 Promuovere il governo societario sostenibile e attenuare il breve termine nei mercati dei capitali.</i>	24
<b>CAPITOLO 3: IL FONDO "INVESTIMENTI SOSTENIBILI" DI SELLA SGR E LA STRATEGIA DELL'IMPACT INVESTING</b>	<b>26</b>
<b>3.1 Fondo Investimenti Sostenibili di Sella SGR</b>	<b>26</b>
<b>3.2 Impact Investing</b>	<b>26</b>
<b>3.3 Composizione tematica del fondo.</b>	<b>28</b>

<b>3.4 Processo di costruzione del portafoglio del fondo e gli strumenti finanziari utilizzati</b>	<b>28</b>
<b>3.5 La misurazione dei risultati e i Report d’Impatto</b>	<b>29</b>
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>31</b>
<b>BIBLIOGRAFIA e SITOGRAFIA</b>	<b>33</b>

## INTRODUZIONE

I cambiamenti climatici, i cambiamenti sociali e le nuove forti sensibilità per queste tematiche stanno ridisegnando il nostro pianeta, i nostri valori, e quindi anche il modo con cui gestiamo i nostri soldi e le strategie con le quali investiamo. Chiamato a svolgere un ruolo di primo piano verso un'economia più sostenibile è il sistema finanziario.

Con questo lavoro ci proponiamo, allora, di affrontare il ruolo che il sistema finanziario è chiamato a svolgere verso un'economia più sostenibile sul piano ambientale, sociale e di governance. In particolare, ripercorreremo le modifiche del quadro normativo europeo nate dall'Action Plan che l'UE ha pubblicato nel 2018 in materia di “*finanziamento della crescita sostenibile*”, e in un secondo momento evidenzieremo i principali impatti ricaduti sugli intermediari finanziari. Infine, verrà analizzato un caso concreto di “Investimento sostenibile”.

Nel primo capitolo verrà presentata la scena mondiale con riferimento alle decisioni prese nell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, sottoscritta nel 2015 dai governi dei 193 paesi membri dell'ONU, e nell'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici. Si andrà quindi a fornire una panoramica sull'*EU Action Plan On Financing Sustainable Growth*, pubblicato nel marzo 2018 dalla Commissione Europea, presentando i principali obiettivi di tale documento: (1) riorientare i flussi di capitale verso un'economia più sostenibile, (2) integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi e (3) promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine.

Il secondo capitolo avrà il compito di analizzare l'evoluzione del quadro regolamentare Europeo e gli impatti che tali cambiamenti hanno avuto per gli intermediari finanziari. Verrà presentata l'evoluzione della finanza sostenibile negli ultimi anni attraverso dati e ricerche europee che cercano di descrivere la costante crescita a livello globale dell'interesse per queste tematiche. Successivamente entreremo nel dettaglio delle 10 azioni scaturite dall'*Action Plan of Financing Sustainable Growth*, orientando la nostra attenzione verso quelle proposte che più hanno influenzato i meccanismi interni ed esterni degli intermediari finanziari, attraverso l'evoluzione del quadro normativo europeo in tema di finanza e investimenti sostenibili. In particolare, analizzeremo la nuova tassonomia europea delle attività sostenibili, la quale ha trovato completezza grazie al lavoro del TEG, il *Technical Expert Group* di 35 tecnici con l'incarico di elaborare una prima tassonomia comune europea, e nel “*Regolamento UE 2020/852*”, dove vengono indicati i criteri per poter definire un'attività “sostenibile”. Altra *mission* del TEG è stata anche la creazione di standard ed etichette comuni a livello europeo per prodotti finanziari come i Green Bond. Altro punto fondamentale dell'Action Plan è l'impatto ricaduto sulla consulenza finanziaria, in particolare per

quanto riguarda l'integrazione della finanza sostenibile nella disciplina MiFID II. Verrà poi presentata nel dettaglio l'azione riguardante lo sviluppo di parametri di sostenibilità e di nuovi benchmark come gli *EU Climate Transition Benchmark* e i *EU Paris-aligned Benchmark*. Porteremo infine la nostra attenzione verso le modifiche regolamentari che riguardano la Disclosure ESG, cioè l'informativa che riguarda la finanza sostenibile, culminate nel "*Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*", il quale fornisce specifiche indicazioni a riguardo.

Infine, nel terzo capitolo verrà presentata la strategia di investimento di Sella SGR, la società di gestione del risparmio del gruppo Banca Sella Holding Spa, attraverso l'analisi del loro fondo comune d'investimento "Investimenti Sostenibili" e dei Report d'Impatto, una tipologia di documentazione informativa che vuole indicare il concreto impatto ambientale e sociale che gli investimenti del fondo hanno prodotto. Grazie ad un'intervista all'Amministratore Delegato di Sella SGR Dott. Marchesin Alessandro e al gestore del fondo in questione, il Dott. Da Fermo Carmine, siamo potuti entrare all'interno della Società, e apprendere il punto di vista di alcuni dei protagonisti della finanza sostenibile italiana ed europea, sull'evoluzione e sulle prospettive future della sostenibilità ambientale, sociale e di governance che riguarda i mercati finanziari. Andremo allora, ad affrontare l'evoluzione storica del fondo, la strategia con cui viene gestito, la sua composizione tematica e infine gli impatti che genera nel territorio.

## CAPITOLO 1: LA SOSTENIBILITÀ NELLA SCENA MONDIALE

### 1.1 La sostenibilità e i piani per lo sviluppo sostenibile

La “Sostenibilità”, nelle scienze ambientali ed economiche, è la condizione di uno sviluppo in grado di assicurare il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri<sup>1</sup>. Il concetto di sostenibilità è stato introdotto nel corso della prima conferenza ONU sull’ambiente nel 1972, anche se soltanto nel 1987, con la pubblicazione del cosiddetto rapporto Brundtland<sup>2</sup>, venne definito con chiarezza l’obiettivo dello *sviluppo sostenibile* che, dopo la conferenza ONU su ambiente e sviluppo del 1992, è divenuto il nuovo paradigma dello sviluppo stesso.

Il concetto di sostenibilità ha registrato negli anni una profonda evoluzione, partendo infatti da una visione incentrata prettamente su aspetti ecologici e ambientali, si è negli anni avvicinata ad una visione più globale, che comprendesse anche aspetti politici ed economici.

La sostenibilità implica, quindi, un benessere (ambientale, sociale, economico) costante e preferibilmente crescente, e la “*prospettiva di lasciare alle generazioni future una qualità della vita non inferiore a quella attuale*” (Enciclopedia Treccani).

Per portare a termine questo obiettivo, i governi di tutto il mondo, con l’adozione dell’Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e l’Agenda 2030 delle Nazioni Unite, hanno scelto un percorso più sostenibile per il nostro pianeta e per la nostra economia.

#### 1.1.1 L’Agenda 2030 delle Nazioni Unite

L’Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile è un programma d’azione per le persone, il pianeta e la prosperità, sottoscritto nel settembre 2015 dai governi dei 193 Paesi membri dell’ONU. Essa ingloba 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile – Sustainable Development Goals, SDGs – in un grande programma d’azione per un totale di 169 ‘target’ o traguardi, con l’impegno a raggiungerli entro il 2030. Gli Obiettivi per lo Sviluppo danno seguito ai risultati dei Millennium Development Goals<sup>3</sup> che li hanno preceduti, e rappresentano obiettivi comuni su un insieme di questioni

---

<sup>1</sup> Fonte: Enciclopedia Treccani.

<sup>2</sup> Nel 1983, in seguito a una risoluzione dell’Assemblea Generale delle Nazioni Unite, fu istituita la Commissione mondiale per l’ambiente e lo sviluppo, che aveva l’obiettivo di elaborare un’“agenda globale per il cambiamento”. La Commissione era presieduta dalla norvegese Gro Harlem Brundtland, e nel 1987 pubblicò un rapporto, il Rapporto Brundtland, che introduce la fondamentale teoria dello sviluppo sostenibile (Zanichelli.it).

<sup>3</sup> Il 20 settembre del 2000, 189 Capi di Stato e di Governo hanno sottoscritto all’unanimità la “United Nations Millennium Declaration” attraverso la quale sono stati adottati gli 8 Obiettivi del Millennio da raggiungere entro il 2015 (salute.gov.it).

importanti per lo sviluppo: la lotta alla povertà, l'eliminazione della fame e il contrasto al cambiamento climatico, per citarne solo alcuni.

'Obiettivi comuni' significa che essi riguardano tutti i Paesi e tutti gli individui: nessuno ne è escluso, né deve essere lasciato indietro lungo il cammino necessario per portare il mondo sulla strada della sostenibilità.

In stretta relazione con questi obiettivi comuni, i 17 traguardi che sono stati adottati dai paesi membri sono:

1. *No poverty*: porre fine alla povertà in tutte le sue forme in tutto il mondo;
2. *Zero Hunger*: porre fine alla fame, raggiungere la sicurezza alimentare, migliorare la nutrizione e promuovere un'agricoltura sostenibile;
3. *Good health and well-being*: assicurare la salute e il benessere per tutti e per tutte le età;
4. *Quality education*: fornire un'educazione di qualità, equa ed inclusiva, e opportunità di apprendimento per tutti;
5. *Gender equality*: raggiungere l'uguaglianza di genere ed emancipare tutte le donne e le ragazze;
6. *Clear water and sanitation*: garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua e delle strutture igienico-sanitarie;
7. *Affordable and clean energy*: assicurare a tutti l'accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni;
8. *Decent work and economic growth*: incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva e un lavoro dignitoso per tutti;
9. *Industry innovation and infrastructure*: costruire un'infrastruttura resiliente, promuovere l'innovazione e un'industrializzazione equa, responsabile e sostenibile;
10. *Reduced inequalities*: ridurre le disuguaglianze all'interno e fra le Nazioni;
11. *Sustainable cities and communities*: rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, duraturi, sostenibili;
12. *Responsible consumption and production*: garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo;
13. *Climate action*: adottare misure urgenti, a tutti i livelli, per combattere i cambiamenti climatici;
14. *Life below water*: conservare e utilizzare in modo durevole gli oceani, i mari e le risorse marine per uno sviluppo sostenibile;

15. *Life on land*: proteggere, ripristinare e favorire un uso sostenibile dell'ecosistema terrestre, gestire sostenibilmente le foreste, contrastare la desertificazione, arrestare e far retrocedere il degrado del terreno e fermare la perdita di biodiversità biologica;
16. *Peace, justice and strong institutions*: promuovere società pacifiche ed inclusive per uno sviluppo sostenibile, rendere disponibile l'accesso alla giustizia per tutti e creare organismi efficaci, responsabili ed inclusivi a tutti i livelli;
17. *Partnership for the goals*: rafforzare i mezzi di attuazione degli obiettivi e rinnovare il partenariato mondiale per lo sviluppo sostenibile.



Figura 1:17 obiettivi sviluppo sostenibile dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, fonte: UN.org

Oggi si stanno compiendo progressi in molti lunghi, ma, nel complesso, l'azione per raggiungere gli obiettivi non sta ancora avanzando alla velocità o alla scala richiesta. Il 2020 deve inaugurare un decennio di azioni ambiziose per raggiungere gli obiettivi entro il 2030.

### 1.1.2 L'accordo di Parigi del 2015 e la SNSvS.

Successivamente, nel Dicembre 2015, alla conferenza sul clima di Parigi (COP21), 195 paesi hanno adottato il primo accordo universale e giuridicamente vincolante sul clima mondiale. L'accordo in questione definisce un piano d'azione globale con l'obiettivo di contenere il riscaldamento globale al di sotto dei 2°C, puntando in particolare a limitare l'aumento a 1,5°C dato che ciò ridurrebbe in misura significativa i rischi e gli impatti dei cambiamenti climatici. I paesi firmatari hanno anche concordato di fare in modo che le emissioni globali raggiungano il loro livello massimo il più presto possibile, e di procedere successivamente a rapide riduzioni in conformità con le soluzioni scientifiche più avanzate disponibili.

La risposta italiana all'accordo di Parigi si chiama SNSvS (strategia nazionale per lo sviluppo sostenibile). La SNSvS è strutturata in cinque aree, corrispondenti alle cosiddette "5P" dello sviluppo sostenibile proposte dall'agenda 2030: *Persone, Pianeta, Prosperità, Pace e Partnership*.

Una sesta area è dedicata ai cosiddetti *vettori per la sostenibilità*, da considerarsi come elementi essenziali per il raggiungimento degli obiettivi strategici nazionali.

Ciascuna area comprende scelte strategiche e obiettivi strategici per l'Italia correlati agli SDGs dell'Agenda 2030, in particolare:

*1. Persone*

- a. Contrastare la povertà e l'esclusione sociale eliminando i divari territoriali
- b. Garantire le condizioni per lo sviluppo del potenziale umano
- c. Promuovere la salute e il benessere

*2. Pianeta*

- a. Arrestare la perdita di biodiversità
- b. Garantire una gestione sostenibile delle risorse naturali
- c. Creare comunità e territori resilienti, custodire i paesaggi e i beni culturali

*3. Prosperità*

- a. Finanziare e promuovere ricerca e innovazione sostenibili
- b. Garantire piena occupazione e formazione di qualità
- c. Affermare modelli sostenibili di produzione e consumo
- d. Decarbonizzare l'economia

*4. Pace*

- a. Promuovere una società non violenta ed inclusiva
- b. Eliminare ogni forma di discriminazione
- c. Assicurare la legalità e la giustizia

*5. Partnership*

- a. Governance, diritti e lotta alle disuguaglianze
- b. Migrazione e sviluppo
- c. Salute
- d. Istruzione
- e. Agricoltura sostenibile e sicurezza alimentare
- f. Ambiente, cambiamenti climatici ed energia per lo sviluppo
- g. La salvaguardia del patrimonio culturale e naturale
- h. Il settore privato

*6. Vettori di sostenibilità*

- a. Conoscenza comune
- b. Monitoraggio e valutazione di politiche, piani, progetti
- c. Istituzioni, partecipazione e partenariati
- d. Educazione, sensibilizzazione e comunicazione
- e. Efficienza della pubblica amministrazione e gestione delle risorse finanziarie pubbliche

Siamo di fronte a conseguenze sempre più catastrofiche e imprevedibili del cambiamento climatico e dell'esaurimento delle risorse; sono quindi necessarie azioni urgenti per adattare le politiche pubbliche a questa nuova realtà. La sostenibilità e la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più efficiente in termini di risorse sono fondamentali per garantire la competitività a lungo termine dell'economia nazionale e dell'UE.

Chiave è allora il ruolo che devono e dovranno assumere il sistema d'impresa e il sistema finanziario, e per questo motivo, l'8 Marzo 2018 la commissione europea ha pubblicato un piano d'azione ("*Action Plan*"), che sarà oggetto del prossimo paragrafo, per finanziare la crescita sostenibile, che contribuirà a raggiungere gli obiettivi delle politiche poste in essere dagli Accordi di Parigi e dall'Agenda 2030.

## **1.2 Action Plan on Financing Sustainable Growth**

Il sistema finanziario ha quindi un ruolo fondamentale nell'orientamento dell'economia verso standard più sostenibili, in particolare, il riorientamento dei capitali privati verso investimenti più sostenibili richiede un cambiamento globale nel funzionamento del sistema finanziario<sup>4</sup>. Cosciente di questo, la Commissione Europea ha istituito, nel dicembre 2016, un gruppo di esperti (High-Level Technical Expert group on Sustainable Finance, "HLEG") al fine di sviluppare una strategia per l'UE in materia di finanza sostenibile. Il 31 gennaio 2018 il HLEG ha pubblicato una relazione finale (Final Report by High-Level Technical Expert group on Sustainable Finance) individuando, per il sistema finanziario europeo, due imperativi urgenti: (1) migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile e inclusiva finanziando le esigenze a lungo termine della società; (2) consolidare la stabilità finanziaria attraverso l'integrazione dei fattori ESG (*enviromental, social, governance*) nei processi decisionali in materia di investimenti. La relazione finale in questione propone otto raccomandazioni chiave, diverse raccomandazioni trasversali e azioni mirate a fattori specifici del sistema finanziario.

Per dare continuità al lavoro dell'HLEG, la Commissione Europea ha pubblicato, nel marzo del 2018, l'Action Plan on Financing Sustainable Growth, un piano d'azione che si basa sulle

---

<sup>4</sup> Fonte: Action Plan on Financing Sustainable Growth, 2018

raccomandazioni del gruppo di esperti dell'HLEG e definisce la strategia dell'UE per il finanziamento sostenibile.

Definiamo, prima di addentrarci nella presentazione dell'Action Plan, due concetti molto importanti come “fattori ESG” e “Finanza Sostenibile”. I “fattori ESG<sup>5</sup>” sono gli aspetti di natura sociale, ambientale e di governance che vengono tenuti in considerazione quando parliamo di investimenti sostenibili. Con il termine di “finanza sostenibile”, declinato in termini di “SRI” (*Sustainable and Responsible Investment*) ci riferiamo al processo decisionale in materia di investimenti che, in una prospettiva di lungo periodo, integra criteri ambientali, sociali e di governance (o ESG,) nella ricerca, nell'analisi e nella selezione dei titoli. L'investimento sostenibile e responsabile si fonda, allora, su tre punti chiave: (1) generare rendimento per l'investitore; (2) orientamento al medio lungo periodo; (3) integrazione dei criteri ESG nella selezione dei titoli<sup>6</sup>.

Il piano d'azione sulla finanza sostenibile è parte di sforzi più ampi per collegare la finanza con le specifiche esigenze dell'economia europea e globale a beneficio del pianeta e della nostra società (*Action Plan on Financing Sustainable Growth, 2018*). Nello specifico con il piano d'azione la Commissione Europea si pone l'obiettivo di:

1. riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili al fine di conseguire una crescita sostenibile ed inclusiva;
2. gestire i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, dall'esaurimento delle risorse, dal degrado ambientale e dalle questioni sociali;
3. favorire la trasparenza e il lungo termine nell'attività finanziaria ed economica.

In particolare, l'intenzione di riorientare i flussi di capitale verso investimenti più sostenibili risiede nel fatto che gli attuali livelli di investimento non sono, secondo l'Unione Europea, sufficienti per sostenere un sistema economico sostenibile. Secondo la Commissione Europea, per raggiungere gli obiettivi dell'Accordo di Parigi entro il 2030, l'Europa deve colmare un divario di €180 miliardi di investimenti annui. Il fattore che sta alla base di questo divario è la mancanza di chiarezza tra gli investitori in merito a ciò che costituisce un investimento sostenibile. Per colmare questo divario sarà di fondamentale importanza il ruolo degli investitori privati.

Per quanto concerne il secondo obiettivo, l'integrazione della sostenibilità nella gestione dei rischi mira a limitare l'impatto finanziario dei rischi ambientali e sociali. Tra il 2000 e il 2016 per

---

<sup>5</sup> L'acronimo ESG è composto da tre parole (Environmental, social and governance) che a loro volta racchiudono tre distinti universi di sensibilità sociale. Il primo è quello dell'ambiente, che comprende rischi quali i cambiamenti climatici, le emissioni di CO<sub>2</sub> (biossido di carbonio), l'inquinamento dell'aria e dell'acqua, gli sprechi e la deforestazione. Il secondo include le politiche di genere, i diritti umani, gli standard lavorativi e i rapporti con la comunità civile. Il terzo universo è relativo alle pratiche di governo societarie, comprese le politiche di retribuzione dei manager, la composizione del consiglio di amministrazione, le procedure di controllo, i comportamenti dei vertici e dell'azienda in termini di rispetto delle leggi e della deontologia (Morning Star).

<sup>6</sup> Fonte: “l'Unione Europea e la finanza sostenibile”, Forum della Finanza Sostenibile.

esempio, le catastrofi metereologiche annuali in tutto il mondo sono aumentate del 46%<sup>7</sup> e tra il 2007 e il 2016 le perdite economiche causate da danni metereologici sono aumentate dell'86% (117 miliardi di euro nel 2016)<sup>8</sup>. Questi numeri sono allarmanti, poiché quasi il 50% dell'esposizione delle banche dell'euro al rischio è direttamente o indirettamente collegata ai rischi derivanti dai cambiamenti climatici<sup>9</sup>.

Il terzo obiettivo, infine, si riferisce alla promozione della trasparenza e della visione a lungo termine. La trasparenza aziendale è un requisito fondamentale per consentire una corretta e più responsabile valutazione della creazione del valore a lungo termine degli strumenti sostenibili. La strategia delineata dall'Action Plan è un primo passo fondamentale verso la sostenibilità, ma per far fruttare interamente il suo potenziale dovrà essere completato con altre misure - il nuovo quadro normativo europeo sarà oggetto del secondo capitolo - con uno sforzo congiunto da parte di tutti i partecipanti.

Nell'*Action Plan on Financing Sustainable Growth* la commissione europea illustra le 10 azioni che intende adottare per orientare il mercato dei capitali verso un modello più sostenibile:

1. *Istituire un sistema unificato di classificazione delle attività disponibili*
2. *Creare norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili*
3. *Promuovere gli investimenti in progetti sostenibili*
4. *Integrare la sostenibilità nella fornitura di consulenza*
5. *Elaborare indici di sostenibilità*
6. *Integrare meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca*
7. *Chiarire gli obblighi degli investitori istituzionale e dei gestori*
8. *Integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali*
9. *Rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile*
10. *Promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nel mercato dei capitali.*

Come conseguenza dell'Action Plan dell'UE e dei nuovi obiettivi che la comunità Europea si è prefissata in termini di investimenti sostenibili, si sta definendo un nuovo quadro normativo europeo, dove la sostenibilità sarà al centro del confronto tra intermediari, gestori, investitori e imprese.

---

<sup>7</sup>*Action plan of financing sustainable growth*, da Lance Report 2017

<sup>8</sup>*Action plan of financing sustainable growth*, da b Ostry et al, 2014

<sup>9</sup> *Action plan of financing sustainable growth*, da Battiston, S., A. Mandel, I. Monasterolo, F. Schutze e G. Visentin, &quot;Un clima più stressante del sistema finanziario&quot;, Nat. Clim. Chang., Vol. 7, n. 4, pagg. 283–288, aprile 2017.

## CAPITOLO 2: L’ACTION PLAN OF FINANCING SUSTAINABLE GROWTH E GLI IMPATTI SUGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

### 2.1 La Finanza Sostenibile oggi.

Negli ultimi anni il mercato della finanza sostenibile sta mostrando una significativa crescita a livello globale, europeo ed italiano. Cresce la quantità di denaro gestita seguendo strategie sostenibili e responsabili. Secondo la ricerca internazionale “Mercer European Asset Allocation 2019”, che analizza le tendenze di asset allocation di grandi investitori istituzionali e fondi pensione, prendendo in considerazione 876 portafogli europei per un totale di 1000 miliardi di euro di attività, il 55% degli investitori istituzionali prende in considerazione i rischi sociali, ambientali e di governance (ESG) come parte della propria strategia di investimento; dato in sensibile crescita rispetto al 40% rilevato dalla medesima ricerca nel 2018.

Guardando all’Italia, che pesa l’8% del campione analizzato nel 2019, il dato cresce fino ad arrivare all’85% delle imprese che dichiarano di considerare i fattori ESG nelle loro attività di investimento.

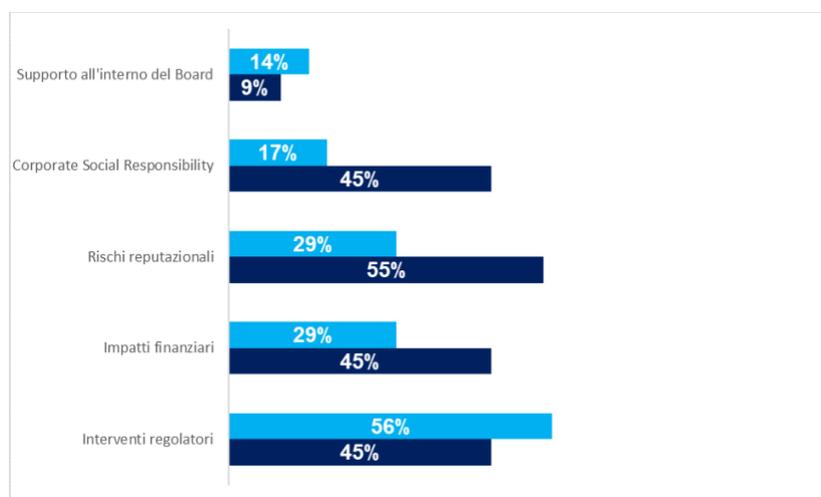


Figura 2: Fonte: Mercer European Asset Allocation 2019

Nella figura 2 vediamo i driver chiave nella considerazione dei fattori ESG del campione italiano (blu scuro), a confronto con la media europea (azzurro) dei paesi che hanno partecipato all’indagine di Mercer. Notare il vantaggio italiano nella maggior parte dei punti presi in considerazione, e qualche passo indietro invece per quanto riguarda la pressione della regolamentazione nazionale. Per quanto riguarda le effettive dimensioni del mercato, secondo i dati della Global Sustainable Investment Alliance, all’inizio del 2018 i capitali investiti a livello mondiale, seguendo strategie

SRI, ammontano a 30,7 mila miliardi di dollari. Il tasso di crescita è del 34% nel biennio 2018/2017, in netto aumento rispetto al 25,2% del biennio precedente<sup>10</sup>.

Per quanto riguarda il mercato Europeo, in prima linea negli investimenti sostenibili troviamo gli investitori istituzionali, ma è in atto un trend positivo che riconosce agli investitori retail un ruolo sempre più fondamentale per garantire agli investimenti sostenibili di diventare una tendenza dominante. Secondo i dati dell'European SRI Study, di Eurosif<sup>11</sup>, la quota di mercato del settore retail è passata dal 3,4% al 30% tra il 2013 e il 2017.

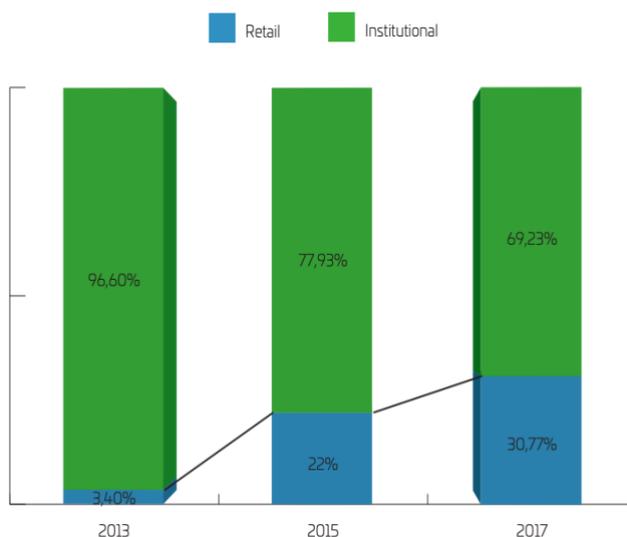


Figura 3: fonte: European SRI Study di Eurosif

Il crescente interesse del settore privato per la finanza sostenibile potrebbe essere supportato anche dalla grande attenzione che la generazione dei Millennials gli ha dimostrato, con il 93% di essi che considera l'impatto positivo sull'ambiente e sulla società come determinante quando effettua le proprie scelte d'investimento<sup>12</sup>.

Con l'obiettivo di analizzare i cambiamenti nelle abitudini dei risparmiatori e degli investitori retail italiani, la loro propensione ad investire in prodotti SRI e l'importanza che attribuiscono ai fattori ESG, il Forum per la Finanza Sostenibile (FFS) e Doxa<sup>13</sup> hanno condotto un'indagine, utilizzando il 2013 e il 2017 come elementi di paragone, su un campione considerevole di investitori retail italiani. Dalla ricerca è emerso che dal 2013 al 2017 la quota di investitori che ritiene importanti le tematiche ESG è cresciuta di 17 punti, nonostante pareri discordanti sugli effetti che questi aspetti producono sui rendimenti e la rischiosità degli investimenti. Con riferimento alle scelte personali di risparmio, aumenta del 10% la quota di risparmiatori che si dichiara attenta agli aspetti sociali, ambientali e di governance, ma allo stesso tempo aumenta la necessità di avere garanzie sui propri

<sup>10</sup> Fonte: Global Sustainable Investment Alliance, Review 2018

<sup>11</sup> Associazione europea dedicata alla promozione della sostenibilità attraverso i mercati finanziari.

<sup>12</sup> Fonte: PwC's Top Trends Financial Services

<sup>13</sup> Azienda Italiana che si occupa di ricerche di mercato e opera nella comunicazione digitale e corporate.

investimenti. La quota di chi considera decisiva per la propria scelta d'investimento la certificazione SRI aumenta, infatti, del 14%. La richiesta di informazioni più chiare rende cruciale il ruolo della banca, dell'assicurazione e del consulente finanziario. Un aumento della quota di risparmiatori che ritiene questo aspetto importante (+ 14%) si affianca ad un indebolimento della consapevolezza riguardo ai prodotti SRI, difatti la componente di risparmiatori che dichiara di non conoscere gli investimenti sostenibili e responsabili si attesta sul 42% degli intervistati.

Possiamo dunque affermare che i valori e le abitudini degli investitori e di tutti gli attori che operano nei mercati finanziari stiano vivendo un periodo di forte cambiamento, sia per quanto riguarda le personali sensibilità alle tematiche ESG, ma anche soprattutto in riferimento al cruciale ruolo che il mondo finanziario ha davanti a sé. La crescita del mercato della finanza sostenibile è evidente, crescono le masse gestite secondo strategie di investimento sostenibili e responsabili, e crescono il numero di attori che includono i fattori ESG all'interno dei loro processi decisionali. Tuttavia, restano margini di miglioramento in termini di trasparenza e condivisioni di criteri comuni, per portare la finanza sostenibile a dominare il mercato del futuro, e per incrementare i flussi di capitale verso attività in linea con i criteri delineati dall'Action Plan on Financing Sustainable Growth 2018. In questo senso, l'impatto più importante ricadrà all'interno degli istituti bancari e assicurativi e nei loro meccanismi di funzionamento, imprimendo un'accelerazione allo sviluppo SRI, sfruttando le "potenzialità inesprese" e garantendo un'effettiva penetrazione di tali strumenti nell'asset allocation dei portafogli<sup>14</sup>.

## **2.2 Le azioni proposte dall'Action Plan, l'evoluzione normativa e gli ambiti d'impatto.**

Affrontiamo ora le 10 proposte scaturite dal piano d'azione della Commissione Europea, evidenziando i principali cambiamenti regolamentari che ne sono conseguiti, ponendo la nostra attenzione su quelle azioni che più hanno impattato all'interno dei meccanismi degli intermediari finanziari.

### *2.2.1 Istituire un sistema unificato di classificazione delle attività sostenibili, la tassonomia.*

Un sistema di classificazione unificato rappresenta forse l'azione più importante e urgente dell'action plan. Uno spostamento dei flussi di capitale verso attività finanziarie sostenibili deve essere favorito da una chiara e condivisa definizione di che cosa effettivamente sia "sostenibile". Guidare e tutelare gli investimenti è possibile soltanto se l'industria in questione è in grado di fornire parametri e standard comuni a tutti.

---

<sup>14</sup>Fonte: PwC's Top Trends Financial Services p. 17

Come afferma la stessa Commissione Europea all'interno del piano d'azione, l'adozione della tassonomia in questione sarà un processo graduale data la complessità e la natura altamente tecnica dello sviluppo di tale strumento.

Con la “*Proposta di Regolamento EU 2018/0178*” la Commissione Europea pone le basi per il graduale sviluppo di una tassonomia delle attività sostenibili. Essa si prefigge di istituire un sistema di classificazione unificato dell'Unione basato su un insieme di criteri specifici per stabilire quali attività economiche sono considerate sostenibili, e di gettare le basi per un'integrazione coerente delle considerazioni ESG nel processo di investimento e consulenza nei vari settori.

A seguito della “*Proposta di Regolamento EU 2018/0178*”, la Commissione Europea ha istituito, nel giugno 2018, il *Technical Expert Group* sulla finanza sostenibile, il TEG, formato da 35 tecnici esperti. Al TEG è stato assegnato l'incarico di elaborare un rapporto che fornisca una prima *tassonomia*, con particolare attenzione alle attività di mitigazione dei cambiamenti climatici, ed individuare le attività economiche in grado di contribuire a raggiungere l'obiettivo di zero emissioni entro il 2050 e i relativi criteri di selezione.

Nel giugno 2019 il TEG ha pubblicato un report tecnico con le linee guida per la prima sezione della tassonomia, dedicata alle attività che contribuiscono alla mitigazione e all'adattamento ai cambiamenti climatici.

Successivamente, il 9 marzo 2020, è stato pubblicato il report finale sulla tassonomia UE delle attività economiche sostenibili. Il documento si intitola “*Taxonomy: Final Report of the technical expert group on Sustainable Finance*”. Un documento di 67 pagine di sommario e 600 di allegati tecnici per classificare i principali settori economici (70), in base alla loro capacità di mitigare o di adattarsi ai cambiamenti climatici: quelli già ambientalmente sostenibili (attività green), ma anche quelli che inquinano, ma di cui non si può fare a meno, e a cui si chiede di fare il possibile per migliorare<sup>15</sup>. Il rapporto del TEG individua tre categorie di attività considerate sostenibili: le attività *low carbon*, attività che già ora possono essere sostenibili a livello ambientale, le *transition*, le quali non sono compatibili con gli obiettivi prefissati per il 2050 ma che sono fondamentali per l'economia e che quindi dovranno presentare miglioramenti in termini green anno dopo anno, e infine le *enabling*, attività non prettamente green ma utili ad entrambe le categorie. Questo “vocabolario” della sostenibilità ambientale sarà un riferimento fondamentale per il mondo della finanza sostenibile, al fine di indicare quanto sostenibile sia effettivamente un investimento. Il report precisa che gli attori dei mercati finanziari dovranno fornire informazioni sulla pertinenza dei prodotti finanziari offerti con i criteri della tassonomia.

---

<sup>15</sup> Fonte: Etica SGR, eticasgr.com

Market segment	In scope for Taxonomy disclosure
Pensions and Asset Management	<ul style="list-style-type: none"> <li>UCITS funds: <ul style="list-style-type: none"> <li>equity funds</li> <li>exchange-traded funds (ETFs)</li> <li>bond funds</li> </ul> </li> <li>Alternative Investment Funds (AIFs): <ul style="list-style-type: none"> <li>fund of funds</li> <li>real estate funds</li> <li>private equity or SME loan funds</li> <li>venture capital funds</li> <li>infrastructure funds</li> </ul> </li> <li>Portfolio management (under Article 4(1) of MIFID II)</li> <li>Pensions: <ul style="list-style-type: none"> <li>pension products</li> <li>pension schemes (defined with reference to IORP II)</li> <li>pan-European personal pension products</li> </ul> </li> </ul>
Insurance	<ul style="list-style-type: none"> <li>Insurance-based investment products (IBIPs)</li> </ul>
Corporate & Investment Banking	<ul style="list-style-type: none"> <li>Securitisation funds</li> <li>Venture capital and private equity funds</li> <li>Portfolio management</li> <li>Index funds</li> </ul>

Figura 4: Prodotti finanziari con l'obbligo di indicazione della tassonomia<sup>16</sup>

In particolare, per ogni prodotto finanziario sarà obbligatorio indicare:

1. come e in che misura è stata utilizzata la tassonomia per determinare la sostenibilità dell'investimento;
2. a quali obiettivi ambientali contribuisce l'investimento;
3. la proporzione di investimenti sottostanti allineati alla tassonomia, espressa in percentuale dell'investimento, del fondo o del portafoglio.<sup>17</sup>

Queste indicazioni dovrebbero fornire anche dettagli sulle rispettive quantità di attività *enabling* e *transition*.



Figura 5: come applicare la tassonomia ad un portafoglio azionario.<sup>18</sup>

<sup>16</sup> Fonte: TEG Final Report on the EU taxonomy p.38

<sup>17</sup> Fonte: TEG Final Report on the EU taxonomy p.37

<sup>18</sup> Fonte: TEG Final Report on the EU taxonomy p. 40

La figura 4 fornisce una spiegazione semplificata di come applicare la tassonomia ad un portafoglio di investimenti aziendali, considerando il fatturato “green” come approssimazione dell’esposizione azionaria sulle attività allineate alla tassonomia.<sup>19</sup>

Prendendo atto del rapporto finale del TEG, il Parlamento Europeo ha approvato, nel corso della sessione plenaria del 17-19 giugno 2020 il testo del regolamento sulla tassonomia delle attività eco-compatibili, il “*Regolamento UE 2020/852*”. Con riferimento alla Proposta di Regolamento EU 2018/0178, nell’articolo 3 di questo nuovo regolamento vengono indicati i criteri per poter definire il grado di ecosostenibilità di un investimento. Secondo tale articolo quindi, un’attività economica è ecosostenibile se soddisfa i criteri di seguito elencati:

- a. l’attività economica contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali di cui all’articolo 9, in conformità degli articoli da 10 a 16;
- b. l’attività economica non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali di cui all’articolo 9, in conformità dell’articolo 18.

Gli obiettivi ambientali a cui fa riferimento l’articolo 9 sono:

1. la mitigazione dei cambiamenti climatici;
2. l’adattamento ai cambiamenti climatici;
3. l’uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine;
4. la transizione verso un’economia circolare,
5. la prevenzione e la riduzione dell’inquinamento;
6. la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Tale tassonomia aiuterà allora gli investitori a identificare facilmente i prodotti finanziari che soddisfano i criteri verdi, e impedirà il verificarsi del c.d. *greenwashing*, ossia quella strategia di comunicazione volta a sostenere e valorizzare la reputazione ambientale di un’impresa mediante un uso disinvolto di richiami all’ambiente nella comunicazione istituzionale e di prodotto, non supportato però da risultati reali e credibili sul fronte del miglioramento dei processi produttivi adottati o dei prodotti realizzati.

### *2.2.2 Creazione di standard ed etichette per prodotti finanziari.*

La creazione di standard ed etichette UE per i prodotti finanziari consentirebbe di proteggere l’integrità e la fiducia nel mercato finanziario sostenibile e soprattutto consentirebbe per i vari investitori un accesso molto più semplice a questo tipo di prodotti. La Commissione Europea ha deciso, in questo senso, di applicare ai prodotti finanziari il regolamento EcoLabel. L’Ecolabel

---

<sup>19</sup> Fonte: TEG Final Report on the EU taxonomy p.40

europeo è un sistema volontario di certificazione di qualità volto a promuovere i prodotti che presentano un basso impatto ambientale e a fornire ai consumatori informazioni precise, affidabili e scientifiche in merito all'impatto ambientale dei prodotti<sup>20</sup>. Per valutare se un fondo d'investimento, un titolo obbligazionario o un qualsiasi prodotto finanziario sia compatibile con l'Ecolabel, è necessario analizzare (1) in quale misura i titoli sottostanti sono legati ad attività sostenibili dal punto di vista ambientale, e (2) se l'intero portafoglio è sufficientemente eco-compatibile per ricevere l'Ecolabel. All'interno della definizione dei criteri dell'Ecolabel per prodotti finanziari, l'Unione Europea prende in considerazione anche lo sviluppo dello standard europeo per i *Green Bonds*, obbligazioni associate al finanziamento di progetti con ricadute positive a livello ambientale, come l'efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite e l'uso sostenibile dei terreni. I Green Bond permettono di finanziare vari tipi di progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale, e rappresentano un'importante opportunità per aumentare la disponibilità di capitali necessari alla transizione verso un'economia più sostenibile.

In questo senso, con l'azione numero 2 dell'Action Plan, la Commissione Europea ha incaricato il TEG di elaborare alcune raccomandazioni per lo sviluppo di un *Green Bond Standard* (EU GBS). L'EU Green Bond Standard (GBS) è un sistema di criteri condivisi a livello europeo per l'emissione di green bond; con l'introduzione di tale standard, sarà possibile attribuire la certificazione di "EU Green Bond" a qualsiasi tipologia di obbligazione o di strumento di debito, quotato o non quotato, emesso da un operatore europeo o internazionale, che dimostri di essere conforme al EU GBS<sup>21</sup>.

Il TEG, nel giugno 2019 ha pubblicato il *Report on EU Green Bond Standard 2019*, nel quale definisce i principi fondamentali e la struttura del GBS. In particolare, secondo il report del TEG, il GBS deve basarsi su 4 principi fondamentali:

1. allineamento alla tassonomia sulle attività eco-compatibili (cfr. 2.2.1), per l'identificazione dei progetti e delle attività finanziabili;
2. pubblicazione di un "Green Bond Framework" (GBF), cioè un documento in cui l'emittente esplicita: la volontà di allineare il green bond al GBS; la conformità del piano di finanziamento dell'obbligazione agli obiettivi ambientali dell'Unione Europea; gli aspetti chiave dell'impiego dei proventi, dei processi di investimento e della reportistica;
3. produzione di una reportistica sull'uso dei proventi e sull'impatto ambientale generato;
4. verifica da parte di un revisore esterno della conformità del Green Bond Framework e dell'allocazione dei proventi.

---

<sup>20</sup> Fonte: *L'Unione Europea e la Finanza Sostenibile*, Forum per la Finanza Sostenibile.

<sup>21</sup> Fonte: EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Report on EU Green Bond Standard 2019*.

### 2.2.3 Promozione degli investimenti in progetti sostenibili.

La mobilitazione verso progetti sostenibili del capitale privato è un prerequisito fondamentale per la transizione verso un modello economico più sostenibile. Una particolare importanza è rivestita in questo senso dalle infrastrutture che, secondo l'OCSE<sup>22</sup>, contribuiscono a circa il 60% delle emissioni di gas a effetto serra.

### 2.2.4 Integrazione della sostenibilità nella consulenza finanziaria.

Con la fornitura di consulenza, le banche, le imprese di investimento e le compagnie assicurative possono svolgere un ruolo centrale nell'orientamento del sistema finanziario verso la sostenibilità. Ad oggi, tuttavia, investitori e asset manager, nella costruzione di un portafoglio, non tengono sufficientemente in considerazione i tre elementi della sostenibilità: ambiente, società e governance. Di conseguenza, risulta di primaria importanza rendere noto al mercato che gli investimenti sostenibili permettono agli investitori di ottenere una stabilità economico-finanziaria nel lungo periodo con un profilo di rischio-rendimento competitivo rispetto agli investimenti non-green. La Commissione europea ha, allora, valutato opportuno incorporare il riferimento a rischi e fattori di sostenibilità ESG nei processi e nelle decisioni degli operatori sottoposti alle normative MiFID II e IDD. A tale proposito, l'ESMA<sup>23</sup>, il 30 aprile 2019, ha pubblicato e inviato alla Commissione Europea un proprio *technical advice*, relativo all'integrazione della finanza sostenibile nella disciplina MiFID II, che riguarda i servizi d'investimento<sup>24</sup>. Le modifiche proposte riguardano innanzitutto l'organizzazione interna degli intermediari. L'ESMA segue, al riguardo, un approccio principle-based, che imporrebbe alle imprese di tenere conto, nel conformarsi ai requisiti organizzativi ivi previsti (in materia, fra l'altro, di meccanismi di controllo interno e di conoscenze e competenze del personale) anche dei già menzionati fattori ESG, includendoli nei loro processi, sistemi e controlli interni<sup>25</sup>. In tema di requisiti organizzativi ESMA propone la verifica della conoscenza e delle competenze dei consulenti sui temi di sostenibilità, l'integrazione dei fattori ESG nei processi di risk management e la predisposizione di misure adeguate a identificare eventuali conflitti di interesse che possono sorgere dalla distribuzione di prodotti SRI.

---

<sup>22</sup> Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

<sup>23</sup> European Securities and Markets Authority

<sup>24</sup> Nello stesso momento ESMA ha anche pubblicato un parere tecnico relativo al *framework* UCITS e a quello AIFM, funzionali alla modifica dei relativi atti delegati.

<sup>25</sup> Fonte: ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II, April 2019

Per quanto riguarda il rapporto con il cliente finale, i consulenti dovranno raccogliere informazioni anche in merito alle preferenze del cliente sui fattori ESG durante il processo di profilatura del cliente, mediante l'inserimento di apposite domande di verifica nel questionario per la valutazione dell'adeguatezza, così da determinare una lista prodotti adeguata e con impatti positivi. L'art. 9 capo 4 del *Regolamento (UE) 2017/2359 sugli obblighi di informazione e le norme di comportamento applicabili alla distribuzione di prodotti di investimento assicurativi* afferma che nella valutazione di idoneità del cliente bisogna raccogliere informazioni riguardo le conoscenze e le esperienze del cliente, la sua situazione finanziaria e i suoi obiettivi di investimento. I consulenti dovranno allora valutare gli obiettivi di investimento del cliente per poi determinare le potenziali preferenze ESG, e inserirle nella strategia di investimento.

#### *2.2.5 Sviluppo parametri di sostenibilità.*

L'azione 5 dell'Action Plan riguarda l'introduzione e la definizione di nuovi benchmark di sostenibilità. I "benchmark" sono indici utilizzati come parametri oggettivi di riferimento per confrontare la performance di un portafoglio o di un titolo con l'andamento del mercato; svolgono anche un ruolo centrale nella formazione dei prezzi degli strumenti finanziari e di altre attività rilevanti nel sistema finanziario, influenzando le relative domande. Gli indici di riferimento "tradizionali" non sono adeguati a misurare le prestazioni di investimenti sostenibili, e si rende necessario poter disporre di indici e metodologie più trasparenti e affidabili.

Il 27 Novembre 2019 è stato pubblicato il *"Regolamento (UE) 2019/2089 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento"*. Il precedente regolamento, 2016/1011 prevedeva due categorie di benchmark: (1) «benchmark low-carbon»: implica la "de carbonizzazione" degli indici standard, ovvero la selezione di titoli associati a minori livelli di emissioni di CO<sub>2</sub>, e (2) «positive-carbon impact»: ovvero la selezione di titoli di società in cui il livello di emissioni evitate, è maggiore rispetto alla quantità di CO<sub>2</sub> emessa (per esempio, imprese che adottano strategie di risparmio energetico o ricorrono alle fonti rinnovabili). La versione finale del regolamento invece segna una significativa evoluzione rispetto al passato, introducendo due nuovi benchmark climatici:

- I benchmark di transizione climatica (*EU Climate Transition Benchmark*), che selezionano i titoli in base agli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra delle società, in modo che il portafoglio si collochi su una traiettoria di decarbonizzazione e di progressivo allineamento agli obiettivi fissati dall'Accordo di Parigi; la traiettoria dev'essere misurabile, definita in base a criteri scientifici e scandita da coordinate temporali;

- I benchmark allineati all'accordo di Parigi (*EU Paris-aligned Benchmark*), che selezionano i titoli in modo che il livello di emissioni del portafoglio sia coerente con uno scenario compatibile con l'Accordo di Parigi, cioè con il contenimento dell'aumento delle temperature medie globali a +1,5C°<sup>26</sup>.

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

#### 2.2.6 Integrare meglio la sostenibilità nelle valutazioni e nelle ricerche di mercato.

Negli ultimi anni, i *market research provider* e le agenzie di rating della sostenibilità hanno intensificato i propri sforzi per valutare le prestazioni dei fattori ESG delle società e la loro capacità di gestire i rischi di sostenibilità. Tali valutazioni contribuiscono a un'allocazione del capitale più sostenibile e migliorano il flusso di informazioni tra emittenti e investitori. Tuttavia, la mancanza di standard di riferimento per valutare le prestazioni di sostenibilità delle imprese rende necessaria la trasparenza della metodologia utilizzata dai *market research provider*.

#### 2.2.7 Chiarire le funzioni degli investitori istituzionali e dei gestori patrimoniali.

Numerosi atti legislativi dell'UE richiedono agli investitori istituzionali e ai gestori di fondi di agire nel migliore interesse dei loro investitori (c.d. dovere fiduciario).

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

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

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

---

<sup>26</sup> Fonte: *L'Unione Europea e la Finanza Sostenibile*, Forum per la Finanza Sostenibile

nelle scelte d'investimento, e come li integrano nella gestione dei rischi. La Direttiva Shareholder Rights ha, invece, l'obiettivo di incoraggiare un approccio di lungo periodo e un maggior attivismo degli investitori istituzionali nell'esercizio del diritto di voto connesso alla partecipazione al capitale azionario delle imprese investite.

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

Tale azione è pertanto diretta a colmare la mancanza di trasparenza nei confronti degli investitori finali e a rendere le decisioni di investimento più consapevoli. Il 27 novembre 2019 la Commissione Europea ha pubblicato il "*Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*". In particolare, l'art. 3 del Regolamento afferma che i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari devono pubblicare sui loro siti web informazioni circa le loro rispettive politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei loro processi decisionali relativi agli investimenti. Ancora, ai sensi dell'art. 6 del già menzionato Regolamento, i partecipanti ai mercati finanziari devono includere la descrizione di quanto segue nell'informativa precontrattuale: a) in che modo i rischi di sostenibilità sono integrati nelle loro decisioni di investimento; e b) i risultati della valutazione dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari che rendono disponibili<sup>27</sup>.

#### *2.2.8 Integrazione della sostenibilità nei requisiti prudenziali.*

Banche, compagnie assicurative e fondi pensione sono la principale fonte di finanziamento esterno per l'economia europea e un importante canale di risparmio per gli investimenti. Di conseguenza, potrebbero fornire la massa critica di investimenti necessari per colmare il divario dei 180 miliardi per la transizione verso un'economia più sostenibile.

Tuttavia, anch'esse possono essere esposte ai rischi legati a uno sviluppo economico non sostenibile. Ad esempio, alcune ricerche pubblicate in un rapporto dell'*European Systemic Risk Board* stimano che le esposizioni delle istituzioni finanziarie europee (comprese banche, fondi pensione e assicurazioni) a imprese produttrici di combustibili fossili (le riserve di combustibili e di carbone diventeranno inutilizzabili se si vogliono rispettare certi target climatici) superano 1 trilione

---

<sup>27</sup> *Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.*

di euro e stimano potenziali perdite comprese tra 350 e 400 miliardi di euro<sup>28</sup>. Tali rischi per la stabilità finanziaria sono stati segnalati anche dalle autorità di vigilanza macroprudenziale.

La Commissione esaminerà, quindi, la fattibilità dell'inclusione dei rischi associati al clima e ad altri fattori ambientali nelle politiche di gestione del rischio delle attività detenute da banche e compagnie assicurative.

#### *2.2.9 Rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e regolamentazione contabile.*

La Direttiva UE relativa alla comunicazione delle non-financial information (NFI) impone agli enti di interesse pubblico di divulgare in modo flessibile informazioni rilevanti sui principali aspetti ambientali, sociali e di governance e sulla gestione dei rischi ad essi relativi. In prospettiva, secondo gli orientamenti della Commissione, occorre raggiungere un giusto compromesso tra flessibilità e standardizzazione delle informazioni necessarie sulla base delle quali vengono prese le decisioni di investimento. Per quanto riguarda la trasparenza nell'informativa rimandiamo al paragrafo 2.2.7. Vi sono inoltre, secondo l'Action Plan crescenti preoccupazioni avanzate circa il fatto che i principi contabili vigenti non favoriscano un processo decisionale investimenti sostenibili. In particolare, la risoluzione del Parlamento europeo sull'International Financial Reporting Standard IFRS 9, adottata il 6 ottobre 2016, ha sollevato preoccupazioni sull'impatto che il nuovo principio contabile sugli strumenti finanziari potrebbe avere sugli investimenti a lungo termine. La Commissione riconosce l'importanza di fare in modo che i principi contabili non scorraggino direttamente o indirettamente gli investimenti sostenibili e a lungo termine. A tale proposito, secondo le indicazioni formulate nell'Action plan, sarà necessario valutare la possibilità di rendere più flessibile l'adozione degli IFRS, laddove adeguamenti specifici favoriscano investimenti a lungo termine.

#### *2.2.10 Promuovere il governo societario sostenibile e attenuare il breve termine nei mercati dei capitali.*

Questa necessità nasce dal fatto che diverse società europee sono inibite dalle pressioni di mercato a breve termine e, quindi, eccessivamente concentrate al raggiungimento degli obiettivi economici e finanziari di breve periodo. Ciò può rendere difficoltoso allungare l'orizzonte temporale nel processo aziendale e sfruttare le opportunità che la considerazione ambientale e la visione a lungo termine possono offrire. La Commissione, attraverso tale azione, si propone di avviare attività analitiche e di consulenza con tutte le parti interessate per valutare l'eventuale necessità di imporre

---

<sup>28</sup> Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk. *European Systemic Risk Board*

ai consigli di amministrazione di elaborare e divulgare una strategia in materia di sostenibilità e di chiarire le norme che impongono agli amministratori di agire nell'interesse a lungo termine dell'impresa.

## CAPITOLO 3: IL FONDO “INVESTIMENTI SOSTENIBILI” DI SELLA SGR E LA STRATEGIA DELL’IMPACT INVESTING

Nel precedente paragrafo abbiamo trattato i principali impatti che, in primis l’Action Plan UE e le sue 10 azioni, e in seguito tutte le modiche normative che gli sono succedute, hanno avuto sui meccanismi interni degli intermediari finanziari. In particolare, abbiamo analizzato, soprattutto dal punto di vista normativo, i cambiamenti avvenuti nella consulenza finanziaria, nell’informativa, interna ed esterna, e sui nuovi meccanismi di governance.

Nel presente capitolo si andrà a presentare lo sviluppo delle strategie per gli investimenti sostenibili della Società di Gestione del Risparmio del gruppo Banca Sella Holding Spa, Sella SGR, e il loro fondo di investimento *Investimenti Sostenibili*, il primo fondo comune d’investimento italiano ad adottare una strategia di investimento a *Impatto*.

### 3.1 Fondo Investimenti Sostenibili di Sella SGR

La trattazione di questo tema è stata resa possibile anche dall’onore e dall’opportunità di poter intervistare il Dott. Marchesin Alessandro, CEO di Sella SGR, e il Dott. Da Fermo Carmine, portfolio manager di Sella SGR.

Il Fondo *Investimenti Sostenibili* è nato nel 1999 come “fondo etico”, il quale aveva come criterio “sostenibile” l’*esclusione* di imprese e investimenti che si riferivano ad uno specifico settore, per esempio le armi, il tabacco, e la pornografia. Nel 2003 il fondo perfeziona la propria strategia responsabile e i criteri di esclusione di alcuni settori sono stati affiancati da criteri di *inclusione* di titoli più virtuosi dal punto di vista sostenibile. Questo fu un grande passo avanti, nonostante gli standard e i parametri di selezione dei titoli fossero ancora deboli.

Nel 2015, quando la sostenibilità iniziava ad essere un tema mainstream, il fondo Investimenti Sostenibili si apprestava a diventare il primo fondo di investimento italiano ad *impatto*.

### 3.2 Impact Investing

Con l’espressione “impact investing” o “finanza ad impatto” si intendono gli investimenti in imprese, organizzazioni e fondi che hanno l’obiettivo di generare un impatto ambientale o sociale *positivo* e misurabile affiancato da un rendimento finanziario.

Le caratteristiche salienti di questa strategia di investimento sono:

- l’*intenzionalità* dell’investitore di generare un impatto positivo dal punto di vista sociale e ambientale;

- il *rendimento finanziario* atteso, che può variare in funzione degli obiettivi dell'investitore ma, in ogni caso, deve prevedere almeno il rientro del capitale investito;
- l'*eterogeneità dei rendimenti*, che possono essere inferiori oppure in linea con quelli di mercato, e delle classi di attivo, che comprendono anche: anticipi sui flussi di cassa, fixed income, venture capital e private equity;
- la *misurabilità dell'impatto* sociale e ambientale e la rendicontazione degli impatti generati attraverso la pubblicazione di una reportistica dedicata (report d'impatto).<sup>29</sup>

L'Impact Investing è l'ultima e la più innovativa strategia nata nel mondo degli investimenti SRI, nonostante rimanga ancora una nicchia all'interno del mercato SRI (0,5% degli investimenti SRI presenti sul mercato,).



Figura 6: L'Impact Investing è ancora una nicchia di mercato<sup>30</sup>.

Nel 2015 tuttavia, nonostante i criteri ESG fossero conosciuti a livello globale, i parametri e le disponibilità di mercato erano ancora deboli. Il Dott. Da Fermo, portfolio manager Sella SGR, afferma che in quegli anni era ancora difficoltoso creare un portafoglio sostenibile, in quanto era complessa la ricerca e soprattutto la valutazione dei prodotti a impatto positivo su cui investire. Oggi, invece, la finanza ad impatto è in forte crescita e “l’universo investibile è molto più ampio” (Dott. Carmine Da Fermo).

<sup>29</sup> Fonte: Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio ambientale. Forum per la finanza sostenibile, in collaborazione con AXA IM, Etica SGR e Sella Gestioni.

<sup>30</sup> Fonte: European SRI Study 2018, Eurosif.

### 3.3 Composizione tematica del fondo.

Per quanto riguarda la sua composizione, il fondo Investimenti Sostenibili interviene su otto temi legati alla crescita sostenibile delle economie sviluppate ed emergenti. Il fondo investe infatti in: assistenza sanitaria, alimentazione, accesso alla finanza, edilizia sostenibile, gestione delle risorse umane, educazione, energia rinnovabili ed efficienza energetica (nella figura 6 è presentata la composizione tematica del fondo in termini percentuali, evidenziando il peso di ciascun settore all'interno del portafoglio del fondo). In particolare, nel 2018, attraverso i temi di Impatto, gli investimenti del fondo hanno contribuito a 13 dei 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile, SDGs, sanciti dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite (vedi capitolo 1).

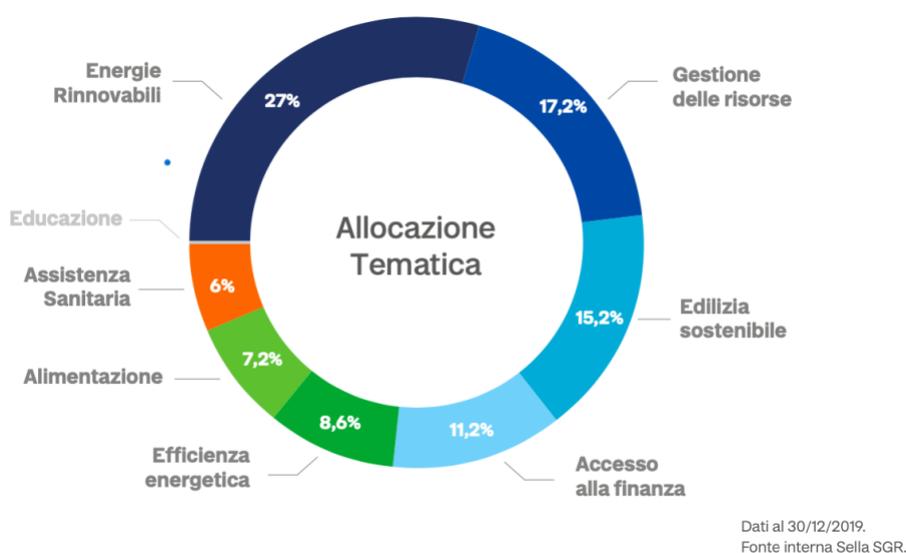


Figura 7: Composizione tematica del fondo Investimenti Sostenibili di Sella SGR<sup>31</sup>.

### 3.4 Processo di costruzione del portafoglio del fondo e gli strumenti finanziari utilizzati

Il processo di selezione degli investimenti del fondo combina l'analisi finanziaria, l'analisi delle componenti ESG e le analisi di Impatto. Il punto di partenza è l'esclusione delle organizzazioni che hanno un impatto ambientale o sociale negativo e che non garantiscono il rispetto dei diritti umani. Ai criteri di esclusione si affianca l'inclusione dei soggetti più "virtuosi" dal punto di vista ESG utilizzando un approccio tematico. Infine, l'analisi d'impatto, considera la capacità dichiarata di generare valore sostenibile, secondo diversi parametri: competizione, inclusione, innovazione, intenzionalità, addizionalità e misurabilità. A proposito di capacità dichiarativa, secondo il Dott. Da Fermo è e sarà di fondamentale importanza cercare di standardizzare e rendere sempre più

<sup>31</sup> Fonte: Report di Impatto 2019, Sella SGR

omogenee le dichiarazioni di impatto sostenibile delle imprese, per poter avere dati oggettivi e confrontabili, sia sul piano dell'Impatto ambientale e sociale, sia su quello del ritorno finanziario. Il processo decisionale, contemporaneamente, considera variabili macroeconomiche e fondamentali finanziari che possono influenzare i risultati di gestione del fondo. Si valuta quindi la capacità dell'investimento di creare valore positivo e misurabile per il Pianeta e la collettività e, al contempo, garantire un ritorno finanziario in linea con il profilo di rischio della strategia d'investimento.

Per ottenere, quindi, un investimento ad impatto positivo, il fondo seleziona principalmente tre tipologie di strumenti finanziari:

- *Obbligazioni tematiche*: obbligazione in cui l'emittente comunica l'impatto generato. Fanno parte delle obbligazioni tematiche:
  - Green Bond: obbligazioni emesse per finanziare progetti con benefici ambientali dichiarati;
  - Social Bond: obbligazioni i cui proventi sono destinati a finanziare progetti con specifici risultati sociali;
  - Sustainability Bond: obbligazioni i cui proventi sono destinati a finanziare progetti con risultati sia ambientali che sociali.
- *Titoli Azionari*: azioni emesse da organizzazioni o imprese con un dichiarato impatto ambientale e sociale, che operano secondo le migliori pratiche ESG e traggono una quota consistente dei propri profitti da prodotti o servizi in grado di contribuire fattivamente al raggiungimento degli SDGs.
- *Fondi Sostenibili*: fondi che investono secondo le migliori pratiche sostenibili del settore o area di business di riferimento.

### **3.5 La misurazione dei risultati e i Report d'Impatto**

È ormai chiaro perché nel mercato finanziario sostenibile è essenziale comunicare informazioni dettagliate agli investitori (privati o istituzionali) per metterli nella condizione di determinare i risultati delle loro scelte di investimento. Ogni tipo di investimento produce effetti di carattere sociale e ambientale; ciò che caratterizza la strategia dell'impact investing è il fatto che gli esiti siano 1) intenzionalmente positivi e 2) misurati e rendicontati.

La misurazione degli impatti è un processo complesso, il cui elemento-chiave è la disponibilità di dati; in effetti, non sempre è possibile avviare il processo di misurazione "ideale", in grado di consentire un confronto con i risultati attesi dagli SDGs. Una delle principali sfide risiede

nell'importanza di coniugare i dati quantitativi con quelli qualitativi. Una valutazione in termini esclusivamente monetari e/o finanziari dei singoli investimenti – che implica l'attribuzione di valori economici ai risultati e il calcolo di indici di rendimento – potrebbe risultare tecnicamente percorribile ma senza dubbio riduttiva rispetto alla complessità della tipologia di investimento. Può invece rivelarsi utile l'impiego di metodi di valutazione che facciano largo uso di indicatori di risultato, particolarmente adatti a valutare progetti con obiettivi sociali (es. una batteria di informazioni qualitative sintetiche che descrivono le condizioni chiave per l'attuazione dell'obiettivo).

La prima vera e propria rendicontazione dei risultati ambientali e sociali realizzati da un investimento finanziario arriva in Italia nel 2016 grazie proprio a Sella SGR. Il fondo "Investimenti Sostenibili" della società è il primo in Italia ad adottare la strategia di informazione e trasparenza del *Report di Impatto*. Il calcolo dell'impatto avviene tramite un processo che si articola in 6 fasi:

1. **Classificazione e verifica:** viene controllato il rispetto degli standard internazionali per le obbligazioni, vengono analizzate le politiche aziendali per le azioni e per i fondi d'investimento vengono aggregati i dati presenti nei relativi portafogli;
2. **Raccolta dati:** vengono raccolti i dati tramite la consultazione di fonti ufficiali (es. report di impatto), dati rilasciati da terze parti e i dati pubblici;
3. **Valutazione dei dati:** i dati raccolti vengono analizzati e vengono verificate completezza e coerenza;
4. **Calcolo dell'impatto:** per ogni strumento finanziario vengono calcolati i risultati extra finanziari sulla base di tre variabili: periodo di riferimento, peso all'interno del portafoglio e la durata dell'investimento;
5. **Trasformazione:** i risultati vengono esposti in una veste di semplice lettura e messi in relazione con gli SDGs dell'investimento;
6. **Monitoraggio continuo:** l'impatto generale viene monitorato tramite l'aggiornamento continuo dell'intero processo e dei risultati effettivamente conseguiti.

Per fornire qualche dato, dal Report di Impatto 2019 del fondo "Investimenti Sostenibili" di Sella SGR, grazie agli investimenti effettuati nell'ultimo anno 21.746 pazienti hanno avuto la possibilità di accedere a trattamenti sanitari mirati alla prevenzione e alla riduzione delle malattie, 688 tonnellate di rifiuti non sono stati prodotti grazie ad una corretta gestione degli scarti, sono stati generati 45.970 Mega wattora di energia generata da fonti rinnovabili, 21.250 tonnellate di CO<sub>2</sub> sono state evitate, riducendo l'impatto ambientale di ulteriori emissioni di gas serra, e molte altre ancora.

## CONCLUSIONI

In questo elaborato si è cercato di fornire chiare informazioni sul fenomeno della finanza sostenibile, presentando le necessità che deve affrontare il mondo finanziario, i risultati ottenuti a livello nazionale ed europeo e i cambiamenti regolamentari e strutturali che hanno caratterizzato gli ultimi anni del nostro continente.

Dalle ricerche pubblicate, e in piccola parte riportare in questo elaborato, possiamo affermare che il settore della finanza sostenibile è in forte ascesa, trainato dalla crescente consapevolezza degli investitori istituzionali e non solo, e, soprattutto dai continui allarmi che arrivano dalla comunità scientifica.

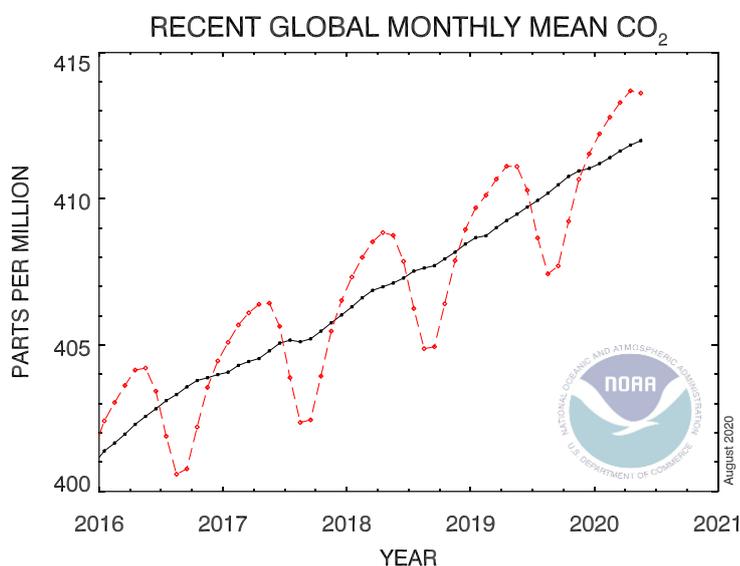


Figura 8: fonte: NOAA, National Oceanic and Atmospheric Administration.

Dalla figura 7 possiamo notare che i livelli di anidride carbonica (CO<sub>2</sub>), la quale contribuisce all'incremento della temperatura a livello globale, sono in costante aumento. Se il riscaldamento globale dovesse continuare a crescere a questi ritmi, vaste zone del mondo diventerebbero inospitali e le conseguenze di un così forte alteramento degli ecosistemi sarebbero disastrose.

I mercati finanziari giocano, allora, un ruolo forse marginale, ma essenziale al fine di mitigare gli effetti che il surriscaldamento potrebbe portare con sé. Risulta sempre più evidente che il mondo finanziario e gli investitori hanno la responsabilità di contribuire a spostare i flussi di capitale verso un'economia più sostenibile, a basse emissioni di carbonio.

Di fondamentale importanza è cercare di far diventare la sostenibilità un parametro di scelta fondamentale per i nostri investimenti, e forse anche ad aspirare, come afferma Alessandro Marchesin, CEO di Sella SGR, alla creazione di un mercato finanziario completamente sostenibile.

I primi passi sono stati fatti. Come abbiamo visto, infatti, ci dirigiamo verso una tassonomia e degli standard comuni per valutare la sostenibilità degli investimenti, l'Unione Europea ha imposto nuove normative in termini di disclosure ESG per gli intermediari finanziari, i consulenti dovranno tenere conto nella profilatura del cliente anche delle sue preferenze per queste tematiche.

L'obiettivo è quindi chiaro: gli investimenti del futuro dovranno essere redditizi e dovranno avere buone performance finanziarie, senza tralasciare, e cercando anzi di implementare, gli aspetti ambientali e sociali, promuovendo allo stesso tempo elevati standard di governance.

## BIBLIOGRAFIA e SITOGRAFIA

COMMISSIONE EUROPEA, marzo 2018, sull'*EU Action Plan On Financing Sustainable Growth*: 2018: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>

COMMISSIONE EUROPEA, Accordo di Parigi 2015: [https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris\\_it](https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_it)

COMMISSIONE EUROPEA, 24 maggio 2018, *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio 2018/0178 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili*: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018PC0353&from=IT>

COMMISSIONE EUROPEA, 18 giugno 2020, *Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili*: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=IT>

COMMISSIONE EUROPEA, 21 settembre 2017, *Regolamento (UE) 2017/2359 sugli obblighi di informazione e le norme di comportamento applicabili alla distribuzione di prodotti di investimento assicurativi*: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R2359&from=IT>

COMMISSIONE EUROPEA, 27 novembre 2019, *Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento*: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2089&from=IT>

COMMISSIONE EUROPEA, 27 novembre 2019, *Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=IT>

ENCICLOPEDIA TRECCANI, Sostenibilità: <http://www.treccani.it/enciclopedia/sostenibilita/>

EUROSIF, 2018, *European SRI Study 2018*: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>

EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE (TEG), 9 marzo 2020, *Taxonomy: Final Report of the technical expert group on Sustainable Finance*: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf)

EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE (TEG), giugno 2019, *Report on EU green bond standard*:

[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf)

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), 30 aprile 2019, *Final Report ESMA technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1737\\_final\\_report\\_on\\_integrating\\_sustainability\\_risks\\_and\\_factors\\_in\\_the\\_mifid\\_ii.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1737_final_report_on_integrating_sustainability_risks_and_factors_in_the_mifid_ii.pdf)

EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, febbraio 2016, *Too late, too sudden: transition to a low-carbon economy and systemic risk*: [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports\\_ASC\\_6\\_1602.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports_ASC_6_1602.pdf)

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, DOXA, 2017, *Il risparmiatore responsabile*, seconda edizione: <https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2017/09/risparmiatore-responsabile-WEB.pdf>

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, ABI, ASSOGESTIONI, ETICA SGR, INTESA SAN PAOLO, MORNINGSTAR, ANASF, 2019, *l'Unione Europea e la finanza sostenibile, impatti e prospettive per il mercato italiano*: <https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2019/11/Manuale-Europa-IT-Web.pdf>

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, AXA IM, ETICA SGR, SELLA GESTIONI, 2017, *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*: <https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2017/09/manuale-impact-investing-WEB-1.pdf>

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE: <https://finanzasostenibile.it/>

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE, 2018, *Global Sustainable Investment Review 2018*: [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR\\_Review2018F.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf)

HLEG, 31 gennaio 2018, *Final Report by High-Level Technical Expert group on Sustainable Finance*: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf)

MINISTERO DELL'AMBIENTE E DELLA TUTELA DEL TERRITORIO E DEL MARE, la strategia nazionale per lo Sviluppo sostenibile: <https://www.minambiente.it/pagina/la-strategia-nazionale-lo-sviluppo-sostenibile>

MERCER, luglio 2019, *Mercer European Asset Allocation 2019*: <https://www.mercer.it/sala-stampa/mercer-european-asset-allocation-survey.html>

MORNINGSTAR: <https://www.morningstar.it/it/>

NAZIONI UNITE, centro regionale di informazioni delle Nazioni Unite: <https://unric.org/it/agenda-2030/#:~:text=Centro%20Regionale%20di%20Informazione%20delle%20Nazioni%20Unite,-un%20web%20tv&text=L'Agenda%202030%20per%20lo,193%20Paesi%20membri%20dell'ONU.>

PWC, 2019, *Top Trends Finanza Sostenibile*: <https://www.pwc.com/it/it/industries/banking-capital-markets/fs-top-trends/docs/toptrends-finanza-sostenibile.pdf>

SELLA SGR, 2018, *Report di Impatto 2018*:  
[https://www.sellasgr.it/sg/ita/sostenibilita/investimenti\\_sostenibili.jsp](https://www.sellasgr.it/sg/ita/sostenibilita/investimenti_sostenibili.jsp)

SELLA SGR, 2018, *Report di Impatto 2019*:  
[https://www.sellasgr.it/sg/ita/sostenibilita/investimenti\\_sostenibili.jsp](https://www.sellasgr.it/sg/ita/sostenibilita/investimenti_sostenibili.jsp)

SELLA SGR, 2018, *Investimenti sostenibili, il fondo di Sella SGR*:  
[https://www.sellasgr.it/sg/ita/sostenibilita/investimenti\\_sostenibili.jsp](https://www.sellasgr.it/sg/ita/sostenibilita/investimenti_sostenibili.jsp)

ZANICHELLI, Rapporto Burtland:  
<https://online.scuola.zanichelli.it/50lezioni/files/2010/01/RapportoBrundtland.pdf>

