
La Finanza Sostenibile: che cosa è e che ruolo ha nella transizione sostenibile

Nell'ambito delle attività del Piano di Rafforzamento Amministrativo - del Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti è stata redatta la presente relazione, relativa a **“La Finanza Sostenibile: che cosa è e che ruolo ha nella transizione sostenibile”¹**.

1. La Finanza Sostenibile e lo Sviluppo Sostenibile

Nell'evoluzione dell'attuale sistema economico e sociale si è ormai intrapresa la strada verso un sistema sostenibile in cui si possa assicurare il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri. Nella realizzazione di questa transizione un ruolo importante lo ricopre la cosiddetta **“Finanza sostenibile”**.

Negli ultimi anni si è assistito all'emanazione di interventi normativi nazionali e internazionali a sostegno della Green Economy, in attuazione del Green Deal europeo e più in generale a favore di una transizione verso un sistema economico e sociale sostenibile. Progressivamente si è assistito, ma è un processo ancora in corso, a una maggiore attenzione posta dai governi sulla necessità di affrontare le sfide imposte dalla crisi e dai cambiamenti climatici e demografici. Allo stesso tempo è anche emersa la consapevolezza che un uso responsabile delle risorse necessarie al processo produttivo e la capacità di soddisfare anche istanze sociali, costituiscono un imperativo al quale l'impresa che intenda rimanere competitiva sul mercato non può più sottrarsi. Nei fatti la maggioranza delle imprese private si trovano nella condizione di dover temperare la propria logica del profitto bilanciando il proprio interesse con quello sociale; quindi, nel prossimo futuro la chiave di successo per le aziende sarà quella di interpretare questa

¹ La presente Nota Informativa è stata sviluppata a partire dall'articolo “La finanza sostenibile: limiti e profili evolutivi” (Francesco Conte, dicembre 2022). Nelle prossime settimane sarà pubblicata una Nota Informativa che affronterà altri aspetti della “Finanza Sostenibile” nel piano legislativo dell'Unione Europea.

“limitazione” non come un semplice vincolo ma come un’opportunità di crescita e di differenziazione sul mercato.

Con il concetto di **“Finanza Sostenibile”** si intendono tutte le strategie di investimento che, direttamente o indirettamente, hanno l’obiettivo di realizzare un rendimento socialmente condiviso assieme al ritorno economico atteso dall’investimento.

La **“Finanza Sostenibile”** si poggia sul concetto di **“Responsabilità Sociale d’Impresa”** (CSR – *Corporate Social Responsibility*) che è inteso come una cultura d’impresa che non mira solo ad ottenere margini di profitto nel breve periodo ma anche a soddisfare le aspettative della società con l’obiettivo di creare un valore socialmente condiviso e responsabile.

Le istituzioni comunitarie hanno molto investito, e stanno investendo, nel concetto di CSR che è visto come un modello di governance dell’impresa che permette di integrare gli obiettivi sociali e ambientali con le operazioni finanziarie e commerciali (**“Finanza Sostenibile”**); enfatizzando quindi il ruolo della “finanza” quale promotore e volano di crescita per gli investimenti sostenibili.

Gli *investimenti sostenibili*, detti anche *investimenti ESG* (Environmental-Social-Governance), sono gli investimenti che hanno l’obiettivo di creare valore per l’investitore e per la società nel suo complesso attraverso una strategia di investimento orientata al medio e lungo periodo e che integrano l’analisi finanziaria, quella ambientale (Environmental), quella sociale (Social) e del buon governo (Governance).

Un investimento sostenibile è un investimento in un’attività economica che contribuisce ad un obiettivo ambientale (misurato mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l’impiego di energia, ecc.), ad un obiettivo sociale (ad esempio che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale e l’integrazione), ad un obiettivo di buona governance (come un investimento in capitale umano o in comunità economicamente e socialmente svantaggiate, ma anche in ciò che riguarda le relazioni con il personale, la sua remunerazione e il rispetto degli obblighi fiscali).

Solo negli ultimi anni si sta delineando in modo preciso il perimetro della **“Finanza Sostenibile”**; e questo grazie agli sforzi legislativi dell’Unione Europea. Nonostante questo, uno studio o una valutazione e quantificazione della **“Finanza Sostenibile”** risulta difficoltoso a causa della difficile definizione degli strumenti che la compongono e quindi anche la valutazione dei loro effetti. In particolare, hanno contribuito a rendere difficile la quantificazione del perimetro della **“Finanza Sostenibile”** due aspetti: da un lato la mancanza di una definizione condivisa di che

cosa si intenda per obiettivi “Sociali” – la “S” degli *investimenti ESG*; dall’altro lato l’assenza di una tassonomia condivisa delle attività ritenute sostenibili – la “E” degli *investimenti ESG*.

L’insieme di queste due criticità ha comportato uno sviluppo di diverse classificazioni degli investimenti finanziari green e un conseguente aumento della distorsione nella valutazione aziendale della sostenibilità scoraggiando, nei fatti, gli investitori ad attuare la sostenibilità come *best practice* nelle loro politiche di investimento.

2. La Responsabilità Sociale d’Impresa (CSR)

Il concetto di “*Responsabilità Sociale d’Impresa*” (CSR) risale al secolo scorso quando si inizia ad esprimere la necessità che gli imprenditori prendano coscienza di una propria responsabilità sociale che esula dalla mera ricerca del maggior profitto.

A partire dagli anni ’50 si è iniziato a definire un insieme di principi e criteri per le aziende affinché possano adempiere alle proprie responsabilità sociali. Il punto di partenza di questa riflessione è stato quello che l’imprenditore influenza la vita dei propri clienti, dipendenti e fornitori e che attraverso di loro ha un impatto sulla qualità della vita della società nel suo complesso.

Sulla base di queste convinzioni la “*Responsabilità Sociale d’Impresa*” (CSR) viene definita come l’insieme di obblighi morali e personali che il datore di lavoro deve seguire, tenendo presente le politiche in atto, al fine di contribuire a raggiungere gli obiettivi e i valori desiderati dalla società. In altre parole, si sta parlando dell’obbligo aziendale nei confronti della società di fare ciò che è meglio non solo per l’azienda, ma per la società nel suo insieme; non più cercando di massimizzare la ricchezza per l’azionista ma di massimizzare la ricchezza per la società.

Nel corso degli anni questa prima enunciazione è stata approfondita e dettagliata dagli economisti andando a specificare come la “*Responsabilità Sociale d’Impresa*” (CSR) è basata sui concetti di gestione e amministrazione e che non avviene automaticamente ma è il risultato di sforzi deliberati e consapevoli sottolineando quindi la strumentalità e la complementarità dell’impresa rispetto ai valori della comunità.

Quindi l’azienda deve creare valore non solo per gli azionisti ma per tutti i gruppi attivi di individui che si relazionano con l’impresa e che sono in grado di influenzare o essere influenzati dalle decisioni e dal raggiungimento degli obiettivi aziendali. Questi gruppi attivi di individui sono sia coloro che di solito hanno un contratto formale con l’azienda, e che sono essenziali per il suo corretto funzionamento (proprietari, azionisti, dipendenti, sindacati, clienti, fornitori, ecc.), sia

coloro che pur non essendo direttamente coinvolti nelle attività economiche dell'azienda e non avendo un rapporto contrattuale con essa, possono a ogni modo esercitare un'influenza significativa sulla sua attività (cittadini, concorrenti, comunità locale, governo, ecc.).

Tra gli sviluppi della teoria economica degli ultimi 30 anni² è emerso come la *“Responsabilità Sociale d’Impresa” (CSR)*, integrata da considerazioni economico-assistenziali nella descrizione e nella spiegazione del comportamento degli attori attivi del sistema economico (imprenditori, consumatori, cittadini, etc.), sia alla base della cosiddetta economia del benessere. Alla base di questa posizione vi è la convinzione che sia possibile conciliare i valori etici e morali della società e dell'imprenditore all'interno delle decisioni economiche aziendali, dato che le scelte dell'individuo (imprenditore) possono essere prese non considerando esclusivamente il proprio benessere ma considerando anche il benessere collettivo. Ecco allora che in questo contesto trova pieno compimento l'affermazione che il comportamento economico razionale dell'individuo, nel nostro caso dell'imprenditore, deve essere inteso non come la massimizzazione del proprio profitto ma come la massimizzazione del proprio benessere e del benessere della società.

3. Lo Sviluppo Sostenibile in ambito comunitario e internazionale

A partire dalla Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC), firmata a Rio de Janeiro (1992) si è andata a determinare l'importanza di formulare degli obiettivi concreti per attuare uno “Sviluppo Sostenibile” e di conseguenza a definire un quadro globale per risolvere i problemi del degrado ambientale. Dopo il 1992, i conflitti di interesse tra l'economia, la società e l'ambiente sono diventati sempre più evidenti tanto da spingere l'Unione Europea a una forte mobilitazione e allo sviluppo di reti europee di imprese con obiettivi vincolanti e legislazioni coordinate.

Nel 2001 la Commissione Europea pubblica “Il Libro Verde della Commissione Europea” dando così origine alla prima definizione di *“Responsabilità Sociale d’Impresa” (CSR)* condivisa, ovvero: “Integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali e ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate”. Definizione che è stata successivamente ampliata con la Comunicazione della Commissione Europea sulla “Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese”.

² Tra i massimi esponenti a livello internazionale si veda Amartya Sen “Etica ed Economia” (1988).

L'obiettivo della Commissione Europea, in coerenza con gli orientamenti e i principi riconosciuti al livello internazionale, è quello di creare delle condizioni favorevoli ad una crescita sostenibile, a un comportamento eticamente responsabile delle imprese e a una creazione di occupazione durevole nel medio e lungo termine.

In questo contesto normativo, il concetto di *“Sviluppo Sostenibile”*, anche grazie a uno spostamento da un modello economico lineare a un modello circolare, è andato ben oltre il tema della salvaguardia della natura inglobando una molteplicità di fattori fra cui quelli a carattere ambientale (Environmental), sociale (Social) e le buone prassi di governo (Governance) – *investimenti ESG* – che rappresentano la modalità di congiunzione (e di bilanciamento) tra gli interessi degli azionisti e quelli della società. In sostanza, ne derivano dei nuovi contenuti nei bilanci d'esercizio delle imprese e delle nuove analisi di valutazione delle performance e dell'attrattività dell'azienda per gli investimenti, in un continuo processo di interdipendenza.

4. La nozione di “Finanza sostenibile”

La **“Finanza sostenibile”** è stata definita per la prima volta dalla Commissione Europea come il processo che tiene in debita considerazione, nell'adozione delle decisioni di investimento, dei fattori ambientali e sociali e di governance, per ottenere maggiori investimenti in attività sostenibili e a lungo termine.

Secondo la formulazione della Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), si può definire sostenibile ogni strategia di investimento che ricade sotto questa definizione: “La finanza sostenibile è quell'insieme di strategie di investimento che considerano i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nella composizione e gestione di portafoglio. Ai fini di questo report globale e per articolare il nostro lavoro nel modo più allargato possibile, GSIA utilizza una definizione inclusiva di finanza sostenibile, senza operare separazione alcuna tra essa e termini locuzioni associabili, come finanza responsabile o finanza socialmente responsabile. Tutti questi approcci sono collettivamente denominati finanza SR”.

In termini generali, la **“Finanza sostenibile”** si pone l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano al contempo utili alla società e non siano a carico del sistema ambientale. Si vuole raggiungere il profitto ma al contempo anche il rispetto dei diritti dei lavoratori e della comunità,

nonché la tutela dell'ambiente, incoraggiando le aziende a includere nella propria rendicontazione contabile anche le performance sociali e ambientali oltre a quelle economiche.

Occorre comprendere che affinché sia possibile valutare la sostenibilità delle imprese è necessario sviluppare una serie di strumenti e metodi che permettano di misurare, controllare e gestire gli impatti sociali e ambientali delle attività economiche.

In quest'ottica, le imprese sono oggi chiamate ad attuare misure di contenimento dei rischi connessi ai mutamenti climatici e a integrare all'interno delle loro decisioni di investimento politiche di sviluppo sostenibile. Inoltre, le aziende devono integrare i propri bilanci con sistemi di rendicontazione complementari al bilancio d'esercizio che tengano conto di strategie di creazione di valore dell'azienda improntate a dinamiche ambientali, sociali e di governance. Le attuali politiche vogliono che le aziende non siano unicamente orientate soltanto al profitto ma anche al benessere e al soddisfacimento della qualità della vita delle generazioni presenti e future. In termini sintetici questo è quello che definisce la Green Economy³.

Infine, si deve ricordare che affinché la transizione verso una Green economy abbia successo è necessario un ulteriore sforzo da parte del legislatore in modo da promuovere attivamente la transizione verso un sistema economico che tenga in considerazione i limiti ambientali e che valorizzi il ruolo dell'azione pubblica nella salvaguardia del territorio. In particolare, occorre che si sviluppino un ulteriore livello di proposte legislative che sostengano effettivamente un passaggio ad una economia circolare e "verde" e che non si limitino solamente a interventi di natura contenitiva del problema ambientale.

³ La progressiva valorizzazione negli ultimi 50 anni della dimensione ambientale nell'analisi economica, ha permesso la diffusione di diverse accezioni del termine Green Economy per quanto tra loro assimilabili e complementari. Il United Nations Environment Programme (UNEP), definisce la Green Economy come "un'economia che genera un miglioramento del benessere umano e dell'equità sociale, riducendo in modo significativo i rischi ambientali e l'uso delle risorse naturali. In sostanza la Green Economy è un'economia a basso tenore di carbonio, efficiente nell'uso delle risorse e inclusiva dal punto di vista sociale".

La Commissione Europea definisce la Green Economy come "una economia che genera crescita, crea posti di lavoro ed elimina la povertà investendo e salvaguardando le risorse del capitale naturale da cui dipende la sopravvivenza del nostro pianeta".

L'OCSE ha a sua volta prodotto documenti e strategie a favore della Green Economy definendola come una crescita economica "che sappia ridurre l'inquinamento, le emissioni di gas serra e i rifiuti, assicurando che il patrimonio naturale continui a fornire le risorse e i servizi ambientali su cui si basa il nostro benessere".

5. La regolamentazione Europea sulla “Finanza sostenibile”

L'Unione Europea sta lavorando per integrare le considerazioni relative alla sostenibilità nel quadro normativo introducendo delle regole specifiche per la **“Finanza sostenibile”**. Attraverso l'evoluzione del quadro normativo si ricerca un miglioramento degli strumenti economici e contabili, che sono attualmente utilizzati per l'analisi della sostenibilità, rafforzando in questo modo la fiducia degli investitori. Attualmente l'Unione Europea si sta concentrando sullo stimolo e lo sviluppo della capacità delle imprese di fornire informazioni complete e adeguate anche grazie all'armonizzazione degli strumenti e delle metodologie utilizzate per l'elaborazione delle sostenibilità. La regolamentazione europea sulla **“Finanza sostenibile”** si sta sviluppando lungo tre direttrici:

- la creazione di un sistema di classificazione comune per le attività economiche sostenibili, la "tassonomia dell'UE", per stabilire un linguaggio comune e una definizione chiara di quali attività vengono considerate sostenibili;
- lo sviluppo di metodi per la rendicontazione delle informazioni non finanziarie da parte delle imprese con lo scopo di rafforzare l'affidabilità e la comparabilità delle informazioni. A questo scopo la Commissione Europea ha avviato la revisione della Direttiva sulla rendicontazione delle informazioni non finanziarie da parte delle imprese (Non Financial Reporting Directive, NFRD) e approvato il Regolamento sull'Informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR);
- l'introduzione di regole per specifici prodotti finanziari sostenibili con l'obiettivo di fornire agli investitori informazioni complete sulle opportunità e i rischi di investimento anche attraverso l'introduzione di uno standard comune europeo per gli emittenti di obbligazioni sostenibili che desiderano utilizzare la denominazione di "European Green Bonds", aspettandosi che in questo modo aumenti la trasparenza del mercato e la comparabilità di questi prodotti finanziari.

6. Quali sono le attività economiche sostenibili?

Il Regolamento dell'Unione Europea 2020/852 introduce un sistema di classificazione delle attività economiche sostenibili (cosiddetta "Tassonomia") con l'obiettivo di superare l'assenza di definizioni condivise e favorire così la trasparenza e la comparabilità, da parte degli investitori, delle informazioni sugli investimenti sostenibili. La "Tassonomia" è un sistema di classificazione che elenca le attività economiche sostenibili e fornisce una definizione esatta di ciò che può essere considerato tale. L'introduzione di una "Tassonomia" ha lo scopo di sostenere e aumentare gli investimenti sostenibili e di contribuire all'attuazione del Green Deal europeo; questo avviene perché grazie ad un sistema condiviso di classificazione delle attività economiche sostenibili si riduce la frammentazione del mercato e si sostengono gli investimenti destinati alla transizione economica, oltre a creare una maggiore tutela degli investitori e ad incentivare le imprese a lavorare in modo che sia rispettoso dell'ambiente naturale e sociale.

Gli obiettivi ambientali individuati dal Regolamento Tassonomia sono sei:

1. Mitigazione dei cambiamenti climatici;
2. Adattamento ai cambiamenti climatici;
3. Protezione delle acque e delle risorse marine;
4. Passaggio a un'economia circolare;
5. Prevenzione e controllo dell'inquinamento;
6. Tutela della biodiversità e degli ecosistemi.

In base al Regolamento sulla "Tassonomia" un'attività economica è considerata ecosostenibile se soddisfa questi criteri:

- contribuisce in maniera sostanziale a uno dei sei obiettivi ambientali;
- non causa danno significativo a uno degli altri obiettivi ambientali (principio *Do Not Significant Harm - DNSH*);
- rispetta alcune garanzie minime di salvaguardia sociale, come quelle descritte nelle linee guida dell'OCSE per le multinazionali o nelle convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro (OIL) finalizzati alla tutela di diritti umani e di diritti dei lavoratori.

Della classificazione delle attività economiche definita dalla “Tassonomia” dovranno tenere conto tre tipologie di soggetti: gli intermediari finanziari, come ad esempio le banche, che offrono prodotti finanziari nei mercati europei; le società di grandi dimensioni già soggette all'obbligo di fornire al mercato Dichiarazioni non finanziarie⁴ ; i paesi membri della UE quando introducono politiche ambientali, fissano standard o assegnano etichette "green" a prodotti finanziari o a obbligazioni societarie.

7. Quali informazioni sulla sostenibilità sono tenuti a fornire gli intermediari e i consulenti finanziari?

Nel corso del 2021 è diventato operativo il Regolamento Europeo relativo all'Informativa sulla Sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Regolamento Europeo 2019/2088, Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) che introduce l'obbligo per i partecipanti ai mercati finanziari (emettitori di titoli, intermediari e consulenti finanziari) di informare rispetto alle azioni adottate al fine di integrare nei loro processi decisionali i rischi sulla sostenibilità, inclusi quelli ambientali.

In particolare, ciascun operatore deve comunicare al pubblico le modalità con cui integra i rischi di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti, oltre a comunicare eventuali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità.

Inoltre, per tutti i prodotti finanziari offerti sul mercato gli operatori sono obbligati a divulgare informazioni sul modo in cui i rischi sulla sostenibilità sono stati presi in considerazione nelle proprie decisioni d'investimento e quali conseguenze potrebbero avere sui rendimenti. Queste informazioni devono essere inserite nell'informativa precontrattuale.

Le obbligazioni verdi, cioè titoli di debito emessi da istituzioni private e pubbliche destinate esclusivamente al finanziamento o al rifinanziamento di progetti ambientali, svolgono un ruolo sempre più importante per reperire le risorse necessarie per la transizione verso un'economia a

⁴ La Direttiva europea sulla rendicontazione delle informazioni non finanziarie (Direttiva 2014/95/UE, Non Financial Reporting Directive, NFRD), recepita in Italia con il D.lgs. 254/2016, definisce per le società di grandi dimensioni l'obbligo di comunicare informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale e al rispetto dei diritti umani in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività, attraverso la pubblicazione annuale di una dichiarazione non finanziaria. Il richiamo all'andamento dell'impresa ai suoi risultati economici e alla sua situazione patrimoniale è l'ambito di interesse economico mentre il riferimento all'impatto delle attività dell'impresa riguarda il loro effetto sui consumatori, sulla società civile, sui dipendenti e sui partner commerciali. Tutte queste informazioni vengono sinteticamente definite Dichiarazioni non finanziarie.

basse emissioni di gas serra. Nonostante ciò, al momento non esiste una lista di obbligazioni verdi ufficialmente riconosciuta né uno standard globale per la loro certificazione. Attualmente l'etichetta di obbligazione verde viene assegnata dallo stesso emittitore, o da una società terza scelta dallo stesso emittitore, sulla base di criteri contenuti in alcune linee guida, come ad esempio quelle fissate dalla International Capital Market Association (ICMA) e dalla Climate Bond Initiative (CBI).

L'Unione Europea dovrebbe introdurre a breve uno standard comune europeo (EUGBs), che, insieme alla "Tassonomia", permetterà di identificare quali progetti possono essere finanziati attraverso le obbligazioni verdi. La creazione di uno standard europeo aumenterà la trasparenza del mercato e la comparabilità di questi prodotti finanziari. Questi standard diventeranno lo schema da seguire per gli emittitori (anche extra-UE) che desiderano utilizzare la denominazione di "European Green Bonds" o "EUGBs".