

*POSITION PAPER N° 47*



## SGR RISK

L'integrazione dei rischi di  
sostenibilità all'interno del framework  
di Risk Management delle SGR

AIFIRM

Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers

*Marzo 2025*

# AIFIRM RINGRAZIA

## I COORDINATORI SCIENTIFICI DELLA COMMISSIONE

- **Emilio Barucci** | Politecnico di Milano
- **Elisabetta Gualandri** | Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia

## I COORDINATORI AIFIRM

- **Michele De Sario** | Eurizon Capital SGR
- **Giorgio Spriano** | Università degli Studi di Torino

## IL COMITATO GUIDA

- **Emilio Barucci** | Politecnico di Milano
- **Giulia E. Caja** | KPMG Advisory
- **Francesco de Matteis** | Generali Invest
- **Michele De Sario** | Eurizon Capital SGR
- **Alessio Ginocchietti** | Eurizon Capital SGR
- **Elisabetta Gualandri** | Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia
- **Annalisa Lazzini** | GenAM SGR
- **Simone Lomoro** | KPMG Advisory
- **Corrado Meglio** | Vicepresidente AIFIRM
- **Arcangelo Messina** | Mediobanca SGR
- **Andrea Ottini** | KPMG Advisory
- **Giorgio Spriano** | Università degli Studi di Torino
- **Daniele Turchi** | Anima SGR

## IL GRUPPO DI LAVORO

- **Valeria Aiudi** | Mediolanum Gestione Fondi
- **Giampiero Bambagioni** | P&G SGR
- **Luca Barbieri** | Tages Capital SGR
- **Francesco Bellarmino** | FARO Value Spa
- **Fabio Bressan** | Mediobanca
- **Alessio Brusati** | Credito Emiliano
- **David Cavallini** | Cabel Industry
- **Marco Cigolini** | Banca Investis
- **Marilena Cino** | Banco Bpm
- **Daniele Collevocchio** | Fideuram – Intesa Sanpaolo Private Banking
- **Carlo Saverio De Franco** | Epsilon SGR
- **Anna Maria De Santo** | Deloitte & T.
- **Martina Faleschini** | KPMG Advisory
- **Michele Finzi** | Sella SGR
- **Domenico Fiore** | Banca Sella Holding
- **Massimiliano Forte** | Tema

- **Carmen Gallucci** | Università degli Studi di Salerno
- **Saverio Giorgio** | Università degli Studi di Roma "La Sapienza" & Luigi Luzzatti S.C.p.A.
- **Elisa Grillo** | AMCO
- **Antonia Patrizia Iannuzzi** | Università degli Studi di Bari
- **Carmine Lombardi** | Avantage Reply
- **Francesca Maderi** | Tages Capital SGR
- **Pasquale Merella** | GREEN ARROW CAPITAL SGR
- **Simonetta Milani** | Investitori SGR - Gruppo Allianz
- **Omar Monzeglio** | Indipendente
- **Daniele Mossi** | Amundi
- **Raffaella Nappo** | Beyond Advisory
- **Elena Negro** | Eurizon Capital SGR
- **Matteo Nencini** | ARCA Fondi SGR
- **Andrea Ottini** | KPMG Advisory
- **Paolo Pepe** | Mediobanca SGR
- **Pierpaolo Rizzi** | Eurizon Capital SGR
- **Arianna Salvioli** | SELLA SGR
- **Sergio Sampaolesi** | Tema Consulenza
- **Rosalia Santulli** | Università degli Studi di Genova
- **Vincenzo Scalese** | Banca Sella
- **Daniele Turchi** | Anima SGR
- **Pietro Turrisi** | AIFIRM
- **Marino Vassolo** | Avantage Reply
- **Gherardo Vivarelli** | Advisor; World Bank

#### SUPERVISIONE A CURA DI:

- **Corrado Meglio** | Vicepresidente AIFIRM

#### IL COORDINAMENTO PMO

- **Giulia E. Caja** | KPMG Advisory
- **Simone Lomoro** | KPMG Advisory
- **Andrea Ottini** | KPMG Advisory
- **Filippo Dalla Noce** | KPMG Advisory



ISBN 979-12-80245-29-8

DOI 10.47473/2016ppa00047

# INDICE

<b>Executive Summary (English)</b> .....	<b>6</b>
<b>Executive Summary (Italiano)</b> .....	<b>8</b>
<b>1. Profili operativi e rischi nelle SGR</b> .....	<b>10</b>
1.1. Il ruolo delle SGR come intermediario finanziario e le diverse tipologie di assets .....	10
1.1.1. Inquadramento degli operatori del settore della gestione collettiva del risparmio (SGR, SICAV e SICAF).....	10
1.1.2. Offerta delle SGR: servizi, prodotti ed asset oggetto di investimento .....	11
1.1.3. Regolamentazione dei requisiti prudenziali e dell'organizzazione e gestione dei rischi ....	15
1.1.4. Adeguatezza patrimoniale e contenimento del rischio.....	16
1.2. Rischi diretti o d'impresa.....	22
1.3. Rischi indiretti ovvero dei portafogli gestiti (Mercato, Credito, Liquidità, Altri rischi) .....	25
<b>2. Rischi di sostenibilità e canali di trasmissione</b> .....	<b>32</b>
2.1. Framework normativo e di vigilanza .....	32
2.1.1. Il Quadro Normativo Europeo per la Sostenibilità e la Finanza Responsabile .....	32
2.1.2. SFDR e Tassonomia.....	35
2.1.3. MIFID .....	37
2.1.4. UCITS e AIFMD.....	38
2.1.5. Indici Benchmark .....	38
2.1.6. Aspettative delle autorità di vigilanza e buone prassi.....	39
2.1.7. CSRD .....	40
2.2. Struttura e composizione dei rischi di sostenibilità .....	42
2.2.1. Rischi climatici: emittenti societari.....	43
2.2.2. Rischi ambientali: emittenti societari.....	46
2.2.3. Rischi geofisici: emittenti societari.....	48
2.2.4. Rischi di transizione: emittenti societari .....	48
2.2.5. Rischi climatici e ambientali: emittenti governativi .....	51
2.2.6. Rischi sociali.....	53
2.2.7. Rischi di governance .....	58
2.2.8. Rischi di governance – emittenti societari .....	58
2.2.9. Rischi di governance – emittenti governativi.....	61
2.3. Analisi dei canali di trasmissione dei rischi ESG sul profilo di rischio diretto ed indiretto delle SGR .....	62
<b>3. Modalità di integrazione del framework di Risk management</b> .....	<b>71</b>
3.1. Approcci per l'esecuzione della mappatura dei rischi e analisi materialità dei rischi ESG .	71
3.1.1. Analisi di materialità.....	74
3.1.2. Individuazione degli indicatori .....	77
3.2. Approcci per l'integrazione degli attuali framework di rischio con metriche ESG.....	79
3.2.1. Principali e più diffuse metriche ESG.....	79

3.2.2.	Integrazione degli aspetti ESG nell’ambito dei rischi .....	82
3.2.3.	Indicazioni utili all’applicazione nel framework di controllo dei rischi .....	85
3.3.	Modalità di integrazione della gestione degli asset .....	89
3.3.1.	Impatti delle strategie nell’ottica dell’investitore .....	91
3.3.2.	Evoluzione delle strategie nell’ottica definita dalla normativa .....	93
3.4.	Reporting e trasparenza verso il management ed il mercato .....	99
3.4.1.	Reporting interno: contenuti e modalità .....	99
3.4.2.	Reporting esterno: requisiti e sfide .....	103
3.5.	Appendice: principali framework di riferimento degli indicatori di sostenibilità .....	106
3.6.	Appendice: rischi emergenti dalla “comunicazione” riguardante i prodotti ESG .....	114
<b>4.</b>	<b>Organizzazione, Ruolo e Processi del Risk Management in ambito ESG .....</b>	<b>124</b>
4.1.	Struttura organizzativa del Risk Management in ambito ESG di una SGR .....	124
4.2.	Modello applicativo e fornitura dei dati.....	131
4.2.1.	La definizione di un’architettura ESG .....	135
4.2.2.	La piattaforma informatica e il monitoraggio dei dati: la data quality .....	137
4.2.3.	L’aggregazione e la sintesi .....	137
4.3.	Processi ed altre attività del Risk Management in ambito ESG .....	139
4.3.1.	Il processo di Risk Management.....	140
4.3.2.	Il ruolo del Risk Management.....	142
4.3.3.	La partecipazione del Risk manager negli altri processi aziendali.....	144
4.4.	Appendice: metodologia per l’identificazione e il trattamento delle anomalie nelle serie temporali .....	147
<b>5.</b>	<b>Survey .....</b>	<b>150</b>
5.1.	Informazioni Generali.....	152
5.2.	Profili Operativi e rischi nelle SGR .....	153
5.3.	Rischi di Sostenibilità e canali di trasmissione .....	156
5.4.	Modalità di integrazione del framework di Risk Management.....	157
5.4.1.	Integrazione dei rischi ESG e loro gestione .....	158
5.4.2.	Monitoraggio dei rischi fisici, di transizione e degli obiettivi ESG.....	159
5.4.3.	Monitoraggio degli obiettivi ESG e dei rischi correlati .....	160
5.4.4.	Monitoraggio rischi .....	162
5.4.5.	Modalità di integrazione del framework di Risk Management.....	167
5.5.	Organizzazione del Risk Management in ambito ESG .....	167
	<b>ACRONIMI.....</b>	<b>174</b>
	<b>Bibliografia .....</b>	<b>178</b>
	<b>Indice delle figure .....</b>	<b>195</b>
	<b>Indice delle tabelle.....</b>	<b>196</b>

## EXECUTIVE SUMMARY (ENGLISH)

*The increasing importance of sustainability risks requires financial intermediaries to integrate these risks into decision-making processes and organizational structures. Among the key players in the sector, Asset Management Companies (AMCs) play a crucial role. They are required to incorporate sustainability risks into all their activities, to offer products and services oriented towards sustainability themes (e.g., products with sustainable investment objectives or those promoting environmental and social characteristics), as well as to ensure compliance with good governance practices.*

*The Position Paper represents the first study published by AIFIRM specifically dedicated to Asset Management Companies providing an in-depth overview of the integration of sustainability risks into the existing framework of AMCs into five chapters.*

*The first chapter introduces the operators active in the sector, with a detailed focus on the role of AMCs, the various types of asset classes they manage, and the products and services they can offer. This chapter also references the regulatory framework under which AMCs operate, including the prudential requirements and risk management practices they must adhere to. Particular attention is given to the specific risks faced by AMCs, both direct risks that impact the AMCs themselves and indirect risks that affect the managed portfolios. To complete the chapter, a comparison between the asset management and banking contexts – more familiar to AIFIRM members – is provided.*

*After outlining the role of Asset Management Companies as financial intermediaries, the Position Paper, in Chapter 2, delves into the central theme of sustainability risks within asset management. Starting with the regulatory framework, it defines Environmental, Social, and Governance (ESG) risks and their key components, providing an overview of market practices for representing and structuring these risks. The document continues with an analysis of the impacts of ESG factors on traditional risk categories for AMCs (both direct and indirect risks).*

*The Position Paper then addresses, in Chapter 3, the materiality assessment that AMCs must conduct, outlining its objectives, regulatory expectations, scope, and possible execution methods. A plausible approach for performing this analysis is presented, along with commonly used market indicators and widely adopted threshold determination methods. The chapter further describes key market metrics for the management, measurement, and monitoring of ESG risks, illustrating how these risks are integrated into corporate control and governance frameworks. Extensive focus is also given to ESG integration strategies in asset management, including negative screening, best-in-class approaches, carbon footprint analysis, and consideration of Principal Adverse Impacts (PAIs), highlighting the main challenges. The chapter concludes with a review of the information flows necessary to have in place an appropriate reporting system for management and for market participants.*

*The Position Paper addresses in Chapter 4 the integration of sustainability risks within the Risk Management framework of Asset Management Companies. The chapter delves how organizational structures and application models have evolved to meet new ESG requirements. Additionally, it explores the impact of this integration on data provision and management processes, as well as the typical roles and processes of Risk Management.*

*To support the analyses presented in the Position Paper, the working group conducted a dedicated survey. A considerable number of Italian asset management companies within the working group responded, making the sample size substantial in terms of assets under management. While the majority of participating AMCs report adopting structured approaches to integrating and managing sustainability risks within their frameworks, the survey results indicate that there are still areas for improvement and reinforcement. For more detailed information, please refer to Chapter 5, which presents the aggregated results of the survey, offering insights into the remaining challenges and opportunities.*

*In conclusion, the growing recognition of new risk types, such as sustainability risks, underscores their increasingly strategic and pervasive role within asset management organizations and business operations. A reassessment of the risk manager's role, activities, and processes is required. Adapting to this change demands significant investment in resources and expertise but also presents the opportunity to create long-term value for investors.*

*The ongoing evolution of market practices, along with regulatory guidance, will steer Asset Management Companies towards a deeper integration of sustainability risks, thereby strengthening their position within the global financial system.*

## EXECUTIVE SUMMARY (ITALIANO)

*La crescente rilevanza assunta dai rischi di sostenibilità richiede, agli intermediari finanziari, di integrare tali rischi nei processi decisionali e negli assetti organizzativi ed operativi. Tra gli operatori del settore, un ruolo chiave è svolto dalle Società di Gestione del Risparmio (SGR), chiamate non solo a integrare i rischi di sostenibilità nell'ambito dello svolgimento di tutte le attività, ma anche ad offrire prodotti e servizi orientati alle tematiche di sostenibilità (ad esempio, prodotti con obiettivi di investimento sostenibile, o che promuovano caratteristiche ambientali e sociali), verificando al contempo il rispetto delle prassi di buona governance.*

*All'interno della vasta produzione di AIFIRM, il presente Position Paper costituisce il primo studio dedicato specificamente alle SGR. Questo lavoro, infatti, fornisce una panoramica approfondita sulle tematiche di inclusione dei rischi di sostenibilità nel framework preesistente delle SGR ed è articolato in cinque Capitoli.*

*Il documento si apre con un primo Capitolo che introduce gli operatori del settore della gestione collettiva del risparmio, quali SGR, SICAV e SICAF con un approfondimento sul ruolo delle SGR, sulle diverse tipologie di assets class che gestiscono, e sui prodotti e servizi che possono offrire. All'interno del medesimo capitolo viene fatto riferimento al quadro normativo nelle quali le SGR operano, con riferimento relativo ai requisiti prudenziali e alle pratiche di gestione dei rischi alle quali sono sottoposte. Un'attenzione particolare viene riservata ai rischi tipici delle SGR ovvero i rischi diretti che rilevano sulle SGR stesse, e quelli indiretti, che riguardano i portafogli in gestione. A completamento del capitolo, ed essendo il presente Position Paper il primo dedicato alle SGR, è riportata un'evidenza circa le principali differenze rispetto al contesto bancario.*

*Dopo aver presentato il ruolo delle SGR come intermediario finanziario, il Position Paper, all'interno del Capitolo 2, guida il lettore verso il tema centrale dei rischi di sostenibilità, applicati al risparmio gestito. Partendo dalla presentazione del quadro normativo di riferimento, vengono definiti i rischi di sostenibilità, ambientali, sociali e di governance (ESG), e le loro principali componenti, con una panoramica di alcune delle prassi di mercato adottate per la rappresentazione e strutturazione di tali rischi. Stante la definizione di rischi ESG elencati, il documento prosegue con l'analisi degli impatti che questi fattori comportano sulle categorie di rischio tradizionale delle SGR, sia in forma diretta che indiretta.*

*Il Position Paper affronta quindi, nel Capitolo 3, l'esercizio di analisi di materialità, che le SGR sono tenute a svolgere, illustrandone gli obiettivi e le aspettative del regolatore, nonché, il perimetro e le possibili modalità di esecuzione. Viene infatti presentato un plausibile approccio per svolgere detta analisi, rappresentando gli indicatori più utilizzati dal mercato nonché le modalità di determinazione delle soglie più*

*diffusamente adottate. Proseguendo nella lettura del Capitolo vengono illustrate le principali metriche di mercato per la gestione, la misurazione ed il monitoraggio dei rischi ESG, descrivendo come tali rischi siano integrati nei framework di controllo e di governance aziendali. Ampio spazio è inoltre dedicato alle strategie di integrazione ESG nella gestione degli asset, tra i quali il negative screening, gli approcci best-in-class, l'analisi del carbon footprint e la considerazione dei PAI, per i quali vengono rappresentate le principali sfide. Il Capitolo si conclude con una rassegna dei flussi informativi necessari per sviluppare un idoneo sistema di reporting verso il management ed il mercato.*

*Il Position Paper prosegue affrontando, nel Capitolo 4, le modalità di integrazione dei rischi di sostenibilità all'interno del framework di Risk Management delle SGR, indagando come le strutture organizzative e i modelli applicativi si siano evoluti per rispondere alle nuove esigenze ESG. Viene inoltre analizzato l'impatto dell'integrazione sui processi di fornitura e gestione dei dati, sul ruolo e i processi tipici del Risk Management.*

*A supporto delle analisi sottointese alla stesura del presente Position Paper, il gruppo di lavoro ha portato a termine una survey dedicata. Alla survey hanno risposto un numero rilevante delle società di gestione del risparmio presenti all'interno del gruppo di lavoro pertanto, il campione considerato, è risultato significativo in termini di masse gestite. Sebbene la maggior parte delle SGR partecipanti dichiarino di adottare approcci strutturati per integrare e gestire i rischi di sostenibilità nei propri framework, i risultati della survey mostrano che permangono anche aree di miglioramento e di rafforzamento. Per maggiori dettagli si rimanda all'ultimo Capitolo, ovvero il quinto, ove vengono riportati i risultati aggregati derivanti dall'indagine svolta che forniscono ampi spunti di riflessione sulle sfide e sulle opportunità ancora aperte.*

*In conclusione, la consapevolezza che le nuove tipologie di rischio, quali i rischi di sostenibilità, rivestono sempre più un ruolo strategico e pervasivo nell'organizzazione e nel business del risparmio gestito impone la necessità di rivedere il ruolo, l'attività ed i processi della funzione del Risk manager. La necessità di adeguarsi al cambiamento richiede un impegno significativo in termini di risorse e competenze, ma offre anche l'opportunità di differenziarsi e creare valore a lungo termine per gli investitori.*

*La continua evoluzione delle prassi di mercato, insieme alle indicazioni dei regolatori, guiderà le SGR verso una maggiore integrazione dei rischi di sostenibilità, rafforzando così la loro posizione nel sistema finanziario globale.*

# 1. PROFILI OPERATIVI E RISCHI NELLE SGR

*Emilio Barucci, Francesco de Matteis, Annalisa Lazzini*

Il capitolo ha l'obiettivo di introdurre le società di gestione del risparmio, inquadrando gli operatori che agiscono nel settore della gestione collettiva del risparmio così come le diverse tipologie di prodotti e servizi offerti. Dopo una breve introduzione ai requisiti prudenziali e all'adeguatezza patrimoniale, vengono presentati i rischi che contraddistinguono le società di gestione del risparmio distinguendo tra i rischi diretti ed indiretti.

A differenza degli altri capitoli del lavoro, il capitolo non è focalizzato sui rischi ESG ma presenta i rischi diretti e indiretti fornendo un quadro di partenza entro cui gli altri capitoli affronteranno le tematiche più attinenti ai rischi di sostenibilità.

## 1.1. Il ruolo delle SGR come intermediario finanziario e le diverse tipologie di assets

*Saverio Giorgio, Francesca Maderi, Sergio Sampaolesi*

### 1.1.1. Inquadramento degli operatori del settore della gestione collettiva del risparmio (SGR, SICAV e SICAF)

*Il settore del risparmio gestito nell'attuale contesto italiano*

Il settore del risparmio gestito sta acquisendo sempre più importanza nell'attuale contesto economico-finanziario italiano, popolato da una moltitudine di intermediari finanziari che, secondo la classificazione dalla Banca d'Italia<sup>1</sup>, possono essere suddivisi nei seguenti otto *cluster*: (i) Banche e gruppi bancari; (ii) Società di intermediazione mobiliare (di seguito anche "SIM") e gruppi di SIM; (iii) Società di gestione del risparmio (di seguito anche "SGR"), le Società di investimento a capitale variabile (di seguito anche "SICAV") e le Società di investimento a capitale fisso (di seguito anche "SICAF"); (iv) Istituti di moneta elettronica (di seguito anche "IMEL"); (v) Istituti di pagamento; (vi) Conglomerati finanziari; (vii) Intermediari finanziari; (viii) e altri soggetti, tra cui a titolo esemplificativo, ma non esaustivo, si possono annoverare gli operatori del Microcredito, i confidi minori e gli Operatori Professionali in Oro.

Per quanto riguarda gli operatori del settore della gestione collettiva del risparmio - le SGR, le SICAV e le SICAF - la loro importanza crescente nel contesto economico-finanziario italiano risulta evidente non solo per il valore delle masse gestite, ma anche per il loro maggiore dinamismo registrato rispetto agli altri. Recenti indagini<sup>2</sup> mostrano che, nell'ultimo triennio, il numero di questi operatori in Italia rappresenta una quota significativa del totale autorizzato. Di fatto, rispetto agli 83 totali provvedimenti adottati dall'autorità competente, il numero di nuove SGR che hanno richiesto e ottenuto l'autorizzazione per entrare e operare nel mercato del risparmio gestito in Italia si attesta a 21, mentre il numero di SICAF autorizzate è pari a 27. Una crescita che, secondo l'indagine in discorso, potrebbe essere stata sostenuta anche dalle iniziative legislative delle autorità comunitarie e nazionali competenti, le quali hanno ampliato la gamma di strumenti a disposizione degli operatori;

<sup>1</sup> Cfr. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/index.html>

<sup>2</sup> Bevilacqua M. & Spagnuolo C. (2024) "I nuovi intermediari autorizzati nel 2021-2023: tendenze e modelli innovativi", Note di stabilità finanziaria e vigilanza N. 40 luglio 2024. Banca d'Italia.

qui il riferimento è all'introduzione dei gestori c.d. "sottosoglia" o delle società di investimento semplici (di seguito anche "SiS").

### **1.1.2. Offerta delle SGR: servizi, prodotti ed asset oggetto di investimento**

#### *Servizi che le SGR possono fornire*

Le SGR, nell'ordinamento italiano, sono l'unica tipologia di intermediario che può essere abilitato ad operare in tutti i campi della gestione patrimoniale per conto di terzi, sia in forma "collettiva" che in forma "individuale".

La gestione collettiva del risparmio rappresenta l'attività principale e tipica per la quale l'intermediario SGR viene autorizzato. In particolare, secondo quanto dispone l'art. 33 del *Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 - Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 ("TUF")* essa è riservata alle SGR, unitamente alle SICAV ed alle SICAF<sup>3</sup>, e consiste nella "gestione del patrimonio e dei rischi degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (di seguito anche "OICR")", che sono le attività *core*, soggette a riserva di legge, e quindi possono essere svolte solo da soggetti autorizzati, nonché la commercializzazione e l'amministrazione degli OICR<sup>4</sup>.

Gli OICR, sempre ai sensi del TUF, si definiscono come *"organismi istituiti per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata"*.

L'OICR costituisce un patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della SGR e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la SGR risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo.

I beni di pertinenza dell'OICR, al fine di assicurarne la separazione anche patrimoniale rispetto al gestore, sono detenuti da un "depositario", che può essere una banca o una SIM debitamente autorizzata, il quale svolge non solo compiti di custodia ma anche compiti di controllo (legittimità delle operazioni disposte dal gestore, calcolo delle quote, etc.) oltre che operativi (regolamento delle operazioni).

Le SGR possono inoltre svolgere alcuni servizi di investimento:

- (a) prestare il servizio di gestione di portafogli;
- (b) prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti;
- (c) prestare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> Di seguito anche "gestori. Le SGR che rappresentano il soggetto con maggiore capacità e flessibilità operativa, in quanto può gestire fondi propri e di terzi e gestire anche il patrimonio di SICAV e SICAF. Per ragioni di semplicità, nel presente documento si fa riferimento alle SGR italiane, che sono autorizzate di default alla gestione di OICR italiani.

<sup>4</sup> La commercializzazione include ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, rivolti agli investitori e in qualsiasi forma effettuati finalizzati alla sottoscrizione o all'acquisto di quote o azioni di OICR. La gestione amministrativa riguarda i servizi contabili e legali relativi all'OICR, le attività di emissione e rimborso delle quote e di distribuzione dei proventi, il calcolo del *Net Asset Value*, etc...Rimane ferma la possibilità di delegare a terzi specifiche funzioni nei limiti previsti dalla normativa subprimaria di vigilanza (c.d. esternalizzazione).

<sup>5</sup> Qualora autorizzate a prestare il servizio di gestione di FIA.

Le SGR possono altresì:

- (d) istituire e gestire fondi pensione;
- (e) svolgere le attività connesse o strumentali;
- (f) prestare i servizi accessori di cui all'Allegato I, Sezione B, numero (1) del TUF<sup>6</sup>;
- (g) commercializzare quote o azioni di OICR gestiti da terzi, in conformità alle regole di condotta stabilite dalla Consob, sentita la Banca d'Italia.

Le SGR sono iscritte in un apposito albo, tenuto dalla Banca d'Italia, suddiviso in due sezioni (gestori di OICVM e gestori di FIA o "GEFIA", cfr. *infra*)<sup>7</sup>.

Esistono poi particolari "specie" di gestori, quelli "sottosoglia" e le SiS<sup>8</sup>, che godono di diverse semplificazioni a livello organizzativo e di vigilanza ma non sono in possesso del "passaporto" comunitario, ossia della possibilità di gestire OICR UE o di commercializzare in UE OICR italiani.

Le SGR sono soggetti vigilati: (i) dalla Banca d'Italia, che ne fissa anche le regole, per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione (requisiti patrimoniali, vigilanza informativa e vigilanza ispettiva); e (ii) dalla CONSOB per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti (regole di condotta nella prestazione dell'attività di gestione collettiva e nella prestazione delle attività e servizi di investimento, vigilanza informativa ed ispettiva). In tale contesto, gli esponenti aziendali devono essere in possesso di determinati requisiti di idoneità allo svolgimento dell'incarico (art. 13 del TUF).

#### *Tipologie di OICR e asset oggetto di investimento*

Tralasciando lo stato di costituzione (Italia, UE o paese extra-UE), secondo la loro forma giuridica gli OICR possono essere istituiti in forma contrattuale (fondo comune di investimento) o in forma societaria (SICAV, SICAF).

Dal punto di vista regolamentare, gli OICR sono classificati in due macro-famiglie:

- (i) Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari ("OICVM"), ovvero fondi/SICAV rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE (c.d. "Direttiva UCITS");
- (ii) Fondi alternativi d'investimento ("FIA"), ovvero fondi, SICAV e SICAF rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE (c.d. "Direttiva AIFM"). Si definiscono "alternativi" perché la categoria include tutte quelle forme di investimento diverse da quelle tradizionali (es. azioni e obbligazioni).

<sup>6</sup> Ovvero custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti limitatamente alle quote di OICR gestiti.

<sup>7</sup> Cfr. art. 35 del TUF per le SGR e art. 35-ter del TUF per SICAV e SICAF. Lo stesso soggetto può essere iscritto ad entrambe le sezioni dell'albo.

<sup>8</sup> *Le SiS sono OICR che, in relazione alle loro ridotte dimensioni e complessità, rientrano nell'ambito di applicazione del regime semplificato per i gestori sottosoglia previsto dalla direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva AIFMD). Il TUF definisce la SiS come il FIA italiano, costituito in forma di società di investimento a capitale fisso (SICAF), riservato o non riservato a investitori professionali, che gestisce direttamente il proprio patrimonio e rispetta le seguenti condizioni (art. 1, comma 1, lett. i-quater, del TUF):*

- *il patrimonio netto non eccede 25 milioni di euro;*
- *l'oggetto esclusivo della società consiste nell'investimento diretto del patrimonio raccolto in PMI non quotate su mercati regolamentati di cui all'articolo 2 paragrafo 1, lettera f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129 che si trovano nella fase di sperimentazione, di costituzione e di avvio dell'attività, in deroga all'articolo 35-bis, comma 1, lettera f), del TUF;*
- *non ricorre alla leva finanziaria;*
- *dispone di un capitale sociale almeno pari a quello previsto dall'articolo 2327 del codice civile, in deroga all'articolo 35-bis, comma 1, lettera c), del TUF"*

Per completezza, sussistono anche OICR rientranti nell'ambito di applicazione di ulteriori specifiche normative, quali gli ELTIF<sup>9</sup>, gli EuVECA<sup>10</sup>, gli EuSEF<sup>11</sup> e i Fondi Comuni Monetari<sup>12</sup>, che, tuttavia, non rilevano ai fini del presente Position Paper.

Mentre la Direttiva UCITS si focalizza sul prodotto, definendo regole comuni a cui devono conformarsi gli OICVM, anche al fine di poter essere commercializzati e gestiti *cross-border* in un contesto armonizzato, la Direttiva AIFM è volta a definire un *set* di regole applicabili ai gestori di FIA, operanti nei c.d. "*private market*" (fondi speculativi, immobiliari, infrastrutturali, di *private equity*, di *venture capital*, che investono in crediti o altri *asset* quali criptovalute o materie prime); in tale contesto, le caratteristiche dei FIA sono disciplinate dalla legislazione del paese di istituzione dello stesso.

Di conseguenza, gli OICVM presentano una forte omogeneità in termini di caratteristiche (sono OICR aperti che investono in valori mobiliari o altre attività liquide rispettando i limiti fissati dalla Direttiva UCITS), i FIA presentano una molteplicità di forme (aperti/chiusi, riservati/non riservati ad investitori professionali o ad altre categorie di investitori indicate nel regolamento di gestione) e possono investire, come detto, in una più ampia gamma di *asset*.

Da un punto di vista della forma, gli OICR si distinguono in:

- fondi aperti (OICVM e FIA), che consentono di sottoscrivere quote, o chiederne il rimborso, in qualsiasi momento. Questi fondi investono normalmente in attività finanziarie quotate;
- fondi chiusi (FIA), che consentono di sottoscrivere quote solo nel periodo di offerta, che si svolge di norma prima di avviare il periodo di investimento, e le rimborsano di norma solo alla scadenza del fondo. Ai fondi chiusi sono tendenzialmente riservati investimenti poco liquidi e di lungo periodo.

Quanto ai beni materiali a cui il risparmio raccolto può essere canalizzato, ai sensi dell'art. 4 del Decreto MEF del 5 marzo 2015, n. 30, il patrimonio di un OICR, in via generale, può essere investito in una o più delle categorie dei seguenti beni:

- a) strumenti finanziari negoziati in un mercato regolamentato;
- b) strumenti finanziari non negoziati in un mercato regolamentato;
- c) depositi bancari di denaro;
- d) beni immobili, diritti reali immobiliari, ivi compresi quelli derivanti da contratti di *leasing* immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori, e partecipazioni in società immobiliari, parti di altri FIA immobiliari, anche esteri;
- e) crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'OICR;
- f) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

L'investimento in talune tipologie di *asset* determina la forma che deve assumere l'OICR. In particolare, ove l'OICR investa in beni di cui ai precedenti punti d), e), f) o b)<sup>13</sup> in misura superiore al 20% del patrimonio, il FIA deve necessariamente adottare la forma chiusa.

<sup>9</sup> Regolamento (UE) n. 2015/76036.

<sup>10</sup> Regolamento (UE) n. 345/201334.

<sup>11</sup> Regolamento (UE) n. 346/201335.

<sup>12</sup> Regolamento (UE) n. 2017/1131.

<sup>13</sup> Diversi dalle quote o dalle azioni di OICR aperti.

La normativa di riferimento (Decreto MEF del 5 marzo 2015, n. 30) demanda alla Banca d'Italia la definizione dei criteri di investimento (oggetto) e dei limiti di investimento (al fine di contenimento e frazionamento del rischio) delle diverse tipologie di OICR; la Banca d'Italia, con il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" (di seguito "RGCR") pubblicato con provvedimento del 19 gennaio 2015, ha definito pertanto l'oggetto di investimento ed i limiti prudenziali, individuando, in tal modo, gli OICR nelle seguenti categorie:

- (i) OICVM, aperti;
- (ii) FIA aperti, non riservati a investitori professionali;
- (iii) OICR di mercato monetario, che sono una sottocategoria di OICVM o di FIA aperti;
- (iv) FIA chiusi, non riservati a investitori professionali;
- (v) FIA riservati a investitori professionali.

Le ultime due categorie di FIA hanno maggiore autonomia nell'investire in *asset* alternativi non liquidi.

Due categorie rilevanti di FIA per le specificità degli *asset* in cui investono – e anche l'attenzione del Regolatore che ha previsto regole specifiche per il funzionamento e la valorizzazione degli stessi - è data da (i) i FIA immobiliari, i quali investono nei beni di cui al precedente punto d) in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo lordo, corrispondente al valore totale dell'attivo del FIA e (ii) i FIA di credito (o di *private debt*), i quali investono nei beni di cui al precedente punto e).

Altre due categorie di FIA chiusi convenzionalmente riconosciute e comuni sono i FIA di *private equity* e di *venture capital*. Entrambe le tipologie di FIA investono in capitale di rischio di imprese non quotate in fase di sviluppo e con un alto potenziale di crescita. Se l'investimento avviene durante la fase di *start up* della società si tratta di *venture capital*, se invece, l'investimento avviene in fasi successive si parla di *private equity*.

Un ultimo criterio di distinzione tra FIA è dato dalla tipologia di investitori a cui gli stessi possono essere collocati.

A tal riguardo, i FIA si distinguono in:

- riservati ad investitori professionali<sup>14</sup>;
- non riservati.

Il regolamento o lo statuto del FIA italiano riservato specifica le categorie di investitori alle quali il FIA è riservato. Nel caso di FIA riservati, il regolamento (o lo statuto) non è approvato dalla Banca d'Italia e non trovano applicazione le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia per i FIA non riservati.

La tabella che segue incrocia le varie caratteristiche e dimensioni discusse nel presente paragrafo, con l'obiettivo di fornire un quadro sinottico delle principali tipologie di OICR.

---

<sup>14</sup> Nonché alle altre tipologie di investitori previste dall'art. 14 del Decreto del 5 marzo 2015, n. 30.

**Tabella 1.1: Quadro sinottico delle principali tipologie di OICR**

	OICVM (UCITS)	FIA				
		immobiliari	credito	private equity	venture capital	altri
<b>Forma (tipica)</b>						
Aperta	SI	NO	NO	NO	NO	SI/NO
Chiusa	NO	SI	SI	SI	SI	SI
<b>Tipologia investitori</b>						
Riservati	NO	SI	SI	SI	SI	SI
Non riservati	SI	SI	SI	SI	SI	SI
<b>Beni oggetto di investimento (prevalente)</b>						
a) strumenti finanziari negoziati in un mercato regolamentato;	SI	NO	NO	NO	NO	NO
b) strumenti finanziari non negoziati in un mercato regolamentato;	NO	NO	SI	SI	SI	SI
c) depositi bancari di denaro;	NO	NO	NO	NO	NO	NO
d) beni immobili, diritti reali immobiliari, ivi compresi quelli derivanti da contratti di <i>leasing</i> immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori, e partecipazioni in società immobiliari, parti di altri FIA immobiliari, anche esteri;	NO	SI	NO	NO	NO	NO
e) crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'OICR;	NO	NO	SI	NO	NO	NO
f) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.	NO	NO	NO	NO	NO	SI

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

### 1.1.3. Regolamentazione dei requisiti prudenziali e dell'organizzazione e gestione dei rischi

L'articolo 5, comma 2, del TUF prevede che, ai fini del perseguimento degli obiettivi generali della vigilanza<sup>15</sup> sugli intermediari, la Banca d'Italia sia competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari, mentre la CONSOB lo è per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti nei confronti della clientela.

Il successivo articolo 6 del TUF, al primo comma, dispone che la Banca d'Italia, sentita la CONSOB, disciplini con un proprio regolamento una serie di aspetti collegati agli aspetti di competenza della Banca d'Italia stessa, tra i quali, ai fini della normativa prudenziale, rilevano in particolare i seguenti tre:

- a) *gli obblighi degli intermediari in materia di adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni e partecipazioni detenibili, nonché l'informativa da rendere al pubblico sulle stesse materie e sul governo societario, l'organizzazione amministrativa e contabile, i controlli interni e i sistemi di remunerazione e di incentivazione*<sup>16</sup>;

[...]

- b) le regole applicabili agli OICR italiani aventi a oggetto:

<sup>15</sup> Gli obiettivi generali dell'azione di vigilanza sugli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva del risparmio sono dettagliati al comma 1 dello stesso art. 5 del TUF e sono i seguenti: "a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria".

<sup>16</sup> Il comma 1 bis del medesimo articolo 6 del TUF prevede che il regolamento in questione consenta di adottare sistemi interni di misurazione dei rischi, previa autorizzazione della Banca d'Italia, nonché di utilizzare valutazioni del rischio di credito rilasciate da società o enti esterni – Cfr. ALLEGATO V.3.3 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio – "Metodologia dei modelli interni".

1. *i criteri e i divieti relativi all'attività di investimento, avuto riguardo anche ai rapporti di gruppo;*
  2. *le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, limitatamente agli OICR diversi dai FIA riservati [...];*
- c-bis) gli obblighi dei soggetti abilitati relativi alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento e alla gestione collettiva del risparmio, in materia di:
1. *governo societario e requisiti generali di organizzazione, compresa l'attuazione dell'articolo 4-undecies (sui sistemi interni di segnalazione delle violazioni/whistleblowing);*
  2. *sistemi di remunerazione e di incentivazione;*
  3. *organizzazione amministrativa e contabile, compresa l'istituzione della funzione di controllo della conformità alle norme;*
  4. *gestione del rischio dell'impresa;*
  5. *audit interno;*
  6. *responsabilità dell'alta dirigenza;*
  7. *esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti o di servizi o di attività.*

I temi di cui alla lettera a) del comma 1 dell'art. 6 TUF, riguardanti l'adeguatezza patrimoniale e il contenimento del rischio, sono stati disciplinati dalla Banca d'Italia con il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

I temi relativi all'organizzazione, alla governance, alla gestione dei rischi, di cui alla lettera c-bis) del comma 1 dell'art. 6 TUF sono stati disciplinati dalla Banca d'Italia con il Regolamento della Banca d'Italia del 5.12.2019 di attuazione degli articoli 4-undecies e 6, comma 1, lettere b) e c-bis), del TUF: stante la numerosità e complessità di questo secondo ordine di temi, in questa sede limiteremo la trattazione al riguardo ai soli compiti della funzione di *Risk Management*.

#### **1.1.4. Adeguatezza patrimoniale e contenimento del rischio.**

Premesso che il tema dell'adeguatezza patrimoniale e del contenimento del rischio delle SGR nel TUF è regolato, oltre che dal ricordato l'art. 6, comma 1, lettera a), anche dall'art. 7, comma 2, che conferisce alla Banca d'Italia il potere di adottare, a fini di stabilità, provvedimenti specifici nei confronti di singoli intermediari (o più intermediari appartenenti a una specifica categoria), nonché, quando sia necessario per il mantenimento di una solida base patrimoniale degli intermediari, adottare, sentita la CONSOB, provvedimenti restrittivi o limitativi dell'operatività<sup>17</sup>, le norme generali applicabili alle SGR sul tema in questione sono contenute nel Capitolo V del Titolo II del RGCR.

Le previsioni del RGCR in materia di adeguatezza patrimoniale e di contenimento del rischio, inoltre:

- danno attuazione, a livello di norme europee, alle seguenti disposizioni della direttiva UCITS e nella Direttiva AIFM (con riferimento alle SGR che gestiscono, rispettivamente, OICVM e FIA):
  - gli articoli 7, paragrafo 1 e 10 della Direttiva UCITS per quanto concerne le disposizioni sui requisiti di fondi propri delle società di gestione;
  - l'art. 9 della Direttiva AIFM, relativo al capitale iniziale e al requisito di fondi propri dei GEFIA;

<sup>17</sup> I provvedimenti restrittivi o limitativi in questione possono riguardare: (i) i servizi, le attività, le operazioni e la struttura territoriale della SGR; (ii) la distribuzione di utili o di altri elementi del patrimonio; (iii) il divieto di pagamento degli interessi su strumenti finanziari computabili nel patrimonio a fini di vigilanza; (iv) limiti all'importo totale della parte variabile delle remunerazioni.

- si affiancano a quelle del Regolamento (UE) n. 231/2013, direttamente applicabili ai GEFIA e, in particolare, dal Capo 2, Sezione 3 (articoli da 12 a 15), relativo alla copertura a fronte del rischio derivante dalla responsabilità professionale.

Le norme del Capitolo V del Titolo II RGCR, alla Sezione II, prevedono che l'ammontare del patrimonio di vigilanza ("PV") delle SGR non deve essere inferiore alla somma:

- 1) del maggiore importo tra:
  - a. la copertura patrimoniale richiesta commisurata alla massa gestita di OICR e fondi pensione senza garanzia di restituzione del capitale (Sezione III, par. 1);
  - b. la copertura patrimoniale richiesta per il rispetto del coefficiente "altri rischi", come determinata nella Sezione III, par. 2;
- 2) della copertura patrimoniale richiesta per la gestione di fondi pensione accompagnata dalla garanzia di restituzione del capitale, come determinata nella Sezione III, par. 3;
- 3) della copertura patrimoniale a fronte del rischio derivante dalla responsabilità professionale, prevista per le SGR che gestiscono FIA (Sezione III, par. 4).

Le SGR devono verificare costantemente il rispetto dei requisiti minimi di patrimonio (in analogia agli altri intermediari vigilati).

La normativa del RGCR sul requisito di capitale si può quindi sintetizzare con la formula:

$$PV \geq [\max(1a; 1b)] + 2) + 3).$$

Di seguito la descrizione delle singole componenti del requisito.

#### ***Copertura patrimoniale commisurata alla massa gestita di OICR e fondi pensione senza garanzia di restituzione del capitale (1 a)***

Al fine di determinare il requisito patrimoniale, le SGR devono fare riferimento alla somma delle attività - come risultante dall'ultimo prospetto contabile approvato - degli OICR e dei fondi pensione, compresi quelli per i quali le SGR hanno delegato la gestione; sono escluse dalla somma le attività degli OICR per le quali le SGR svolgono attività di gestione in qualità di delegato.

Sulla parte dell'importo così determinato, che eccede i 250 milioni di euro, la SGR deve calcolare un requisito patrimoniale pari allo 0,02%, fino a un massimo di 10 milioni di euro.

#### ***Copertura patrimoniale a fronte degli "altri rischi" (1 b)***

Sui costi operativi fissi risultanti dal bilancio dell'ultimo esercizio si applica una copertura patrimoniale nella misura del 25%.

Nel caso in cui nella nota integrativa del bilancio non siano indicati dettagliatamente gli importi e i criteri seguiti per la determinazione dei costi operativi fissi, questi ultimi sono rappresentati dalla somma della voce "110. Spese amministrative" e degli oneri ricompresi nella voce "160. Altri proventi e oneri di gestione" dello schema di conto economico individuale di cui alle disposizioni in materia di bilancio di esercizio applicabili alle SGR<sup>18</sup>.

Nel primo esercizio di attività si applica una copertura patrimoniale nella misura del 25% dei costi operativi fissi previsti nel bilancio di previsione annuale.

---

<sup>18</sup> Cfr. Provvedimento della Banca d'Italia del 17 novembre 2022 – "Il bilancio degli intermediari IFRS diversi dagli intermediari bancari".

### **Requisito patrimoniale per la gestione di fondi pensione accompagnata dalla garanzia di restituzione del capitale (2)**

Nel caso di gestione di fondi pensione accompagnata dalla garanzia di restituzione del capitale, le SGR devono calcolare un requisito patrimoniale pari all'ammontare delle risorse necessarie per fare fronte all'impegno assunto in relazione alla garanzia prestata nei confronti degli aderenti al fondo pensione. È quindi necessario che le SGR in questi casi si dotino di criteri e procedure per la determinazione degli impegni assunti finalizzati a misurare e controllare il rischio implicito nelle garanzie di restituzione del capitale rilasciate. Il RGCR prevede che tali criteri e procedure devono tenere conto almeno:

- della congruenza tra le caratteristiche degli investimenti del fondo e degli impegni assunti nei confronti degli aderenti;
- dei rischi connessi con gli investimenti;
- dei rischi connessi con lo smobilizzo delle attività per far fronte a richieste di prestazioni anticipate degli aderenti.

### **Copertura a fronte del rischio derivante dalla responsabilità professionale (3)**

Il RGCR prevede che, a fronte del rischio derivante dalla responsabilità professionale, le SGR che gestiscono FIA possano, in alternativa: i) stipulare una polizza assicurativa; ii) costituire una dotazione patrimoniale aggiuntiva rispetto a quelli di cui ai punti 1 e 2. I rischi da responsabilità professionale, la dotazione patrimoniale aggiuntiva e le caratteristiche della polizza assicurativa sono disciplinati negli articoli 12, 14 e 15 del Regolamento (UE) n. 231/2013. I rischi derivanti dalla responsabilità professionale sono, in base all'art. 12 del Reg. UE n. 231/2013, quelli derivanti da "perdite o danni causati da un soggetto rilevante a seguito di negligenza nell'esecuzione di attività di cui il GEFIA è legalmente responsabile": lo stesso art. 12 contiene un elenco di tali tipologie di rischi<sup>19</sup>.

Qualora la SGR decida di coprire i rischi di responsabilità professionale tramite fondi propri aggiuntivi, in base all'art. 14 del Reg. UE n. 231/2013 l'importo del relativo requisito patrimoniale:

- È pari ad almeno lo 0,01% del valore dei portafogli dei FIA gestiti, comprese le attività acquisite mediante la leva finanziaria e valutando strumenti derivati al loro valore di mercato. Da notare che in questo caso non è previsto un limite massimo al requisito di capitale, come invece nel caso (10 milioni di euro) del suddetto requisito di cui al punto 1 a);
- È ricalcolato alla fine di ciascun esercizio finanziario e adeguato di conseguenza. È peraltro espressamente previsto che, qualora, prima del ricalcolo annuale, il valore dei portafogli dei FIA gestiti aumenti significativamente, il GEFIA deve ricalcolare i fondi propri aggiuntivi richiesti senza indebito ritardo, adeguandone conseguentemente l'importo.

Nel caso, invece, la SGR decida di coprire i rischi di responsabilità professionale tramite l'assicurazione della responsabilità civile professionale, è richiesta (a norma dell'art. 15 del Reg. UE n. 231/2013) la stipula di una polizza assicurativa con le seguenti caratteristiche: i) durata iniziale di almeno un anno;

<sup>19</sup> Il paragrafo 2 dell'art. 12 prevede, in particolare, che: "I rischi di responsabilità professionale ai sensi del paragrafo 1 includono tra l'altro i rischi di: a) perdita di documenti attestanti la titolarità delle attività del FIA; b) dichiarazioni false o fuorvianti fatte al FIA o ai suoi investitori; c) atti, errori od omissioni che determinano la violazione: i) di obblighi legali e regolamentari; ii) dei doveri di competenza e cura nei confronti del FIA e dei suoi investitori; iii) dei doveri del fiduciario; iv) degli obblighi di riservatezza; v) del regolamento o dei documenti costitutivi del FIA; vi) del mandato dato al GEFIA dal FIA; d) omissione di istituire, attuare e mantenere procedure appropriate per impedire atti disonesti, fraudolenti o dolosi; e) valutazione di attività o calcolo dei prezzi delle quote/azioni effettuati in modo non corretto; f) perdite derivanti da perturbazioni dell'attività, disfunzioni del sistema, disfunzioni dell'elaborazione delle operazioni o della gestione dei processi".

ii) periodo di preavviso per la disdetta di almeno 90 giorni; iii) copertura delle (sopra ricordate) tipologie di rischi di responsabilità professionale ai sensi dell'articolo 12, paragrafi 1 e 2 del Reg. (UE) n. 231/2013; iv) sottoscrizione della polizza con un'impresa UE o non UE autorizzata ad assicurare la responsabilità civile professionale a norma della normativa dell'Unione o nazionale; v) copertura assicurativa fornita da un terzo; vi) copertura assicurativa per singola richiesta di risarcimento e per richieste di risarcimento in aggregato annuo pari, rispettivamente ad almeno lo 0,7 % e ad almeno lo 0,9% del valore dei portafogli dei FIA gestiti.

L'eventuale franchigia concordata deve essere coperta pienamente con un ammontare del patrimonio di vigilanza aggiuntivo a quello previsto in via ordinaria per la copertura degli altri requisiti come sopra descritto.

Con riferimento al patrimonio di vigilanza<sup>20</sup>, esso non può in ogni caso essere inferiore all'ammontare del capitale minimo richiesto per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività<sup>21</sup>.

Le SGR devono calcolare il proprio patrimonio di vigilanza secondo le regole previste nelle disposizioni di cui all'Allegato II.5.1 del RGCR, come somma algebrica di una serie di elementi positivi e negativi la cui computabilità viene ammessa, con o senza limitazioni a seconda dei casi, in relazione alla qualità patrimoniale riconosciuta a ciascuno di essi, secondo regole sostanzialmente analoghe a quelle previste dalla disciplina sul capitale applicabile alle banche e gli intermediari ex art. 106 del Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 ("TUB") (Reg. UE n. 575/2013 – "CRR") e alle imprese di investimento/SIM (Reg. UE n. 2033/2019 – "IFR").

Il RGCR prevede che il patrimonio di vigilanza della SGR, per la parte corrispondente al 100%<sup>22</sup> dell'ammontare minimo per coprire il requisito, possa essere impiegato esclusivamente nelle seguenti tipologie di attività:

- i. depositi presso una banca autorizzata in Italia;
- ii. titoli di debito qualificati<sup>23</sup>;
- iii. parti di OICR, inclusi quelli gestiti dalla SGR, il cui regolamento di gestione preveda esclusivamente l'investimento in titoli di debito qualificati o in OICVM del mercato monetario;
- iv. parti di OICVM monetari, inclusi quelli gestiti dalla SGR.

Per quanto riguarda le SICAV e alle SICAF, il RGCR (Titolo III, Capitolo II, paragrafo 3) prevede che alle stesse si applichino, in quanto compatibili, le stesse sopra richiamate disposizioni in materia di requisito patrimoniale (ad eccezione di quelle sul requisito di capitale per la gestione di fondi pensione accompagnata dalla garanzia di restituzione del capitale) e di patrimonio di vigilanza (ad

---

<sup>20</sup> Il termine "patrimonio di vigilanza" che continua a essere utilizzato nel RGCR è ancora quello antecedente a quello dei "Fondi propri" che è stato introdotto nella normativa prudenziale (bancaria) con la riforma di Basilea 3 (CRR) e presente attualmente anche nella regolamentazione prudenziale (IFR – Regolamento UE n. 2033/2019) delle imprese di investimento (SIM).

<sup>21</sup> RGCR, Titolo II, capitolo I, Sez. II: Fatto salvo quanto previsto dalla Sezione VII ("SGR sottosoglia"), ai fini del rilascio dell'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione di OICVM o di FIA, o alla prestazione congiunta del servizio di gestione di OICVM e di FIA, la SGR dispone di un ammontare di capitale sociale minimo iniziale, interamente versato, di almeno 1 milione di euro. Tale capitale minimo iniziale è ridotto a cinquecento mila euro in caso di SGR che intenda svolgere esclusivamente l'attività di gestione di FIA chiusi riservati. Le SGR sottosoglia dispongono di un capitale sociale minimo almeno pari a 50 mila euro (nel caso in cui la SGR sottosoglia intenda prestare servizi di investimento, il capitale minimo è pari a 385 mila euro, se i servizi sono prestati senza detenzione dei beni della clientela e 1 milione, negli altri casi).

<sup>22</sup> La percentuale è del 20% del patrimonio di vigilanza per le SGR sottosoglia di cui al Titolo I, Capitolo II, sezione VII del RGCR.

<sup>23</sup> Intendendosi per Titoli di debito qualificati i titoli di debito inclusi nella tabella I di cui all'art. 336 del CRR, per i quali è prevista una ponderazione pari o inferiore all'1,6%, ad esclusione degli "altri elementi qualificati" come definiti dal par. 4 del medesimo articolo.

eccezione del vincolo dell'impiego del patrimonio di vigilanza in specifiche tipologie di attività) valide per le SGR, contenute nel Titolo II, Capitolo V del RGCR stesso.

Un'ulteriore precisazione è, peraltro, necessaria con riferimento ai gestori (SGR o SICAF) di fondi EuVECA e di fondi EuSEF, di cui, rispettivamente, ai Regolamenti EU n. 345/2013 e 346/2013. Per queste specifiche tipologie di intermediari, la disciplina sui requisiti di fondi propri è contenuta: i) nell'art. 10 del Regolamento EU n. 345/2013 (per i gestori EuVECA); ii) nell'art. 11 del Regolamento EU n. 346/2013 (per i gestori EuSEF). La differenza più rilevante rispetto al regime ordinario delle SGR è che questi intermediari applicano un'aliquota dimezzata (12,5% anziché 25%) per la suddetta copertura patrimoniale a fronte degli "altri rischi". Il richiamo di tali previsioni europee nella normativa nazionale è nel Titolo VII, Capitolo 1, sezione III del RGCR.

La normativa sui requisiti prudenziali e sul patrimonio di vigilanza delle SGR presenta punti di similitudine ma anche di notevole differenza rispetto a quella relativa alle altre tipologie di soggetti vigilati previsti nell'ordinamento italiano. Nella tabella 2.1, di seguito riportata, sono sintetizzate le principali differenze tra la normativa relativa alle SGR rispetto a quella applicabile alle banche, alle SIM e agli intermediari finanziari ex art. 106 TUB.

**Tabella 1.2: Principali differenze tra la normativa prudenziale delle SGR e quella delle altre tipologie di intermediari**

Principali adempimenti normativa prudenziale	SGR (1)(**)	Banche (2)(*)	SIM (3)(**)	Intermediari Fin. Art. 106 TUB (4)(**)
Requisito minimo di capitale (coefficiente di capitale)	SI	SI	SI	SI
Limite minimo di liquidità (coefficiente di liquidità)	NO	SI	SI	NO
Limite minimo del coefficiente di leva finanziaria	NO	SI	NO	NO
Copertura patrimoniale commisurata alle spese fisse generali	SI	NO	SI	NO
Possibilità di coprire parte del requisito di capitale tramite stipula di una polizza assicurativa	SI	NO	NO	NO
Vincolo dell'impiego del patrimonio di vigilanza, fino a concorrenza di almeno il 100% del requisito, in specifiche tipologie di attività	SI	NO	NO	NO
Fondi propri calcolati come somma algebrica di elementi positivi e negativi di differente qualità patrimoniale	SI	SI	SI	SI
ICAAP (Resoconto annuale)	NO	SI (5)	SI (6)	SI
ILAAP (Resoconto annuale)	NO	SI (5)	SI (6)	NO
SREP	NO	SI (5)	SI (6)	SI
Informativa al pubblico (c.d. "Pillar 3")	NO	SI	SI	SI
Possibilità di utilizzare metodologie interne di valutazione dei rischi valide anche a fini prudenziali previa autorizzazione dell'autorità di vigilanza	SI	SI	SI	SI
Piano di risanamento (BRD)	NO	SI (7)	SI (8)	NO
<b>Note</b>				
(1): Cfr. RGCR Titolo II, Capitolo V	(5) Circolare Bdl n. 285, Titolo III, Capitolo 1			
(2): Cfr. Regolamento EU n. 575/2013 (CRR)	(6) Bdl - Regolamento in materia di vigilanza sulle SIM, Parte Prima, Titolo II, Cap. II: Obblighi ICARAP			
(3) Cfr. Regolamento UE n. 2033/2019 (IFR)	(7) artt. 69-quater, 69-quinquies, 69-decies e 69-undecies del TUB; Bdl - Disposizioni in materia di piani di risanamento (Prov. 8/2/2022)			
(4) Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 288, Titolo IV e Titolo IV bis	(8) artt. 55-bis e 55-ter del TUF; Bdl - Disposizioni in materia di piani di risanamento (Prov. 8/2/2022)			
(*) Autorità competente: BCE - <i>Single Supervisory Mechanism</i> (SSM)				
(**) Autorità competente: Banca d'Italia				

Fonte: Elaborazione propria sulla base della lettura delle Disposizioni di vigilanza di Banca d'Italia e dei Regolamenti europei applicabili.

Uno spunto di riflessione interessante riguarda i punti di similitudine tra:

- i) la copertura patrimoniale commisurata alla massa gestita di OICR prevista per le SGR;
- ii) il requisito di capitale legato ai c.d. “fattori k” (rischio per il cliente) previsto per le SIM dall’IFR (collegato all’importo delle masse in gestione e in custodia e al controvalore degli ordini);
- iii) per le banche, la componente servizi del nuovo indicatore di attività, previsto dal CRR3 dal 2025 per il calcolo del requisito per il rischio operativo delle banche.

### *Gestione dei rischi*

Come già evidenziato, i temi relativi all’organizzazione, alla governance, alla gestione dei rischi, di cui alla lettera c-bis) del comma 1 dell’art. 6 TUF sono stati disciplinati dalla Banca d’Italia con il Regolamento della Banca d’Italia del 5.12.2019 di attuazione degli articoli 4-undecies e 6, comma 1, lettere b) e c-bis), del TUF. In questa sede ci limiteremo ad una sintetica disamina, con riferimento alla sola tematica della gestione dei rischi, delle previsioni relative ai compiti della funzione di *Risk Management* delle SGR.

L’art. 46 (“Funzione di gestione del rischio”) del suddetto Regolamento della Banca d’Italia del 5.12.2019, nel disciplinare i compiti della funzione di *Risk Management* delle SGR fa esclusivamente rimando alla regolamentazione europea, disponendo che “La funzione di gestione del rischio è disciplinata dagli articoli 39, 42 e 43 del Regolamento UE 231/2013” (o *AIFM Directive*)

In particolare, l’Art. 39 richiede che il GEFIA istituisca una funzione permanente di gestione del rischio per identificare e monitorare continuamente i rischi dei FIA; l’Art. 42 impone la separazione funzionale e gerarchica della gestione del rischio dalle altre funzioni operative per garantire l’indipendenza; l’Art. 43 stabilisce garanzie contro i conflitti di interesse, assicurando che le decisioni di gestione del rischio siano basate su dati affidabili e siano prese in modo indipendente dalle altre funzioni; infine, l’Articolo 44 stabilisce che il GEFIA deve fissare limiti di rischio quantitativi o qualitativi per ogni FIA gestito, tenendo conto dei rischi di mercato, credito, liquidità, controparte e operativo. I limiti devono essere in linea con il profilo di rischio comunicato agli investitori e approvati dall’organo di gestione, garantendo una gestione del rischio coerente con la strategia del fondo.

Il Regolamento della Banca d’Italia del 5.12.2019, all’art. 49 (rubricato “Funzioni aziendali di controllo e principio di proporzionalità”) prevede inoltre che:

- “1. *Conformemente al principio di proporzionalità e se è costantemente assicurata l’adeguatezza e l’efficacia del sistema dei controlli:*
  - a. *le funzioni di gestione del rischio e di controllo della conformità possono essere accentrate in un’unica funzione;*
  - b. *la funzione di revisione interna può non essere istituita.*
2. *I gestori sottosoglia possono accentrare in un’unica funzione di controllo, permanente e indipendente, le funzioni di cui al comma 1”.*

La responsabilità delle valutazioni in ordine all’applicazione della soluzione organizzativa consentita dal primo comma, lettera a) del sopra riportato art. 49, che consente l’accentramento in un’unica funzione dei compiti di *Risk Management* e compliance della SGR, delle motivazioni di tale scelta organizzativa e delle modalità con le quali tale scelta assicura comunque costantemente l’efficacia

del sistema dei controlli dell'intermediario, è di competenza dell'organo con funzione di supervisione strategica della SGR<sup>24</sup>.

## 1.2. Rischi diretti o d'impresa

*Francesco de Matteis, Simonetta Milani*

Come descritto nel precedente paragrafo, una SGR è un gestore patrimoniale che agisce come agente per conto dei suoi clienti, ovvero che effettua transazioni per i suoi clienti investitori, non per sé stesso. La SGR viene incaricata direttamente da investitori istituzionali o dagli organi di controllo di un fondo di investimento collettivo stipulando un contratto di gestione degli investimenti che stabilisce il rapporto tra la SGR e il cliente dietro un compenso tipicamente in forma di commissione di gestione.

La strategia di investimento e le linee guida di investimento da seguire da parte della SGR sono stabilite nel contratto di gestione degli investimenti o sono stabilite dai documenti di offerta o costitutivi che istituiscono il fondo. In tutti questi casi, i beni dei clienti sono detenuti da un depositario, non dalla SGR.

Questa distinzione tra il patrimonio della SGR e quello dei clienti risulta chiave per comprendere a quali rischi la SGR sia esposta direttamente, ovvero quali sono i rischi che possano impattare direttamente il patrimonio della SGR. Questi rischi, pertanto, vanno distinti dai rischi indiretti, ovvero quelli che impattano il patrimonio del cliente, e solo indirettamente il patrimonio della SGR.

Si presentano, di seguito, i principali rischi diretti:

- *Rischio di Mercato*

Rischio che un movimento di mercato avverso influisca sugli utili o sul bilancio della SGR. Si ipotizzi, che la SGR, come una qualsiasi società di servizi, decida di investire il proprio patrimonio in titoli di debito. Esempi di rischio di mercato sarà rappresentato da movimenti dei tassi di interesse/inflazione o fluttuazioni valutarie, spread creditizi, che causano la fluttuazione del valore delle voci di bilancio (ad esempio, costi più elevati per una maggiore inflazione). Uno dei rischi di mercato più comuni è quello di cambio, qualora la SGR riceva flussi commissionali in valuta diversa da quella in cui il bilancio della SGR è redatto.

- *Rischio di Liquidità*

Il Rischio di Liquidità è limitato agli obblighi di pagamento che la SGR ha sui propri conti. Pertanto, il Rischio di Liquidità può essere definito come l'incertezza, derivante dalle operazioni aziendali, dagli investimenti proprietari o dalle attività di finanziamento, sulla capacità della Società di adempiere agli obblighi di pagamento in modo completo e tempestivo, in un contesto attuale o di stress.

- *Rischio di Controparte e Rischio Credito*

---

<sup>24</sup> Cfr. Articolo 34 (Organi sociali), 1° comma del Regolamento della Banca d'Italia del 5.12.2019: "1. L'organo con funzione di supervisione strategica: **a)** individua gli obiettivi e le strategie del gestore, tenendo conto, tra l'altro, degli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, dell'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nei processi relativi alle decisioni aziendali e definendo le politiche aziendali, incluse quelle in materia di esternalizzazione di funzioni aziendali, sistema di gestione del rischio e continuità dell'attività, ne valuta periodicamente la corretta attuazione e la coerenza con l'evoluzione dell'attività e promuove la diffusione della cultura del rischio a tutti i livelli dell'organizzazione; **b)** approva la struttura organizzativa, ivi inclusa l'attribuzione di compiti e responsabilità, le procedure aziendali e le funzioni di controllo e ne valuta periodicamente l'adeguatezza; **c)** valuta che il sistema di flussi informativi sia adeguato, completo ed efficace".

Rischio che una controparte dell'entità sia inadempiente o subisca un deterioramento del merito creditizio prima del regolamento finale di una transazione societaria o di altri obblighi di credito. L'esposizione al rischio di credito può verificarsi anche nel normale corso delle attività commerciali a causa di commissioni/crediti verso clienti (che potrebbero non essere pagati) e dall'investimento di liquidità proprietaria.

#### ▪ *Rischio Strategico/Aziendale*

Questo tipo di rischio emerge dalla possibilità di prendere decisioni aziendali sbagliate o di attuarle in modo inadeguato. Ciò può portare a una diminuzione dei profitti o al mancato raggiungimento degli obiettivi finanziari, influenzando negativamente la competitività dell'azienda nel tempo.

Il rischio strategico o aziendale può derivare da varie fonti, tra cui:

- Cambiamenti esterni: incapacità di adattarsi a cambiamenti nel contesto aziendale, come nuove tendenze di mercato, instabilità geopolitica, condizioni macroeconomiche o innovazioni tecnologiche;
- Fattori specifici del settore: mancata risposta a rischi e sfide del settore, come concorrenza, concentrazione del mercato, cambiamenti normativi o trasformazioni strutturali;
- Problematiche interne: criticità legate alla cultura aziendale o a una eccessiva concentrazione su specifici prodotti, clienti, fornitori o aree geografiche.

In sintesi, il rischio strategico o aziendale riguarda l'abilità dell'azienda di prendere decisioni efficaci e di adattarsi ai cambiamenti interni ed esterni per mantenere la propria posizione competitiva e raggiungere i propri obiettivi finanziari a lungo termine.

#### ▪ *Rischio Reputazionale*

Il Rischio Reputazionale è rappresentato dal rischio di perdite derivanti dal deterioramento o dalla percezione negativa dell'immagine della Società nei confronti dei suoi clienti (ad esempio, a causa dell'aumento dei conflitti con i clienti, della scarsa qualità dei servizi forniti), nonché della sua reputazione nei confronti di altre controparti (ad esempio, gli azionisti o altri titolari di posizioni chiave). Questo può portare, ad esempio, alla diminuzione inattesa del valore del prezzo delle azioni della SGR, nel caso di SGR quotate, del valore del business attuale o del valore del business futuro.

#### ▪ *Rischio Operativo*

In base al Nuovo Accordo di Basilea (noto come Basilea II) per Rischio Operativo si intende il rischio di perdite derivanti dalla inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi esogeni. Tale definizione ricomprende il rischio legale o di compliance.

Le tipologie di rischi operativi sono le seguenti:

- Frode interna: rischio derivante da atti intenzionali, compiuti illegalmente da uno o più dipendenti e agenti direttamente o tramite terzi, per ottenere un profitto per sé stessi o per altri;
- Frode esterna: rischio derivante da atti di frode, rapina o appropriazione indebita, che coinvolgono solo soggetti esterni con l'intenzione di violare/aggirare la legge, le politiche interne e i regolamenti, per ottenere un profitto personale;

- Pratiche di impiego: rischio derivante da atti/omissioni, intenzionali o non intenzionali, incompatibili con le leggi applicabili in materia di lavoro, salute e sicurezza e da reclami relativi a lesioni personali o ad atti di diversità/discriminazione di cui la Società è responsabile;
- Clienti e prodotti: rischio derivante da inadempienze non intenzionali o negligenti (laddove vi sia un vantaggio per la Società) nell'adempimento di un obbligo professionale nei confronti di specifici clienti o del mercato in generale;
- Danni ai beni materiali: rischio derivante da calamità naturali, terrorismo, danni criminali o dalla violazione di norme di sicurezza pubblica per le quali la Società non è responsabile;
- Interruzione dell'attività e guasto del sistema: rischio derivante dall'interruzione dell'attività o da guasti del sistema, compreso il guasto delle utenze. Sono escluse le interruzioni e/o i guasti causati da attacchi informatici o da calamità naturali;
- Gestione dell'esecuzione e dei processi: rischio derivante da progettazione, gestione o conclusione inadeguate di processi o pratiche operative o da relazioni con controparti commerciali e fornitori.

#### ▪ *Rischio Informatico*

Nel contesto delle società di gestione del risparmio generalmente i rischi informatici sono considerati come parte dei rischi operativi e sono definiti come "il rischio di perdite derivanti da processi interni inadeguati, persone e sistemi o da eventi esterni". Questo include i rischi derivanti da attacchi informatici, violazioni della sicurezza dei dati, interruzioni del sistema e altri eventi che possono compromettere l'integrità, la riservatezza e la disponibilità delle informazioni e dei sistemi informatici.

Sono state emanate nel tempo diverse normative e linee guida, sia a livello europeo che nazionale, per garantire la sicurezza delle informazioni e la resilienza operativa.

In particolare, con riferimento a quest'ultimo aspetto, il Regolamento (UE) 2022/2554 - DORA (Digital Operational Resilience Act) in vigore dal 17 gennaio 2025, che mira a rafforzare la resilienza operativa digitale delle entità finanziarie, comprese le SGR, richiede alle società di implementare misure di sicurezza informatica, gestire i rischi ICT (Information and Communication Technologies) e garantire la continuità operativa. Il cybercrime, le minacce informatiche, la sicurezza delle informazioni, così come i rischi derivanti dalle terze parti e dai fornitori, i cosiddetti rischi digitali, stanno andando a pari passo con l'evoluzione della tecnologia e sono correlati alla dipendenza dalle infrastrutture digitali. Allo scopo di mitigare tali rischi con ricadute inevitabili sul profilo reputazionale, le SGR sono chiamate ad aggiornare nel continuo le loro misure di sicurezza e i loro piani di resilienza.

L'impianto di DORA è essenzialmente basato sui seguenti cinque pilastri:

- **Il sistema di governance dei rischi:** prevede la creazione di un quadro comune per la gestione dei rischi ICT, che comprenda metodologie di valutazione dei rischi ICT, presidi di monitoraggio, un rafforzamento del framework documentale e la definizione di una strategia di resilienza operativa digitale;
- **La gestione degli incidenti:** si introduce una maggiore armonizzazione delle logiche di classificazione, gestione e segnalazione degli incidenti ICT, nonché metodologie di quantificazione dei costi e delle perdite operative derivanti dagli stessi;
- **I Test di resilienza:** è prevista una standardizzazione a livello UE dei test di resilienza operativa digitale (e.g., conduzione, con frequenza almeno annuale, di test di resilienza operativa

digitale proporzionati alle entità finanziarie; conduzione di test di penetrazione avanzati basati su minaccia, etc.);

- **Il Risk Management delle terze parti:** apporta un quadro per la gestione dei fornitori ICT, in particolare i fornitori che supportano funzioni essenziali od importanti, comprendente processi, strumenti di valutazione, presidi contrattuali e piani di uscita;
- **Sistemi di intelligenza artificiale e di info-sharing:** la direttiva promuove la consapevolezza e conoscenza delle minacce ICT tramite sistemi di info-sharing.

Il Regolamento DORA rappresenta una svolta significativa nella gestione della resilienza operativa digitale per le SGR. Sebbene comporti sfide e costi di conformità, i motivi per cui adeguarsi sono molteplici: garantire sicurezza, agilità e competitività dei servizi offerti sostenendo il continuo processo di digitalizzazione, rafforzare il livello di resilienza ai rischi digitali di funzioni e servizi critici, ridurre impatti e costi di risposta ai gravi incidenti di sicurezza.

#### ▪ *Rischi Trasversali*

I seguenti rischi trasversali non rappresentano categorie di rischio autonome, ma piuttosto il risultato e/o l'impatto che può manifestarsi in una o più delle categorie di rischio.

- **Rischio di Concentrazione:** un profilo di rischio sbilanciato risultante da un accumulo sproporzionatamente grande di uno o più rischi. Può verificarsi come un accumulo all'interno di una categoria di rischio rispetto ad altre categorie di rischio, o un accumulo all'interno di un tipo di rischio rispetto ad altri tipi di rischio appartenenti alla stessa categoria di rischio. Riflette anche le dipendenze riguardanti il numero di investitori, classi di attività e/o regioni;
- **Rischio Emergente:** i rischi emergenti sono rischi che possono svilupparsi o che già esistono e sono in continua evoluzione. Possono essere caratterizzati da un alto grado di incertezza in termini di impatti e probabilità e avere un potenziale impatto sostanziale sul business;
- **Rischio di Sostenibilità:** fattori ambientali, sociali o di governance (ESG) che, se si verificano, possono avere potenzialmente impatti negativi significativi sugli asset, sulla redditività o sulla reputazione della SGR. I rischi di Sostenibilità possono essere rischi esistenti o emergenti. Il Rischio di Sostenibilità per la SGR deve essere distinto dal Rischio di Sostenibilità per i clienti della SGR.

### **1.3. Rischi indiretti ovvero dei portafogli gestiti (Mercato, Credito, Liquidità, Altri rischi)**

*Elena Negro, Pierpaolo Rizzi*

Nell'ambito della valutazione dei rischi, un aspetto importante, oltre i rischi diretti, è rappresentato dai rischi indiretti che le società di gestione hanno il dovere di presidiare e monitorare nel continuo. I rischi indiretti attengono ai portafogli gestiti per conto della propria clientela. I portafogli gestiti dalle SGR sono prevalentemente di tre tipi: OICR, fondi pensione e gestioni patrimoniali.

I rischi rilevanti per i prodotti gestiti sono i seguenti:

- **Rischio di mercato:** il rischio di perdita per i prodotti gestiti derivante da fluttuazioni del valore di mercato delle posizioni in portafoglio imputabili all'evoluzione delle variabili di mercato, quali i tassi di interesse, i tassi di cambio, le quotazioni delle azioni, i prezzi delle materie prime, il merito di credito di un emittente, etc.;

- **Rischio di liquidità:** il rischio che una posizione in portafoglio in uno o più prodotti gestiti non possa essere venduta, liquidata o chiusa limitando i costi ed entro un lasso di tempo sufficientemente breve, per cui risulta compromessa la capacità del prodotto gestito di conformarsi in qualsiasi momento all'articolo 84, paragrafo 1, della Direttiva 2009/65/CE e all'articolo 47 del Regolamento (UE) n. 231/2013;
- **Rischio di concentrazione/controparte:** il rischio di perdita per il prodotto gestito risultante dal fatto che la controparte/emittente non sia in grado di adempiere le proprie obbligazioni di pagamento;
- **Rischio di sostenibilità:** si intende un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verificasse, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento;
- **Rischio operativo:** il rischio di perdita per il prodotto gestito derivante dall'insufficienza delle procedure interne e dalle carenze legate alle persone e ai sistemi della società di gestione, o da eventi esterni, tra cui il rischio legale e il rischio di documentazione, nonché il rischio derivante dalle procedure di negoziazione, di regolamento e di valutazione applicate per conto del patrimonio gestito.

Di seguito si passano in rassegna i principali rischi sopra richiamati declinati sulla base della tipologia di asset, ad eccezione del rischio di sostenibilità approfondito nei capitoli successivi.

- *Il rischio di mercato*

Per quanto riguarda le azioni il rischio di mercato è il rischio che la variazione dei corsi azionari relativi ad una determinata area geografica, ad un determinato settore, alla capitalizzazione di mercato (alta/media/bassa) abbia un impatto sul valore della posizione. Per quanto riguarda invece gli strumenti di debito, in particolare le obbligazioni quotate, i rischi sono riconducibili ai seguenti fattori: variazione dei tassi di interesse (anche legati ad aspettative sull'inflazione e alle politiche monetarie delle banche centrali), la componente di credito che esprime il rischio di solvibilità di un determinato emittente (sia company che stato). Tali fattori hanno un'influenza tanto più marcata tanto più la scadenza del titolo obbligazionario è distante nel tempo. In aggiunta a tali rischi c'è da considerare anche l'eventuale rischio derivante dalla diversa valuta di denominazione dell'asset rispetto a quella della valorizzazione del patrimonio del cliente (rischio cambio). Quanto sopra, rappresenta i fattori di rischio che impattano in particolare gli asset così detti public e che verranno dettagliati successivamente. Per quanto riguarda invece le asset class dei private markets a tali fattori di rischio si aggiungono dei rischi difficilmente quantificabili legati all'assenza di prezzo pubblico, di asimmetrie informative e se presenti all'interno del portafoglio i rischi legati ad un'alta concentrazione.

Esistono diversi approcci per misurare il rischio di mercato, tra cui il Value at Risk (VaR), l'Expected Shortfall, la volatilità di portafoglio e il Tracking Error Volatility (TEV).

Diverse categorie di metriche si possono distinguere in base al tipo di dati inclusi nell'analisi. I cosiddetti indicatori ex-ante (*forward looking*) stimano il rischio futuro di un portafoglio utilizzando modelli predittivi. Le metriche ex-post (*backward looking*) misurano il rischio effettivo sostenuto, basato sui rendimenti storici.

A titolo esemplificativo una delle metriche più utilizzate, il VaR, può seguire diversi metodi di calcolo:

- VaR Storico - utilizza dati storici per stimare le perdite future, senza assunzioni sulla distribuzione dei rendimenti;
- VaR Parametrico - assume una distribuzione specifica, spesso normale, e si basa sui parametri statistici;
- VaR Monte Carlo - utilizza simulazioni per stimare perdite in scenari ipotetici, modellando distribuzioni complesse.

▪ *Il rischio di liquidità*

La Direttiva 2010/43/UE della Commissione Europea del 1° luglio 2010 definisce il rischio di liquidità nell'articolo 3 comma 8 come: "il rischio che una posizione nel portafoglio dell'OICVM non possa essere venduta, liquidata o chiusa limitando i costi ed entro un lasso di tempo sufficientemente breve, per cui risulta compromessa la capacità dell'OICVM di conformarsi in qualsiasi momento all'articolo 84, paragrafo 1, della direttiva 2009/65/CE".

L'articolo 84 della Direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009 stabilisce che:

1. Un OICVM riacquista o rimborsa le proprie quote a richiesta del detentore di quote;
2. In deroga al paragrafo 1:
  - a) un OICVM può sospendere provvisoriamente, ai sensi del diritto nazionale applicabile, del regolamento del fondo o dell'atto costitutivo delle società di investimento, il riacquisto o il rimborso delle proprie quote;
  - b) gli Stati membri d'origine dell'OICVM possono consentire alle loro autorità competenti di esigere la sospensione del riacquisto o del rimborso delle quote, nell'interesse dei detentori di quote o nell'interesse pubblico.

La sospensione temporanea di cui alla lettera a) comma 1 è prevista soltanto in casi eccezionali, quando le circostanze lo richiedano e quando la sospensione sia giustificata, tenuto conto degli interessi dei detentori di quote.

La normativa sulla gestione collettiva del risparmio prevede per gli OICR un limite di esposizione agli investimenti in strumenti finanziari non quotati (con ridotta liquidità). Ai fini del calcolo di tale limite la normativa prevede siano considerati non quotati anche gli strumenti finanziari che, sebbene siano ammessi alla quotazione su mercati regolamentati, presentano volumi di negoziazione poco rilevanti, non consentendo la formazione di prezzi significativi. La verifica della significatività dei prezzi viene assicurata dalla SGR tramite i criteri e le procedure di valutazione descritte nella normativa interna. Inoltre, la Società ha la facoltà di sospendere per un periodo non superiore ad un mese il diritto di rimborso delle quote nel caso in cui vengano presentate richieste il cui ammontare – in relazione all'andamento dei mercati – richieda smobilizzi che potrebbero arrecare grave pregiudizio ai partecipanti.

La valutazione del rischio di liquidità degli OICR comprende quindi due aspetti essenziali e congiunti:

- attività di presidio e monitoraggio del processo di valorizzazione degli strumenti finanziari, con particolare riferimento ai titoli illiquidi e ai derivati OTC;
- valutazione del rischio di liquidabilità dei portafogli gestiti.

In recepimento della Direttiva AIFMD, il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio al Titolo V, Capitolo III, Sez. I, par. 5 “Sistema di gestione dei rischi degli OICR”, rinvia a quanto previsto dagli articoli 46, 47, 48 e 49 del Regolamento (UE) 231/2013.

In tale ambito, la SGR deve essere in grado di dimostrare alle autorità competenti di essersi dotata di un sistema adeguato alla gestione della liquidità e di procedure efficaci, tenuto conto della strategia di investimento, del profilo di liquidità e della politica di rimborso di ciascun OICR.

Il sistema e le procedure per la gestione della liquidità di cui all’articolo 47, devono garantire almeno che la SGR:

- mantenga per ciascun OICR un livello di liquidità adeguato alle obbligazioni sottostanti, basandosi sulla valutazione della liquidità relativa delle attività dell’OICR nel mercato, tenuto conto del tempo necessario per la liquidazione e del prezzo o del valore al quale tali attività possono essere liquidate, e della loro sensibilità ad altri rischi o fattori di mercato;
- monitori il profilo di liquidità del portafoglio di attività dell’OICR, tenendo conto del contributo marginale di singole attività che potrebbero avere un impatto significativo sulla liquidità e di passività e impegni significativi, potenziali o non, che l’OICR potrebbe avere in relazione alle obbligazioni sottostanti. Per queste finalità la SGR tiene conto del profilo della base di investitori dell’OICR, in particolare della tipologia di investitori, della dimensione relativa degli investimenti e delle condizioni di rimborso cui tali investimenti sono soggetti;
- qualora l’OICR investa in altri organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, la SGR monitori l’impostazione adottata dai gestori di tali organismi in materia di gestione della liquidità, anche tramite verifiche periodiche per controllare eventuali modifiche delle disposizioni di rimborso degli organismi di investimento collettivo in cui l’OICR investe<sup>25</sup>;
- la SGR attui e mantenga disposizioni e procedure appropriate per la misurazione della liquidità al fine di valutare i rischi quantitativi e qualitativi delle posizioni e degli investimenti previsti aventi un impatto significativo sul profilo di liquidità del portafoglio delle attività dell’OICR, in modo da poter misurare adeguatamente i loro effetti sul profilo di liquidità globale. Le procedure impiegate assicurano che l’OICR abbia conoscenze appropriate e un’adeguata comprensione della liquidità delle attività in cui l’OICR ha investito o intende investire, incluso, se applicabile, del volume delle negoziazioni e della sensibilità dei prezzi e/o dei differenziali lettera-denaro delle singole attività in condizioni di liquidità normali e in condizioni eccezionali;
- la SGR consideri e metta in atto gli strumenti e i meccanismi, compresi i meccanismi speciali, necessari per gestire il rischio di liquidità di ciascun OICR gestito. La SGR individua i tipi di circostanze, sia normali che eccezionali, in cui tali strumenti e meccanismi possono essere utilizzati, tenendo conto dell’equità di trattamento di tutti gli investitori dell’OICR con riferimento a ciascun OICR gestito. La SGR può utilizzare detti strumenti e meccanismi solo in tali circostanze e se sono state fatte comunicazioni appropriate a norma dell’articolo;
- la SGR includa nel suo sistema e nelle sue procedure di gestione della liquidità misure appropriate di attivazione di livelli successivi di intervento, per rimediare a carenze di liquidità previste o reali o ad altre situazioni di stress dell’OICR.

---

<sup>25</sup> Fatto salvo l’articolo 16, paragrafo 1, della direttiva 2011/61/UE, l’obbligo non si applica se gli altri organismi di investimento collettivo in cui l’OICR investe sono negoziati attivamente in un mercato regolamentato ai sensi dell’articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39/CE o in un mercato equivalente di un paese terzo.

A completamento di questo quadro normativo, l'ESMA ha pubblicato le "Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs" (Rif. ESMA34-39-897 emanati ai sensi dell'articolo 16, paragrafo 1, del regolamento ESMA del 2020), con la finalità di accrescere l'armonizzazione regolamentare dell'Unione e di aumentare, in alcuni casi, la frequenza di piani di stress testing già avviati nonché di promuovere la vigilanza convergente delle prove di stress di liquidità da parte delle autorità nazionali competenti. Più specificamente, le linee guida stabiliscono i principi che i gestori devono seguire quando eseguono gli stress test di liquidità sui loro fondi, raccomandando che:

- la SGR attui e mantenga una politica in materia di stress di liquidità correttamente integrata e incorporata nel quadro di gestione dei rischi del fondo a sostegno della gestione della liquidità, sottoposta a una governance e a una vigilanza appropriate, e comprendente opportune procedure di comunicazione e segnalazione;
- la SGR effettui prove di stress di liquidità con cadenza trimestrale o più frequente sulla base delle caratteristiche dei fondi calibrando opportunamente le tipologie e livello di gravità degli scenari dei rischi di liquidità derivanti dalle attività e dalle passività del bilancio del fondo nonché le ipotesi riguardanti il comportamento degli investitori;
- la SGR, in fase di sviluppo di un nuovo prodotto, dimostri che la sua strategia e la frequenza di negoziazione, lo mantengano sufficientemente liquido in circostanze normali e in condizioni di stress ed effettui, ove opportuno, prove di stress di liquidità integrando il profilo degli investitori previsto sia nelle prime fasi che in quelle conclusive dell'esistenza del fondo.

#### ▪ *Rischio di concentrazione*

Il rischio di concentrazione in un fondo di investimento si riferisce al rischio associato a una significativa esposizione a pochi investimenti, settori o asset class. Questo tipo di rischio emerge quando un fondo detiene una parte eccessiva delle sue risorse in un numero limitato di posizioni, aumentando così la vulnerabilità del portafoglio a eventi negativi che potrebbero colpire specifiche aziende o settori. Il rischio di concentrazione può portare a performance non previste e a un aumento della volatilità, rendendo la gestione del portafoglio più complessa. È importante per i gestori di fondi monitorare e gestire attivamente questo rischio per garantire che il portafoglio rimanga allineato con gli obiettivi di investimento e le normative applicabili.

Il regolamento sulla Gestione Collettiva del risparmio dedica un paragrafo ai limiti di concentrazione dei rischi. Al fine di contenere il rischio di concentrazione la normativa italiana così come la Direttiva UCITS prevede l'applicazione della "regola 5-10-40"<sup>26</sup>. Questa regola è

---

<sup>26</sup> Un OICVM non può investire più del 5 per cento del totale delle attività negli strumenti finanziari di uno stesso emittente quali strumenti finanziari quotati (a), strumenti del mercato monetario non quotati (b), strumenti finanziari quotati diversi dai primi (f), quote di FIA chiusi (i) e strumenti finanziari (l) che sono collegati al rendimento di attività, che possono differire da quelle previste dal citato paragrafo 1 della Sezione "Oggetto dell'investimento e composizione complessiva del patrimonio".

Tale limite è elevato:

- a) al 10 per cento, a condizione che si tratti di strumenti finanziari indicati nei punti a) e b) sopra descritti e il totale degli strumenti finanziari degli emittenti in cui il fondo investe più del 5 per cento del totale delle attività non superi il 40 per cento del totale delle attività stesse. Non si tiene conto degli investimenti superiori al 5 per cento di cui alle successive lett. b) e c);
- b) al 25 per cento, a condizione che si tratti di obbligazioni bancarie garantite emesse da enti creditizi che abbiano sede legale in uno Stato membro dell'UE;
- c) al 35 per cento, quando gli strumenti finanziari sono emessi o garantiti da uno Stato dell'UE, dai suoi enti locali, da uno Stato aderente all'OCSE o da organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più Stati membri dell'UE;
- d) al 100 per cento, nel caso di strumenti finanziari di cui al precedente punto c), a condizione che:
  - l'OICVM detenga strumenti finanziari di almeno sei emissioni differenti;
  - il valore di ciascuna emissione non superi il 30 per cento del totale delle attività;
  - tale facoltà di investimento sia prevista nel regolamento.

concepita per garantire un'adeguata diversificazione del portafoglio di un fondo e minimizzare il rischio di concentrazione, proteggendo gli investitori.

In dettaglio:

- 5%: un fondo UCITS non può investire più del 5% del proprio patrimonio in strumenti finanziari emessi dallo stesso emittente, a meno che non ricada sotto una delle eccezioni specifiche (ad esempio, in caso di fondi del mercato monetario o fondi obbligazionari di alta qualità);
- 10%: in circostanze eccezionali, un fondo può aumentare questa soglia fino al 10%, ma solo per un massimo del 10% del totale delle attività del fondo. Ciò significa che non più del 10% del patrimonio del fondo può essere investito in uno specifico emittente, e non più del 40% del portafoglio può essere composto da emittenti in cui il fondo detiene tra il 5% e il 10% delle attività;
- 40%: complessivamente, le partecipazioni che superano il limite del 5%, ma che non superano il 10% per ciascun emittente, non possono costituire più del 40% del valore complessivo del portafoglio. In altre parole, il fondo deve assicurarsi che la parte del portafoglio in cui ha superato il 5% (ma non il 10%) per ogni emittente non ecceda il 40% del totale.

Una delle formule per quantificare il rischio di concentrazione è l'Indice di Concentrazione (IC). Esso rappresenta la dispersione dei pesi all'interno di un paniere di riferimento, dove il livello dell'indicatore aumenta al crescere della diversificazione. In corrispondenza di un indice equi pesato l'indicatore assume come valore il numero di titoli che compongono l'indice stesso.

#### ▪ *Rischio di controparte*

Il rischio di controparte, per quanto concerne i patrimoni gestiti, può essere identificato in due tipologie di aree di rischio derivanti dall'operatività con le controparti di mercato e correlate al possibile inadempimento delle stesse:

- rischio di controparte (o rischio di sostituzione/pre-regolamento), connesso al potenziale rischio di sostituzione del contratto prima della scadenza, per incapacità della controparte ad adempiere, con potenziali perdite in termini di prezzo/cambio/tasso, che potrebbero essere variati nel frattempo; rappresenta il rischio di perdita dovuto al maggior costo o al mancato guadagno che la parte solvente sopporta, qualora la controparte diventi insolvente prima della scadenza pattuita;
- rischio di regolamento (o rischio di consegna), connesso all'eventualità che la controparte, dopo la scadenza del contratto, non adempia alla propria obbligazione di consegna di titoli/divise o pagamento degli importi dovuti, dopo che è stata disposta la controprestazione.

In relazione ai rischi sopra citati, è necessario porre in essere una serie di presidi volti a ridurre i potenziali effetti negativi sui portafogli; a titolo di esempio:

- gestire un elenco di controparti di mercato autorizzate per il trading, attraverso un processo strutturato che si occupi di:
  - Analizzare l'intermediario, in termini di qualità creditizia, prima dell'inserimento nell'elenco dei broker disponibili;
  - Revisionare periodicamente gli intermediari autorizzati;
  - Definire limiti interni adeguati per ogni intermediario;

- mitigare l'operatività in strumenti finanziari derivati negoziati al di fuori dei mercati regolamentati (over-the-counter, OTC) attraverso specifici presidi organizzativi e contrattuali che consentono di ridurre o eliminare il rischio di controparte connesso a tale fattispecie di operatività;
- mitigare il rischio di consegna, ove possibile, con modalità di scambio delle relative obbligazioni attraverso sistemi che garantiscono il *"delivery versus payment"* o il *"payment versus payment"*; nel caso di operatività in divisa a pronti e a termine si utilizza in circuito interbancario *"Continuous Linked Settlement"* (CLS).

- *Rischio operativo*

Il rischio operativo nei fondi di investimento si riferisce alla possibilità di perdite derivanti da inadeguatezze o errori nei processi interni, nei sistemi, nel personale, oppure da eventi esterni che possono influenzare la gestione operativa del fondo. Parlando di rischi operativi si fa riferimento a errori umani, eventi esterni, frodi, problemi tecnologici, problematiche legali e regolamentari. La gestione del rischio operativo è fondamentale per garantire che il processo di investimento e tutte le operazioni correlate si svolgano evitando impatti negativi sul valore degli investimenti e sui rendimenti per gli investitori.

## 2. RISCHI DI SOSTENIBILITÀ E CANALI DI TRASMISSIONE

*Elisabetta Gualandri, Daniele Turchi*

Il presente capitolo esplora le dimensioni normative e operative legate all'integrazione dei fattori e rischi ESG nella gestione del risparmio, fornendo un quadro completo sulle principali normative, sulla rappresentazione dei rischi di sostenibilità e sulle loro interrelazioni con i rischi tradizionali.

Il primo paragrafo si concentra sulle normative rilevanti, evidenziando i requisiti specifici delle principali direttive e regolamenti, come UCITS, AIFMD, SFDR e MIFID, con particolare attenzione alle Aspettative di Banca d'Italia e ai requisiti relativi ai prodotti ESG.

Il secondo paragrafo approfondisce la natura dei rischi di sostenibilità, con un'analisi delle categorie di rischio e delle opzioni di classificazione comunemente adottate, evidenziando le prassi di mercato e le differenze nella rappresentazione dei rischi climatici e ambientali, sociali e di governance.

Infine, il terzo paragrafo esamina i canali di trasmissione dei rischi di sostenibilità verso le categorie di rischio tradizionali delle SGR, distinguendo tra rischi diretti e indiretti. Questo consente di comprendere come i fattori di sostenibilità incidano sul profilo di rischio complessivo e sui processi decisionali delle società di gestione.

### 2.1. Framework normativo e di vigilanza

*Carlo Saverio De Franco, Marino Vassolo*

#### 2.1.1. Il Quadro Normativo Europeo per la Sostenibilità e la Finanza Responsabile

Il 25 settembre 2015, l'Assemblea Generale delle Nazioni Unite ha adottato un nuovo quadro mondiale per lo sviluppo sostenibile: l'Agenda 2030, per lo sviluppo sostenibile<sup>27</sup>, incentrata su 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile ("Sustainable Development Goals" o "SDG"). Questi obiettivi puntano a promuovere uno sviluppo sostenibile nei campi ambientale, economico, sociale e istituzionale entro il 2030.

La comunicazione della Commissione Europea del 22 novembre 2016 sulle successive tappe per un futuro europeo sostenibile<sup>28</sup> ha collegato gli SDG al quadro strategico dell'Unione Europea, con l'obiettivo di garantire l'integrazione dei criteri di sostenibilità fin dall'inizio in tutte le azioni e iniziative strategiche dell'UE.

Nelle sue conclusioni<sup>29</sup> del 20 giugno 2017, il Consiglio Europeo ha confermato l'impegno dell'Unione Europea e dei suoi Stati membri ad attuare l'Agenda 2030 in modo completo, coerente, globale e integrato, in stretta collaborazione con i partner e le altre parti interessate. L'accordo di Parigi adottato nell'ambito della Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici e approvato dall'Unione Europea il 5 ottobre 2016<sup>30</sup>, mira a rafforzare la risposta ai cambiamenti climatici, rendendo tra l'altro i flussi finanziari compatibili con uno sviluppo a basse emissioni di gas serra e resiliente a cambiamenti climatici.

<sup>27</sup> Risoluzione delle Nazioni Unite A/RES/70/1.

<sup>28</sup> COM(2016) 739 final.

<sup>29</sup> Conclusioni del Consiglio Europeo ST 10370/17.

<sup>30</sup> GU C 62 del 15.2.2019, pag. 97.

Nel marzo 2018 la Commissione Europea ha pubblicato un Piano d’Azione per la finanza sostenibile<sup>31</sup>, delineando le strategie e le misure necessarie per realizzare un sistema finanziario in grado di promuovere uno sviluppo autenticamente sostenibile sotto il profilo economico, sociale e ambientale. Tale piano contribuisce all’attuazione dell’Accordo di Parigi e dell’Agenda 2030 delle Nazioni Unite.

Gli obiettivi principali del Piano d’Azione europeo sono:

- riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili per realizzare un'economia più sostenibile;
- gestire i rischi finanziari derivati da cambiamenti climatici, esaurimento delle risorse, degrado ambientale e questioni sociali;
- rafforzare la trasparenza e gli investimenti di lungo periodo.

Al fine di riorientare i capitali verso una crescita sostenibile e supportare gli investitori nelle loro scelte di investimento responsabili, il Parlamento Europeo ha approvato il 27 novembre 2019 il Regolamento relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Sustainable Finance Disclosure Regulation, noto anche come SFDR). Tale regolamento introduce un quadro normativo armonizzato sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari, con l’obiettivo di integrare i rischi di sostenibilità e considerare gli effetti negativi per la sostenibilità nei processi decisionali e nella comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità dei prodotti finanziari. Come già illustrato nel capitolo 1.3, il «rischio di sostenibilità» è definito come “un evento o una condizione di natura ambientale, sociale o di governance che, se si verificasse, potrebbe avere un impatto negativo significativo, effettivo o potenziale, sul valore dell’investimento”<sup>32</sup>. I «fattori di sostenibilità» invece, sono definiti come “le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva”<sup>33</sup>.

In data 28 novembre 2019, il Parlamento europeo ha dichiarato l’emergenza climatica<sup>34</sup> chiedendo alla Commissione Europea di garantire che tutte le proposte siano allineate all’obiettivo di limitare il riscaldamento globale al di sotto di 1,5°C e ridurre significativamente le emissioni di gas serra. In risposta, la Commissione Europea ha presentato il Green Deal europeo<sup>35</sup>: una "strategia" composta da un serie di misure – tra cui nuove disposizioni normative e investimenti – per rendere la produzione di energia e lo stile di vita dei cittadini europei più sostenibili e meno dannosi per l'ambiente.

Nel giugno 2020 il Parlamento Europeo ha approvato il Regolamento sulla tassonomia<sup>36</sup>, un quadro che stabilisce quali attività possono essere considerate ecosostenibili. Questo sistema di classificazione comune in tutta l’UE fornisce maggiore chiarezza a imprese e investitori, incoraggiando i finanziamenti del settore privato per la transizione verso la neutralità climatica. Il regolamento, noto anche come “elenco verde” per gli investimenti sostenibili, definisce sei obiettivi ambientali che le attività economiche devono rispettare per essere considerate ecosostenibili. Stabilisce inoltre che ogni attività deve contribuire ad almeno uno di questi obiettivi, senza danneggiare gli altri. Il principio di “non arrecare danno” garantisce che un’attività economica che causa più danni che benefici

---

<sup>31</sup> COM(2018) 97 final.

<sup>32</sup> Articolo 2, punto 22 del Regolamento (UE) 2019/2088.

<sup>33</sup> Articolo 2, punto 24 del Regolamento (UE) 2019/2088.

<sup>34</sup> Risoluzione del Parlamento europeo 2019/2930(RSP).

<sup>35</sup> COM(2019) 640 final.

<sup>36</sup> Regolamento (UE) 2020/852.

all'ambiente non venga considerata sostenibile. Inoltre, le attività ecosostenibili devono rispettare i diritti umani e i diritti dei lavoratori. Gli obiettivi ambientali adottati dall'Unione Europea includono:

- mitigazione dei cambiamenti climatici;
- adattamento ai cambiamenti climatici;
- uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine;
- transizione verso un'economia circolare, focalizzata sul riutilizzo e riciclo delle risorse;
- prevenzione e controllo dell'inquinamento;
- tutela e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Il 24 giugno 2021, il Parlamento Europeo ha approvato la legge europea sul clima<sup>37</sup>, rendendo giuridicamente vincolante l'obiettivo di ridurre le emissioni del 55% entro il 2030 e di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050. Questo consentirà all'UE di avvicinarsi al raggiungimento dell'obiettivo di emissioni negative post-2050, confermando al contempo il suo ruolo di leadership nella lotta globale contro il cambiamento climatico.

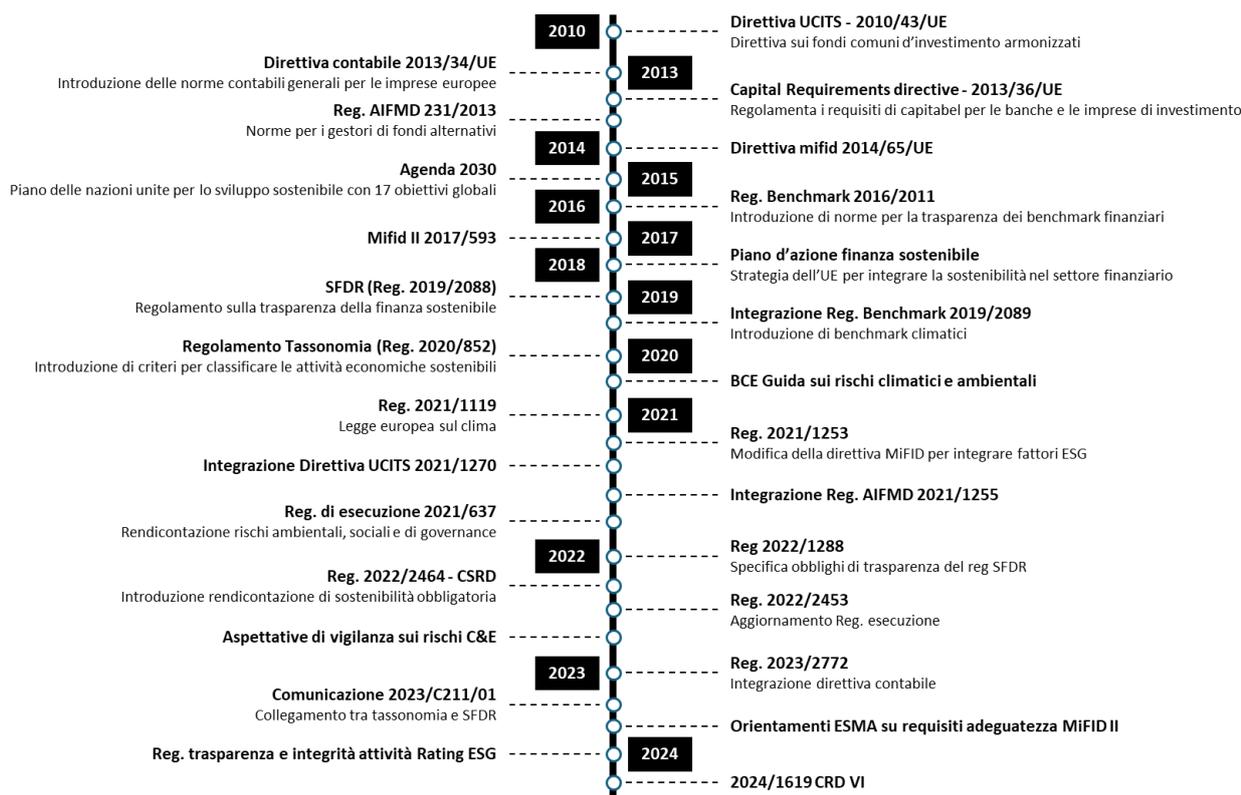
In questo contesto normativo si inseriscono diverse direttive e regolamenti europei che, nel corso degli anni, hanno definito in modo sempre più dettagliato le regole per i partecipanti al mercato finanziario, con l'obiettivo di favorire investimenti sostenibili e migliorare la trasparenza e la protezione degli investitori.

A seguire, verranno approfonditi i principali aspetti delle normative più rilevanti riportate nella figura 2.1, evidenziando il loro contributo all'integrazione dei criteri di sostenibilità e alla protezione degli investitori nel contesto europeo.

---

<sup>37</sup> Regolamento (UE) 2021/1119.

**Figura 2.1 Timeline riassuntiva delle principali normative trattate nei paragrafi successivi**



Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

## 2.1.2. SFDR e Tassonomia

La normativa SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), introdotta con il Regolamento (UE) 2019/2088, ha l'obiettivo di regolamentare e standardizzare la divulgazione delle informazioni sulla sostenibilità da parte dei gestori patrimoniali e degli altri partecipanti ai mercati finanziari. La SFDR amplia gli obblighi di trasparenza per garantire agli investitori e agli stakeholder un accesso più chiaro alle informazioni riguardanti i rischi di sostenibilità, l'integrazione degli impatti negativi della sostenibilità nei processi di investimento e la fornitura di dati relativi alla sostenibilità dei prodotti finanziari. Per questi ultimi, il regolamento introduce tre categorie distinte di prodotti ("grey green"<sup>38</sup>, "light green" e "dark green"), con livelli di informativa crescenti man mano che i fattori di sostenibilità diventano un aspetto fondamentale.

Il regolamento si applica sia ai gestori di fondi alternativi (Alternative Investment Fund Managers, AIFMs) che ai gestori di fondi UCITS, imponendo obblighi di divulgazione standardizzati sia a livello di entità che di prodotto. Le disposizioni della SFDR, entrate in vigore il 10 marzo 2021, si applicano a

<sup>38</sup> Prodotti "grey green" o Articolo 6 in cui non vengono considerati i fattori di sostenibilità nelle scelte di investimento e per il quale si dovrebbero esplicitare le motivazioni di tale scelta;  
 Prodotti "light green" o Articolo 8 che promuovono le caratteristiche sociali e/o ambientali e possono includere investimenti sostenibili, sebbene questi non siano l'obiettivo principale. Per questi prodotti si deve comunicare se e in che modo l'indice designato, l'indice di sostenibilità o l'indice convenzionale siano allineati alle suddette caratteristiche e, laddove non sia utilizzato alcun indice di riferimento, informazioni su come vengono rispettate le caratteristiche di sostenibilità dei prodotti finanziari;  
 Prodotti "dark green" o Articolo 9 che perseguono un obiettivo di investimento sostenibile. Per questi prodotti si deve comunicare quale parametro di riferimento utilizzano per misurare le prestazioni in termini di sostenibilità nonché, laddove non sia utilizzato alcun parametro di riferimento, è necessario spiegare come viene conseguito l'obiettivo di sostenibilità.

tutti i gestori patrimoniali, indipendentemente dall'orientamento ESG, e richiedono divulgazioni aggiuntive tramite siti web, prospetti informativi e relazioni periodiche.

Il Regolamento Tassonomia (UE) 2020/852 integra la SFDR, fornendo un sistema di classificazione comune a livello europeo per definire quali attività economiche possano essere considerate ecosostenibili. Questo strumento mira a fornire agli investitori un quadro chiaro e comparabile delle attività che contribuiscono agli obiettivi ambientali dell'Unione Europea, basandosi su criteri e metriche scientifici. La normativa è stata integrata da una serie di atti delegati<sup>39</sup> che specificano i criteri tecnici per ciascun obiettivo ambientale contenuto nel regolamento. Insieme, la SFDR e il Regolamento Tassonomia stabiliscono le regole per la trasparenza delle informazioni sulla sostenibilità e favoriscono un allineamento tra le attività economiche e gli obiettivi di sostenibilità dell'UE, contribuendo a contrastare i fenomeni di greenwashing<sup>40</sup> e a migliorare la comparabilità delle informazioni per gli investitori.

Il Regolamento Delegato (UE) 2022/1288 completa questo quadro normativo introducendo le norme tecniche di regolamentazione (Regulatory Technical Standards, RTS) che specificano il contenuto, le metodologie e la modalità di presentazione delle informazioni ESG. Le RTS definiscono i requisiti per le divulgazioni relative agli indicatori di sostenibilità, agli effetti negativi sulla sostenibilità, alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e agli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche delle imprese di investimento. Queste norme tecniche hanno l'obiettivo di garantire la coerenza delle informazioni fornite, consentendo agli investitori di valutare meglio le performance di sostenibilità dei prodotti finanziari, contrastare il fenomeno del greenwashing e migliorare la trasparenza complessiva del mercato.

Alla data di redazione del presente *Position Paper* (PP), è in corso il recepimento delle modifiche al Regolamento delegato (UE) 2022/1288 previste nelle RTS pubblicate dalle tre autorità di vigilanza europee European Supervisory Authorities ESAs (EBA, European Banking Authority, EIOPA, European Insurance and Occupational Pensions Authority e ESMA, European Securities and Markets Authority) a fine dicembre 2023, relative alla revisione delle informazioni da pubblicare riguardo ai principali impatti negativi (Principal Adverse Impact, PAI) delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità sui prodotti finanziari nel regolamento delegato SFDR. Tra le novità più rilevanti, vi è la proposta di aggiungere nuovi indicatori sociali e di semplificare il quadro di riferimento per la divulgazione dei principali impatti negativi (PAI) delle decisioni di investimento sull'ambiente e sulla società.

Sempre in linea con l'attuazione degli obiettivi previsti nel "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", il 24 aprile 2024 il Parlamento Europeo ha approvato, in prima lettura, il testo definitivo del Regolamento sulla "Trasparenza e integrità delle attività di Rating Ambientale, Sociale e di Governance (ESG)". La normativa ha l'obiettivo di rafforzare l'affidabilità e la comparabilità dei rating ESG, migliorando la trasparenza e l'integrità delle attività dei fornitori di rating ESG e prevenendo potenziali conflitti di interesse. Il regolamento stabilisce che sarà l'ESMA a autorizzare i fornitori di rating ESG, previa verifica dell'idoneità delle caratteristiche organizzative, che comprendono la presenza di policy e procedure interne per garantire la qualità delle attività svolte, l'assenza di conflitti di interesse (tra cui il divieto di svolgere attività di consulenza parallelamente a quelle di rating) e

<sup>39</sup> Regolamento delegato (UE) 2021/2139 modificato dal Regolamento delegato (UE) 2023/2485; Regolamento delegato (UE) 2021/2178; Regolamento delegato (UE) 2022/1214; Regolamento delegato (UE) 2023/2486

<sup>40</sup> Il «greenwashing» è la pratica di ottenere un vantaggio competitivo sleale raccomandando un prodotto finanziario come rispettoso dell'ambiente o sostenibile, mentre di fatto esso non soddisfa le norme ambientali di base o altre norme in materia di sostenibilità.

l'adozione di metodologie rigorose, sistematiche e oggettive, che devono essere validate e verificate almeno annualmente.

A supporto di queste disposizioni, sono stati pubblicati gli "Orientamenti ESMA sull'utilizzo di termini ambientali, sociali e di governance o relativi alla sostenibilità nelle denominazioni dei fondi", che forniscono ai gestori patrimoniali criteri chiari e misurabili per valutare la possibilità di utilizzare termini ESG o legati alla sostenibilità nei nomi dei propri fondi. Inoltre, la Comunicazione 2023/C 211/01 della Commissione Europea evidenzia il collegamento tra la Tassonomia UE e il Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR), chiarendo che gli investimenti considerati sostenibili devono rispettare anche i criteri di trasparenza previsti dal SFDR.

Infine, nell'ambito del processo di riforma del quadro normativo relativo al SFDR da parte della Commissione Europea, le ESA hanno emesso un parere<sup>41</sup> congiunto nel giugno 2024, in cui si richiede un quadro coerente per la finanza sostenibile, che tenga conto sia della transizione verde, sia di una maggiore tutela dei consumatori, alla luce delle lezioni apprese dall'applicazione del SFDR.

### 2.1.3. MIFID

La Direttiva Delegata (UE) 2021/1269 integra nella direttiva MIFID<sup>42</sup> i fattori di sostenibilità nelle decisioni di investimento e nella distribuzione dei prodotti finanziari.

Con le modifiche apportate dalla Direttiva Delegata (UE) 2021/1269, le imprese di investimento devono implementare un processo di governance dei prodotti che consideri anche i fattori di sostenibilità, riesaminare regolarmente i prodotti finanziari offerti ai clienti per verificare la loro conformità con le esigenze dei clienti e i requisiti di sostenibilità, adottare misure correttive quando i prodotti non soddisfano più le aspettative del mercato o dei clienti.

A completare questo quadro normativo, il Regolamento Delegato (UE) 2021/1253 apporta modifiche al Regolamento Delegato MiFID II 2017/565, stabilendo l'obbligo per le imprese di investimento di includere i rischi e le preferenze di sostenibilità anche nei requisiti organizzativi e nelle condizioni di esercizio delle loro attività. In particolare, le imprese devono integrare i rischi di sostenibilità nei processi di gestione del rischio, assicurando che questi siano adeguatamente identificati, monitorati e gestiti, per proteggere i clienti e garantire la stabilità e la trasparenza dei mercati finanziari. Inoltre, il Regolamento 2021/1253 prevede che le imprese raccolgano e documentino le preferenze di sostenibilità dei clienti durante la valutazione dell'adeguatezza, integrando tali preferenze nella consulenza e nelle raccomandazioni d'investimento. Ciò significa che, durante il processo di profilazione dei clienti, le imprese devono acquisire informazioni dettagliate su come i clienti desiderano che i loro investimenti siano orientati verso tematiche ESG, e assicurare che tali informazioni siano utilizzate nella formulazione di proposte d'investimento personalizzate.

A supporto di queste disposizioni, gli "Orientamenti ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II" (Documento ESMA35-43-3172 del 3 aprile 2023) forniscono chiarimenti operativi su come le imprese devono conformarsi ai nuovi requisiti relativi all'adeguatezza, tenendo conto delle preferenze di sostenibilità. L'ESMA specifica che le imprese devono adeguare i propri questionari di valutazione dell'adeguatezza per includere domande specifiche sulle preferenze di sostenibilità, come l'inclusione di investimenti che contribuiscano positivamente a obiettivi ambientali o sociali, o l'esclusione di investimenti in settori considerati non sostenibili.

<sup>41</sup> JC 2024 06 – Joint ESAs Opinion On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR).

<sup>42</sup> Direttiva delegata (UE) 2017/593 (Direttiva MIFID II).

Gli Orientamenti ESMA forniscono anche indicazioni dettagliate su come le imprese dovrebbero integrare queste informazioni nel processo di consulenza, assicurando che le raccomandazioni di investimento non solo siano adeguate sotto il profilo finanziario, ma anche coerenti con le preferenze di sostenibilità dichiarate dai clienti. Inoltre, viene sottolineata l'importanza della trasparenza e della comunicazione chiara verso i clienti, affinché essi comprendano appieno come le loro preferenze di sostenibilità siano state considerate nel processo decisionale.

Insieme, la Direttiva Delegata (UE) 2021/1269, il Regolamento Delegato (UE) 2021/1253 e gli Orientamenti ESMA 2023 rafforzano l'integrazione della sostenibilità nel sistema finanziario europeo, creando un quadro normativo che obbliga le imprese di investimento a considerare in modo proattivo i rischi di sostenibilità e a fornire consulenza finanziaria che rispecchi le preferenze e gli obiettivi di sostenibilità dei clienti. Queste norme promuovono una maggiore trasparenza, coerenza e responsabilità nel settore finanziario, facilitando la transizione verso un'economia più sostenibile e resiliente, in linea con le priorità strategiche dell'Unione Europea per una crescita verde e inclusiva.

#### **2.1.4. UCITS e AIFMD**

La Direttiva Delegata (UE) 2021/1270 e il Regolamento Delegato (UE) 2021/1255 introducono, rispettivamente nella direttiva UCITS<sup>43</sup> e nel regolamento AIFMD<sup>44</sup>, disposizioni significative per i gestori di fondi comuni di investimento UCITS e FIA in merito all'integrazione dei fattori e dei rischi di sostenibilità nei loro processi interni. In precedenza, la Direttiva UCITS IV e il regolamento AIFMD non facevano esplicito riferimento ai fattori o ai rischi di sostenibilità.

Le modifiche normative si concentrano sull'obbligo per i gestori di fondi UCITS e FIA di integrare i fattori e i rischi di sostenibilità, così come definiti dal Regolamento SFDR, nei loro processi organizzativi, di gestione del rischio e di due diligence. Essi devono pertanto valutare non solo i rischi finanziari rilevanti, ma anche i rischi di sostenibilità che potrebbero avere un impatto negativo significativo sul valore degli investimenti, qualora si verificassero, e considerare i fattori di sostenibilità ai sensi del Regolamento (UE) 2019/2088.

Le modifiche introdotte dalla Direttiva Delegata (UE) 2021/1270 e dal Regolamento Delegato (UE) 2021/1255 chiariscono che i processi, i sistemi e i controlli interni delle società di gestione devono riflettere tali rischi e fattori, dotandosi di risorse e competenze tecniche adeguate ad una loro efficace integrazione.

#### **2.1.5. Indici Benchmark**

In un'ottica di miglioramento della comparabilità delle performance di sostenibilità ambientale e climatica dei prodotti finanziari da parte degli operatori, la Commissione Europea ha pubblicato il regolamento (UE) 2019/2089, che modifica il regolamento (UE) 2016/2011 ("Regolamento Benchmark"), introducendo due tipologie di indici benchmark climatici da utilizzare nell'ambito di strategie di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra.

La prima tipologia, denominata *"indice di riferimento UE di transizione climatica"*, riguarda gli indici che mirano a ridurre l'impronta di carbonio di un portafoglio di investimenti standard attraverso la selezione di titoli in base agli obiettivi di riduzione delle emissioni degli emittenti. La seconda, denominata *"indice di riferimento UE allineato con l'accordo di Parigi"*, si applica agli indici costruiti

---

<sup>43</sup> Direttiva 2010/43/UE (UCITS IV).

<sup>44</sup> Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 (Regolamento AIFMD).

selezionando solo le attività che contribuiscono all'obiettivo dell'Accordo di Parigi, adottato nell'ambito della Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici e approvato dall'Unione Europea il 5 ottobre 2016<sup>45</sup>.

Le società che elaborano gli indici dovranno comunicare se i loro indici di riferimento o le loro famiglie di indici perseguono o meno obiettivi ESG. In caso affermativo, dovrà essere pubblicizzata anche la metodologia utilizzata nei calcoli, insieme ai dettagli sulla frequenza delle revisioni e alla procedura seguita.

Per migliorare ulteriormente la comparabilità e la chiarezza del modo in cui i fattori ESG si riflettono in ciascun indice di riferimento o famiglia di indici forniti e pubblicati, sono stati emessi tre regolamenti delegati<sup>46</sup> che integrano il Regolamento Benchmark, stabilendo i contenuti minimi e i dettagli da fornire nella spiegazione di come i fattori ambientali, sociali e di governance si riflettono in ciascun indice, nonché le norme minime da rispettare per gli indici di riferimento menzionati.

### **2.1.6. Aspettative delle autorità di vigilanza e buone prassi**

La BCE e le autorità nazionali, tra cui la Banca d'Italia, monitorano attentamente come i rischi climatici e ambientali vengano integrati nelle strategie, nei processi organizzativi e nella gestione dei rischi da parte degli enti finanziari. A supporto di questo, hanno pubblicato documenti contenenti le proprie aspettative e linee guida alle quali gli enti dovrebbero allinearsi per gestire in modo efficace tali rischi.

Nel novembre 2020, la BCE ha pubblicato la "Guida sui rischi climatici e ambientali", che espone la propria visione riguardo a una gestione solida, efficace e completa dei rischi climatici. Il documento descrive le aspettative relative a come gli enti dovrebbero considerare questi rischi nella formulazione e attuazione delle loro strategie aziendali, dei sistemi di governance e di gestione dei rischi, che serviranno come base per il confronto tra la BCE e gli enti significativi sotto la sua vigilanza diretta. Inoltre, la guida illustra come, secondo la BCE, gli enti dovrebbero migliorare la loro trasparenza, rafforzando l'informativa sugli aspetti climatici e ambientali.

Nel mese di aprile 2022, la Banca d'Italia ha pubblicato il documento "Aspettative di Vigilanza sui rischi climatici e ambientali", che fornisce alcune indicazioni non vincolanti sull'integrazione dei rischi climatici e ambientali nelle strategie aziendali, nei sistemi di governance e controllo, nel framework di gestione del rischio e nella divulgazione delle informazioni da parte degli intermediari bancari e finanziari vigilati.

A seguito della pubblicazione di questo documento, la Banca d'Italia ha condotto un'indagine tematica con l'obiettivo di valutare il livello di integrazione dei rischi climatici e ambientali nei modelli gestionali degli intermediari bancari e finanziari. Successivamente, è stato condiviso l'esito dell'indagine e richiesto a tutti gli intermediari di trasmettere un piano d'azione in cui descrivere gli interventi programmati per garantire un progressivo allineamento delle prassi aziendali alle aspettative entro il 2025.

Queste attività hanno permesso di identificare e condividere buone pratiche aziendali nell'integrazione dei rischi ESG, adottate nei modelli organizzativi e di corporate governance dei

---

<sup>45</sup> Decisione (UE) 2016/1841 del Consiglio, del 5 ottobre 2016, relativa alla conclusione, a nome dell'Unione europea, dell'accordo di Parigi adottato nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (GU L 282 del 19.10.2016, pag. 1).

<sup>46</sup> Regolamento delegato (UE) 2020/1816, Regolamento delegato (UE) 2020/1817 e Regolamento delegato (UE) 2020/1818.

singoli intermediari, nei loro business model e nei sistemi di gestione del rischio, con l'obiettivo finale di proporre esempi utili per il progressivo allineamento alle Aspettative di Vigilanza in materia<sup>47</sup>.

### 2.1.7. CSRD

La normativa CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), introdotta con la direttiva (UE) 2022/2464, ha l'obiettivo di regolamentare e standardizzare il reporting di sostenibilità delle imprese europee, ampliando gli obblighi previsti dalla precedente direttiva NFRD (Non-Financial Reporting Directive, Directive 2014/95/EU). Questo per garantire agli investitori e, più in generale, agli stakeholder, l'accesso alle informazioni necessarie per valutare sia gli impatti delle attività delle imprese su ambiente e società, sia gli impatti dei fattori ESG, in termini di rischi e opportunità.

La CSRD comporta un significativo aumento del numero di società soggette agli obblighi di rendicontazione sulla sostenibilità, estendendo tali obblighi agli enti di interesse pubblico<sup>48</sup>, alle imprese di grandi dimensioni non quotate<sup>49</sup> e alle PMI quotate.<sup>50</sup> La stessa pone inoltre una forte enfasi sulla governance relativa alla rendicontazione di sostenibilità, sia attraverso la definizione di specifici obblighi informativi forniti dagli standard ESRS, il cui sviluppo è affidato all'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), sia mediante l'estensione dell'obbligo di attestazione alla dichiarazione di sostenibilità, previsto per il bilancio finanziario.

Le informazioni di sostenibilità devono essere inserite in una sezione dedicata della Relazione sulla gestione, chiamata Dichiarazione di sostenibilità (*Sustainability Statement*), e devono essere presentate secondo una struttura suddivisa in quattro sezioni, con un ordine prestabilito:

- informazioni generali;
- informazioni ambientali;
- informazioni sociali<sup>51</sup>;
- informazioni sulla governance.

La dichiarazione deve essere redatta in conformità con gli *European Sustainability Reporting Standards (ESRS)*<sup>52</sup>.

Uno degli elementi chiave della normativa è l'adozione del principio della doppia rilevanza o materialità, che obbliga le aziende a considerare due prospettive fondamentali e interconnesse nel loro bilancio di sostenibilità. Da un lato, le imprese devono analizzare e rendicontare gli impatti significativi delle loro attività su ambiente e società (*impact materiality*). Questo approccio, noto anche come *inside-out* e ripreso anche nei capitoli successivi, richiede alle imprese di analizzare le conseguenze delle loro operazioni, dal consumo di risorse naturali alle condizioni di lavoro dei dipendenti, fino all'influenza sulle comunità locali. Come previsto dagli ESRS, tale analisi deve essere effettuata sulla base di criteri oggettivi, utilizzando soglie quantitative e/o qualitative appropriate per valutare la rilevanza degli impatti, sia effettivi che potenziali. Dall'altro lato, le imprese devono

<sup>47</sup> “Piani d'azione degli intermediari non bancari in merito all'integrazione dei rischi climatici e ambientali nei processi aziendali: principali evidenze e buone prassi” e “Piani d'azione sull'integrazione dei rischi climatici e ambientali nei processi aziendali delle LSI: principali evidenze e buone prassi” pubblicati da Banca D'Italia nel dicembre 2023.

<sup>48</sup> A partire dalla rendicontazione relativa all'esercizio 2024.

<sup>49</sup> A partire dalla rendicontazione relativa all'esercizio 2025.

<sup>50</sup> A partire dalla rendicontazione relativa all'esercizio 2026 con possibilità di non applicare la normativa per due anni fino all'esercizio 2028. Sono escluse le micro imprese.

<sup>51</sup> Compresa la disclosure ai sensi del Regolamento UE 2020/852 – Tassonomia UE.

<sup>52</sup> Standards che assicurano l'interoperabilità con altri standard internazionali per la rendicontazione non finanziaria quali ad esempio quelli del *International Sustainability Standards Board* e *Global Reporting Initiative*.

valutare come i fattori di sostenibilità influenzano i loro risultati finanziari, la posizione economica e il costo del capitale (*financial materiality*). Questo approccio, noto come *outside-in*, si concentra sull'analisi di come fattori esterni, come i cambiamenti climatici, le nuove regolamentazioni ambientali e le dinamiche sociali, possano influire sulla capacità dell'azienda di generare profitti, sulla sua competitività e sulla continuità operativa. Per valutare la rilevanza finanziaria, si utilizzano soglie quantitative e/o qualitative che riflettono gli effetti finanziari in termini di performance, posizione finanziaria, flussi di cassa e accesso e costo del capitale. I rischi e le opportunità di sostenibilità vengono valutati in base alla probabilità di accadimento e alla potenziale entità dei loro effetti finanziari nel breve, medio e lungo termine.

Le imprese sono tenute a includere anche le informazioni relative agli impatti materiali, ai rischi e alle opportunità connesse all'intera catena del valore, sia a monte (upstream) che a valle (downstream), derivanti dalle attività di due diligence e dall'analisi di materialità.

Inoltre, le imprese sono obbligate a fornire un'attestazione sull'informativa di sostenibilità, che includa la verifica della conformità alla Tassonomia UE<sup>53</sup>, adottando un approccio di *limited assurance*. La normativa CSRD stabilisce che le "persone responsabili" del bilancio finanziario dell'impresa debbano attestare anche che la relazione di gestione sia redatta in conformità con gli standard ESRS e con il Regolamento (UE) 2020/852 (Tassonomia UE).

A completamento del quadro normativo europeo della CSRD, sono stati adottati il Regolamento Delegato (UE) 2023/2772 e il Regolamento di esecuzione (UE) 2022/2453. Il primo integra la direttiva 2013/34/UE (cd. "Direttiva contabile"), specificando i principi di rendicontazione di sostenibilità (ESRS) e definendo le informazioni che le aziende devono fornire per garantire una trasparenza coerente e comparabile a livello europeo. I principi coprono aspetti trasversali, tematici (ambientali, sociali e di governance) e settoriali. Sono in fase di definizione standard semplificati per le PMI quotate (ESRS LSME) e standard volontari per le micro, piccole e medie imprese non soggette alla CSRD con l'obiettivo di supportarle nel loro percorso di sostenibilità. Il Regolamento di esecuzione (UE) 2022/2453, in linea con gli obiettivi della CSRD riguardo alla trasparenza e alla standardizzazione nella comunicazione societaria sulla sostenibilità, aggiorna i modelli uniformi precedentemente definiti dal Regolamento di esecuzione (UE) 2021/637 per la rendicontazione dei rischi ambientali, sociali e di governance nelle loro relazioni sulla gestione o nei bilanci consolidati.

Il Decreto Legislativo del 6 settembre 2024, che recepisce nell'ordinamento italiano la direttiva CSRD, introduce alcuni aspetti aggiuntivi per le imprese operanti in Italia. Prevede che le aziende debbano informare i rappresentanti dei lavoratori sulle tematiche di sostenibilità e fornire loro i mezzi per accedere e verificare tali informazioni. Le società controllate da gruppi extra-europei devono conformarsi agli standard europei per la relazione di sostenibilità e, in caso di mancata collaborazione della società madre, devono rilasciare una dichiarazione che attesti la mancanza di informazioni. La verifica della conformità della rendicontazione è affidata a revisori legali qualificati, mentre la Consob definirà i principi di attestazione temporanei fino a quelli definitivi dell'Unione Europea. Gli amministratori sono responsabili della conformità, con sanzioni che possono raggiungere i 125.000 euro per le società di revisione e 50.000 euro per i revisori.

---

<sup>53</sup> Regolamento UE 2020/852

## 2.2. Struttura e composizione dei rischi di sostenibilità

*Giampiero Bambagioni, Luca Barbieri, Arianna Salvioli, Vincenzo Scalese*

Il concetto di sostenibilità è strettamente interconnesso con i rischi ambientali, sociali e di governance (ESG). La Direttiva 2024/1619<sup>54</sup> (CRD VI - *Capital Requirements Directive*) che modifica della CRD 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance (ESG), sottolinea come «[...] I rischi ambientali, sociali e di governance sono strettamente legati al concetto di sostenibilità poiché i fattori ambientali, sociali e di governance rappresentano i tre pilastri principali di tale concetto».

Ne consegue che il «rischio di sostenibilità», al pari degli altri rischi, deve essere identificato, gestito, mitigato e monitorato in considerazione dei rischi associati ai fattori ESG.

L'art. 40 del Regolamento delegato (UE) 2021/1255<sup>55</sup> al comma 1. dispone che «Il GEFIA istituisce, attua e mantiene una politica di gestione del rischio adeguata e documentata che consenta di individuare tutti i pertinenti rischi ai quali i FIA gestiti sono esposti o potrebbero essere esposti»; al comma 2. definisce il concetto di «politica di gestione del rischio» specificando che la stessa: “include tutte le procedure necessarie per permettere al GEFIA di valutare, per ogni FIA che gestisce, l’esposizione al rischio di mercato, di liquidità, di sostenibilità e di controparte, nonché l’esposizione a qualsiasi altro rischio pertinente, compreso il rischio operativo, che potrebbe essere significativo per ogni FIA gestito».

Il Regolamento Banca d’Italia sulla gestione collettiva del risparmio dettaglia il concetto di «Sistema di gestione dei rischi degli OICR»<sup>56</sup>

In particolare, per "rischio di sostenibilità" si intende un evento o una condizione che, in uno dei tre ambiti ESG, può generare un impatto negativo significativo, effettivo o potenziale, sulla società o sul valore dei suoi investimenti<sup>57</sup>. Questo rende prioritario integrare i fattori ESG nei processi decisionali aziendali per promuovere pratiche di investimento sostenibili, creare valore a lungo termine e contribuire allo sviluppo economico sostenibile.

L’approccio aziendale deve mirare a tradurre le ambizioni in azioni concrete, integrando le valutazioni ESG nelle scelte di business con un duplice obiettivo: migliorare le performance sociali ed ambientali, e contribuire alla transizione verso un’economia a impatto ESG positivo.

Con il Regolamento (UE) 2024/3005 del Parlamento Europeo e della Commissione del 27 novembre 2024 sulla trasparenza e sull’integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance

<sup>54</sup> V. Considerando (39).

<sup>55</sup> V. Regolamento delegato (UE) 2021/1255 della Commissione del 21 aprile 2021 ha modificato il regolamento delegato (UE) n. 231/2013 per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui i gestori di fondi di investimento alternativi debbono tenere conto.

<sup>56</sup> V. Regolamento Banca d’Italia sulla gestione collettiva del risparmio, Titolo V, Capitolo III (aggiornamento del 19 gennaio 2025)

<sup>57</sup> Per un approfondimento ai temi trattati nel paragrafo, si rinvia in particolare a:

- Banca d’Italia, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, aprile 2022;
- Banca Centrale Europea, *Guida sui rischi climatici e ambientali: Guida sui rischi climatici e ambientali*, novembre 2020;
- European Banking Authority (EBA), *Guidelines on the management of environmental, social and governance (ESG) risks* (EBA/GL/2025/01);
- European Banking Authority (EBA), *On Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions And Investment Firms*, Giugno 2021;
- Financial Stability Board (FSB), *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, Final Report*, Giugno 2017;
- E. Bernardini, *Questioni di Economia e Finanza: Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile (Occasional Papers Numero 608)*, Marzo 2021.

(ESG), che modifica il regolamento (UE) 2019/2088 e (UE) 2023/2859 è stata regolata l'attività di rating ESG «al fine di rafforzare l'integrità, la trasparenza, la comparabilità ove possibile, la responsabilità, l'affidabilità, la buona governance e l'indipendenza delle attività di rating ESG, contribuendo così alla trasparenza e alla qualità dei rating ESG e all'agenda dell'Unione in materia di finanza sostenibile. Esso mira a contribuire al buon funzionamento del mercato interno, conseguendo allo stesso tempo un livello elevato di protezione dei consumatori e degli investitori e prevenendo il *greenwashing* e altri tipi di disinformazione, compreso il *social washing*, mediante l'introduzione di obblighi di trasparenza relativi ai rating ESG e norme sull'organizzazione e sulla condotta dei fornitori di rating ESG». Il regolamento sarà attuativo decorsi diciotto mesi dalla pubblicazione.

Per maggiore chiarezza espositiva, i rischi di sostenibilità verranno trattati separatamente per gli emittenti societari (cfr. Tabella 2.1) ed emittenti governativi (cfr. Tabella 2.2).

**Tabella 2.1: Elenco rischi di sostenibilità – Emittenti Societari**

ELENCO RISCHI DI SOSTENIBILITÀ – EMITTENTI SOCIETARI		
RISCHI CLIMATICI E AMBIENTALI	RISCHI SOCIALI	RISCHI DI GOVERNANCE
Rischi climatici acuti	Responsabilità verso i collaboratori	Etica aziendale
Rischi climatici cronici	Responsabilità verso i clienti	Politica di sostenibilità
Rischi ambientali	Responsabilità verso la collettività	Relazioni con l'esterno
Rischi geofisici		
Rischi di transizione		

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

**Tabella 2.2: Elenco rischi di sostenibilità – Emittenti Governativi**

ELENCO RISCHI DI SOSTENIBILITÀ – EMITTENTI GOVERNATIVI		
RISCHI CLIMATICI E AMBIENTALI	RISCHI SOCIALI	RISCHI DI GOVERNANCE
Risorse naturali	Capitale umano	Istituzioni
Clima e ambiente	Ambiente economico	Diritti

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

### 2.2.1. Rischi climatici: emittenti societari

I rischi climatici sono strettamente legati al cambiamento climatico e agli effetti che esso comporta, come l'aumento delle temperature e la maggiore frequenza di eventi meteorologici estremi. Tali fenomeni possono avere impatti più o meno significativi sulle infrastrutture, sulle aziende e sui relativi investimenti.

Ai fini del presente documento, in linea con la classificazione adottata dalla Banca Centrale Europea, i rischi climatici vengono classificati in due categorie:

- (i) rischi climatici acuti;
- (ii) rischi climatici cronici.

La prassi di mercato include nei rischi climatici anche i rischi di transizione, i quali però vengono analizzati separatamente, poiché applicabili anche ai rischi ambientali e geofisici.

I rischi climatici acuti derivano da fenomeni fisici estremi che si manifestano improvvisamente causando impatti immediati. Anche eventi naturali a bassa probabilità possono generare danni significativi sui territori colpiti e sulle entità economiche che vi operano, portando a gravi danni a beni e infrastrutture, nonché prolungate interruzioni dell'attività economica.

Tra i principali rischi fisici acuti rientrano:

- ondate di calore;
- siccità;
- ondate di gelo e nevicate eccezionali;
- incendi;
- alluvioni;
- temporali convettivi, uragani, tifoni e cicloni tropicali;
- frane e valanghe.

Le ondate di calore rappresentano una delle manifestazioni più evidenti dei cambiamenti climatici. Si tratta di periodi più o meno prolungati con temperature eccezionalmente elevate, oltre i livelli medi stagionali, in una determinata area. A causa del riscaldamento globale, questi eventi stanno diventando sempre più frequenti, intensi e duraturi, con conseguenze rilevanti come il danneggiamento delle colture, la riduzione della disponibilità di acqua e l'aumento di incendi boschivi. Possono anche causare un aumento della domanda di energia per il raffreddamento, sovraccaricando le reti elettriche.

Fattore di rischio legato ai cambiamenti climatici è anche la siccità, che caratterizza quei periodi in cui vi è carenza di precipitazioni in modo significativamente inferiore alla media con conseguente riduzione delle riserve d'acqua disponibile per l'uso umano, agricolo e ambientale.

All'opposto delle ondate di calore, sono presenti le ondate di gelo e nevicate eccezionali, periodi più o meno prolungati con temperature eccezionalmente basse, oltre i livelli medi stagionali. Tali condizioni di freddo estremo conducono a effetti sull'agricoltura, sull'allevamento e a rischi per le infrastrutture.

Tra gli altri rischi climatici fisici acuti figurano gli incendi, eventi distruttivi caratterizzati dalla combustione incontrollata di materiali infiammabili, che può verificarsi in ambienti naturali, urbani o industriali. Gli effetti possono ricadere su persone, proprietà, aziende e infrastrutture, causando costi significativi dal punto di vista aziendale per interruzione della produzione e danneggiamento delle catene di approvvigionamento. Le aziende che dipendono dalle risorse naturali (come l'agricoltura, il legname e il turismo) sono particolarmente soggette a tale tipologia di rischio. La gestione efficiente di questi rischi può migliorare la resilienza e la sostenibilità a lungo termine, mentre l'inefficienza può portare a seri danni reputazionali e perdite economiche.

Per quanto riguarda le alluvioni, si tratta di eventi atmosferici estremi che si verificano improvvisamente quando grandi quantità di acqua, dovute a forti piogge, scioglimento della neve, o eventi come uragani e tempeste, superano la capacità di drenaggio del suolo e dei corsi d'acqua. Tali eventi, provocando l'inondazione di terreni e aree urbane, possono causare ingenti danni economici, colpendo infrastrutture critiche, proprietà e attività economiche interrompendo le operazioni aziendali e le catene di approvvigionamento, danneggiando i settori coinvolti.

I temporali convettivi, gli uragani, tifoni e i cicloni tropicali rappresentano un'ulteriore categoria di rischi climatici fisici acuti che richiede strategie efficaci di gestione del rischio e adattamento. I primi, caratterizzati da manifestazioni improvvise e difficili da prevedere, aumentano l'esposizione delle aziende a rischi operativi e finanziari, mentre il secondo gruppo, caratterizzato da venti estremamente forti, piogge torrenziali e mareggiate, può causare devastazione su larga scala, con impatti estesi su ampie aree geografiche, colpendo aziende e infrastrutture e determinando interruzioni delle attività aziendali, soprattutto in ambito logistico e dei trasporti.

I rischi climatici cronici sono determinati da eventi fisici che si manifestano progressivamente, non hanno un impatto immediato ma possono causare danni significativi accumulandosi nel tempo.

Tra i principali rischi fisici cronici si annoverano:

- variazione delle temperature medie;
- variazione delle disponibilità idriche;
- innalzamento del livello del mare;
- modifica d'uso del territorio;
- perdita di biodiversità.

L'aumento delle temperature medie globali comporta un progressivo incremento della temperatura media della superficie terrestre e degli oceani, osservato su scala globale negli ultimi decenni. Il fenomeno è principalmente causato dall'accumulo di alcuni gas nell'atmosfera (principalmente anidride carbonica e metano), i quali, trattenendo il calore proveniente dal sole, determinano un aumento delle temperature medie.

Questo lento surriscaldamento globale ha conseguenze su ampia scala. L'incremento delle temperature di terra e mare causa soprattutto lo scioglimento dei ghiacci e la fusione delle calotte polari, contribuendo all'innalzamento del livello degli oceani e al loro riscaldamento. Questi cambiamenti influenzano la circolazione delle correnti marine e hanno un impatto sugli ecosistemi acquatici.

Per quanto riguarda la variazione delle disponibilità idriche, ci si riferisce ai cambiamenti in termini di quantità, qualità e distribuzione dell'acqua disponibile per usi umani, industriali e agricoli. Queste variazioni possono derivare da diversi fattori. Il cambiamento climatico, infatti, modifica la distribuzione e l'intensità delle precipitazioni, causando periodi di siccità in alcune aree e aumento delle precipitazioni in altre, con relativi problemi di scarsità o eccesso d'acqua.

In aggiunta, il rapido scioglimento dei ghiacciai influisce sulla riduzione della disponibilità di acqua nei fiumi e nei laghi che dipendono dal loro apporto, specialmente nei periodi estivi. Non da meno, l'aumento della domanda di acqua, legato alla progressiva crescita demografica e all'espansione delle attività agricole e industriali, aumenta la richiesta di risorse idriche, mettendo sotto pressione le riserve d'acqua disponibili. Da considerare anche l'inquinamento e la possibile contaminazione delle

falde acquifere che possono compromettere la qualità dell'acqua, rendendola inadatta per l'uso umano e per gli ecosistemi.

Per quanto concerne invece la modifica d'uso del territorio, si fa riferimento ai cambiamenti nelle modalità di utilizzo del suolo e nelle pratiche di gestione del territorio, che possono avvenire a causa di attività umane (urbanizzazione, deforestazione, ecc.) o da fenomeni naturali. Questo fenomeno può avere un impatto significativo sugli ecosistemi, sulla biodiversità e sulla sostenibilità ambientale, rendendo necessarie politiche e pratiche di gestione del territorio che considerino l'equilibrio tra sviluppo umano, impatti naturali climatici e conservazione dell'ambiente. Non di rado, infatti, i cambiamenti climatici portano a modifiche dei territori (dovute ad esempio a erosione, salinizzazione, acidificazione o desertificazione) per i quali è necessaria una riconversione naturale in quanto viene meno l'idoneità per determinati usi. Si rende quindi necessario modificare la destinazione d'uso in base alle nuove condizioni climatiche impattando sulla produttività agricola e danneggiando gli ecosistemi, nonché incidendo in modo considerevole sulla biodiversità.

Di conseguenza, i rischi climatici (acuti e cronici) possono avere implicazioni finanziarie per le organizzazioni, provocando danni diretti alle risorse e impatti indiretti dovuti a interruzioni nella catena di approvvigionamento. Le prestazioni finanziarie delle organizzazioni possono anche essere influenzate da cambiamenti nella disponibilità, approvvigionamento e qualità dell'acqua; dalla sicurezza alimentare; e dai cambiamenti estremi delle temperature, che incidono sulle sedi operative, le attività, la catena di approvvigionamento, le esigenze di trasporto e la sicurezza dei dipendenti.

Al fine di meglio visualizzare quanto esposto, la seguente Tabella 2.3 elenca i rischi climatici societari acuti e cronici descritti.

**Tabella 2.3: Elenco rischi climatici – Emittenti Societari**

ELENCO RISCHI CLIMATICI – EMITTENTI SOCIETARI	
ACUTI	CRONICI
Ondate di calore	Variazione delle temperature medie
Siccità	Variazione delle disponibilità idriche
Ondate di gelo e nevicate eccezionali	Innalzamento del livello del mare
Incendi	Modifica d'uso del territorio

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

### 2.2.2. Rischi ambientali: emittenti societari

Questa categoria di rischi include tutte le situazioni strettamente legate all'attività umana, il cui impatto sull'ambiente circostante non è riconducibile ai rischi climatici.

Tra i rischi ambientali più rilevanti si segnala, anche sulla base di fonti e standard internazionali<sup>58</sup>:

- inquinamento delle acque (ad esempio, microplastiche negli oceani);
- inquinamento atmosferico (ad esempio, smog e inquinamento urbano);
- inquinamento del suolo;
- inquinamento acustico e luminoso;
- inquinamento elettromagnetico;
- rifiuti tossici e/o pericolosi (ad esempio rifiuti chimici, elettronici, radioattivi);
- deforestazione.

Le attività agricole, industriali e urbane possono contaminare le acque di fiumi, laghi, oceani e falde acquifere con sostanze chimiche, metalli pesanti, fertilizzanti, pesticidi e rifiuti tossici. L'inquinamento idrico compromette direttamente la qualità dell'acqua potabile, danneggia gli ecosistemi acquatici e mette a rischio l'utilizzo sicuro di tale risorsa.

Le emissioni di sostanze inquinanti provenienti da veicoli, industrie e impianti di produzione energetica possono deteriorare la qualità dell'aria.

Le pratiche agricole intensive, l'uso eccessivo di pesticidi e fertilizzanti causano l'inquinamento, all'erosione del suolo, la desertificazione e la perdita di fertilità del terreno. Il degrado del suolo riduce la capacità di sostenere l'agricoltura e la produzione alimentare, compromettendo oltretutto la sicurezza alimentare globale.

L'inquinamento elettromagnetico, o elettrosmog, deriva dall'esposizione a campi elettromagnetici generati da sorgenti artificiali come antenne per telecomunicazioni, linee elettriche, dispositivi elettronici e reti wireless. Questo tipo di inquinamento è un rischio ambientale relativamente nuovo, che, pur essendo meno visibile rispetto ad altri tipi, può avere implicazioni significative.

Le attività industriali, i trasporti e le aree urbane generano inquinamento acustico e luminoso, che può avere un impatto su diversi contesti.

Le attività umane possono rilasciare sostanze tossiche o nocive nell'ambiente, come rifiuti chimici, elettronici o radioattivi. I rifiuti industriali pericolosi, se non smaltiti correttamente, possono contaminare il suolo, le acque e l'aria.

La deforestazione, praticata principalmente per scopi agricoli, urbanistici e industriali, riduce la superficie delle foreste, comportando la perdita di biodiversità e riducendo la resilienza degli ecosistemi rispetto ai cambiamenti climatici e agli eventi naturali estremi.

In generale, questa tipologia di rischio ha un impatto economico tendenzialmente significativo, poiché con alta probabilità può influenzare i costi aziendali, la produttività, i mercati finanziari e la crescita economica in generale.

---

<sup>58</sup> Banca Centrale Europea (ECB), 2020, novembre, "Guide on climate-related and environmental risks".  
Banca Centrale Europea (ECB), 2022, novembre, "Good practices for climate-related and environmental Risk Management".  
Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (BCBS), 2021, aprile, "Climate-related risk drivers and their transmission channels".  
Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), 2022, "Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures".  
Organizzazione Internazionale delle Commissioni sui Titoli (IOSCO), 2021, "Report on Sustainability-related Issuer Disclosures Final Report".  
Green Real Estate Sustainability Benchmark, 2023, "Green Real Estate Sustainability Benchmark".

### **2.2.3. Rischi geofisici: emittenti societari**

I rischi geofisici si riferiscono ai pericoli legati ai processi geologici e fisici naturali che avvengono all'interno o sulla superficie della Terra. Questi rischi non sono causati né generalmente influenzati dall'attività umana o dai cambiamenti climatici, ma derivano da fenomeni naturali della crosta terrestre o dell'atmosfera. Tra i principali rischi geofisici si annoverano:

- terremoti;
- maremoti;
- eruzioni vulcaniche.

Nel caso dei terremoti, si tratta di scosse sismiche che si originano da un punto più o meno profondo della crosta terrestre, a seguito di fenomeni di natura tettonica, generando un movimento vibratorio che interessa una zona più o meno estesa della superficie terrestre.

I maremoti, invece, sono fenomeni fisici causati da movimenti tellurici sottomarini che generano onde nei mari e negli oceani, con impatti soprattutto sulle coste.

Per eruzione vulcanica si intende la fuoriuscita di magma dalla superficie terrestre, che, una volta eruttato, diventa lava, insieme ad altri materiali gassosi provenienti dal mantello o dalla crosta terrestre.

Il verificarsi di tali eventi può provocare gravi impatti socioeconomici e ambientali su comunità e infrastrutture, con interruzioni delle attività economiche e conseguenze negative per le società direttamente coinvolte. La gestione di questi rischi richiede la valutazione della vulnerabilità delle aree esposte e l'implementazione di misure di mitigazione, come la pianificazione urbanistica e l'adozione di standard di costruzione antisismici.

### **2.2.4. Rischi di transizione: emittenti societari**

Il rischio di transizione deriva dal passaggio a nuovi sistemi di produzione e consumo delle risorse che permettano di ridurre i rischi climatici, ambientali e geofisici. Le stesse politiche di contrasto a tali rischi possono, quindi, rappresentare una fonte di rischio, in particolare se non pianificate e incoerenti. Variazioni repentine o inattese di tali politiche possono cogliere impreparate le imprese operanti nei settori economici più esposti, con potenziali ripercussioni sulla loro attività e su quella dei soggetti ad esse collegati.

Un esempio di rischio di transizione può essere rappresentato da un'azienda operante nel settore energetico, la quale potrebbe essere esposta a numerosi cambiamenti normativi, tecnologici, di mercato e reputazionali che riducono la competitività dei combustibili fossili rispetto alle fonti rinnovabili. Questi cambiamenti potrebbero ridurre la domanda, il prezzo e il valore degli asset aziendali, nonché aumentare i costi di adeguamento e le passività legali. Un esempio recente è la decisione dell'Unione Europea di aumentare gli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra al 55% entro il 2030, che implica una maggiore transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio (Regolamento (UE) 2021/1119, noto come European Climate Law, entrato in vigore il 9 luglio 2021).

I principali componenti del rischio di transizione sono:

- rischio legato a policy e normative;
- rischio tecnologico;
- sentiment di mercato.

Il rischio legato a policy e normative riguarda i cambiamenti nelle leggi, nei regolamenti e nelle politiche governative volte a incentivare la sostenibilità. Le nuove normative ambientali, come le tasse sul carbonio o le normative sul controllo e riduzione delle emissioni, possono aumentare i costi operativi delle aziende e influenzare la loro redditività.

Infatti, con l'evoluzione delle normative ambientali, i governi di tutto il mondo stanno implementando normative sempre più rigorose e ambiziose per ridurre le emissioni di gas serra e mitigare i cambiamenti climatici. Queste normative possono includere restrizioni sulle emissioni di CO<sub>2</sub>, nuovi standard di efficienza energetica, limiti all'uso di risorse naturali e requisiti per la gestione dei rifiuti, nonché limitazioni all'uso di fonti fossili. Le aziende che operano in settori ad alta intensità di carbonio, come il settore energetico, i trasporti e la produzione manifatturiera, possono essere particolarmente vulnerabili a cambiamenti. Ad esempio, le normative che impongono limiti più severi sulle emissioni possono richiedere investimenti significativi in tecnologie di controllo delle emissioni o in processi produttivi alternativi

Inoltre, le politiche fiscali e le iniziative di prezzo sul carbonio mirano a incentivare la riduzione delle emissioni attraverso meccanismi di mercato. Le tasse sul carbonio, ad esempio, impongono un costo aggiuntivo per ogni tonnellata di CO<sub>2</sub> emessa, spingendo le aziende a ridurre le loro emissioni per evitare costi elevati. I sistemi di scambio delle emissioni, invece, stabiliscono un limite massimo (cap) alle emissioni totali e consentono alle aziende di acquistare e vendere permessi di emissione. Questi meccanismi possono avere un impatto significativo sui costi operativi delle aziende e richiedere una gestione attiva del portafoglio di emissioni.

Altrettanto rilevante è l'introduzione di incentivi e sussidi per l'energia rinnovabile da parte dei governi, come forme di supporto per promuovere l'adozione di energie rinnovabili. Queste politiche possono comprendere crediti d'imposta per gli investimenti in tecnologie verdi, tariffe incentivanti per l'energia prodotta da fonti rinnovabili e finanziamenti agevolati per progetti di efficienza energetica. Le aziende in grado di sfruttare questi incentivi possono beneficiare di costi energetici ridotti e migliorare la loro competitività sul mercato.

Infine, i rischi politici e geopolitici possono influenzare l'implementazione delle politiche ambientali. Ad esempio, cambiamenti nei governi o nelle priorità politiche possono portare a modifiche improvvise nelle normative ambientali. Inoltre, le politiche di sostenibilità possono essere influenzate da accordi internazionali, come l'Accordo di Parigi sul clima, che richiedono la cooperazione tra diversi Paesi per affrontare il cambiamento climatico.

Oltre alle politiche connesse ai cambiamenti climatici, esistono anche normative che riguardano i rischi ambientali (come le normative sullo smaltimento dei rifiuti) o geofisici (come quelle sui requisiti antisismici degli edifici) che possono impattare le aziende.

Per quanto attiene al rischio tecnologico, l'innovazione in questo ambito può creare rischi per le aziende che non riescono a adattarsi rapidamente. Tuttavia, la transizione tecnologica verso un'economia a basse emissioni di carbonio o con migliori standard ambientali potrebbe anche presentare opportunità di crescita non ancora sfruttati dagli investitori. Guardando al futuro, ci saranno aziende che potranno emergere come future innovatrici e sfruttare opportunità di crescita

attraverso lo sviluppo di nuove tecnologie. Un esempio di rischio tecnologico riguarda il passaggio a fonti di energia rinnovabile o l'adozione di nuove tecnologie a basse emissioni, che potrebbero rendere obsolete le tecnologie esistenti, obbligando le aziende a investire in costosi aggiornamenti in ricerca e sviluppo o rischiando di perdere competitività in caso di mancato adattamento. Le aziende che dipendono da tecnologie obsolete potrebbero affrontare costi elevati per aggiornare o sostituire le proprie infrastrutture, rischiando inoltre di perdere quote di mercato a favore di concorrenti più innovativi e al passo con la tecnologia. Per rimanere competitive e appetibili in un mercato in rapida evoluzione, le aziende devono effettuare continui investimenti in ricerca, sviluppo e innovazione. Questo può includere lo sviluppo di nuove tecnologie per ridurre le emissioni, migliorare l'efficienza energetica o utilizzare risorse rinnovabili. Sebbene gli investimenti in ricerca e sviluppo possano comportare costi significativi, sono essenziali per restare all'avanguardia e sfruttare le opportunità offerte dalle nuove tecnologie.

All'interno delle società, l'adozione di nuove tecnologie può richiedere cambiamenti significativi nei processi aziendali e nelle competenze del personale. Le aziende devono essere in grado di integrare efficacemente le nuove tecnologie nei loro modelli operativi, il che può comportare sfide nella gestione del cambiamento, nell'adattamento e nella formazione del personale.

Con l'aumento dell'adozione di tecnologie digitali e di automazione, le aziende devono affrontare anche nuovi rischi legati alla cybersecurity e alla resilienza dei sistemi tecnologici. Gli attacchi informatici possono compromettere la continuità operativa, causare perdite finanziarie e danneggiare la reputazione aziendale. È quindi fondamentale che le aziende implementino misure di sicurezza robuste e piani di gestione delle crisi per mitigare questi rischi.

La terza componente del rischio di transizione è legata al sentiment di mercato. La percezione dei consumatori e degli investitori riguardo alla sostenibilità climatica e ambientale può influenzare in modo significativo le operazioni e le scelte aziendali. Le preferenze infatti stanno evolvendo, grazie anche a una crescente consapevolezza ambientale che spinge verso prodotti e servizi più sostenibili. Di conseguenza, le aziende devono adattare le proprie strategie di elaborazione prodotto, marketing e branding per rispondere a queste nuove aspettative ed esigenze. Le pressioni degli stakeholder costituiscono un altro elemento fondamentale. Gli investitori sono sempre più attenti ai rischi climatici e ambientali, optando per investimenti in aziende che dimostrano un forte impegno per la sostenibilità. Infine, la reputazione aziendale è strettamente legata alla responsabilità sociale d'impresa (Corporate Social Responsibility - CSR). Le aziende che non adottano pratiche sostenibili rischiano di subire danni reputazionali, compromettendo la loro posizione di mercato. Inoltre, campagne di sensibilizzazione e boicottaggi possono aggravare ulteriormente la reputazione e le vendite delle aziende ritenute non eco-sostenibili.

Al fine di meglio visualizzare quanto esposto, la seguente Tabella 2.4 elenca i rischi climatici e ambientali societari sopra descritti.

**Tabella 2.4: Elenco di sintesi rischi climatici e ambientali – Emittenti Societari**

ELENCO DI SINTESI RISCHI CLIMATICI E AMBIENTALI – EMITTENTI SOCIETARI				
RISCHI CLIMATICI ACUTI	RISCHI CLIMATICI CRONICI	RISCHI AMBIENTALI	RISCHI GEOFISICI	RISCHI DI TRANSIZIONE
Ondate di calore	Variazione delle temperature medie	Inquinamento delle acque	Terremoti	Policy e normative
Siccità	Variazione delle disponibilità idriche	Inquinamento atmosferico	Maremoti	Tecnologia
Ondate di gelo e nevicate eccezionali	Innalzamento del livello del mare	Inquinamento del suolo	Eruzioni vulcaniche	Sentimento di mercato
Incendi	Modifica d'uso del territorio	Inquinamento acustico		
Alluvioni	Perdita di biodiversità	Inquinamento elettromagnetico		
Temporalità connettivi, uragani, tifoni e cicloni tropicali		Rifiuti tossici e/o pericolosi		
Frane e valanghe		Deforestazione		

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

### 2.2.5. Rischi climatici e ambientali: emittenti governativi

Per quanto riguarda l'ambito governativo, i rischi climatici e ambientale possono essere classificati in due macro-categorie:

- rischi connessi alle risorse naturali;
- rischi connessi al clima e all'ambiente.

I governi sono più o meno soggetti ai rischi climatici e ambientali principalmente in base alla disponibilità delle risorse naturali. I rischi aumentano quando le risorse naturali sono scarse, poiché gli eventi legati a cambiamenti climatici, a danni ambientali e ad eventi geofisici riducono ulteriormente le risorse già scarse.

I governi hanno inoltre il compito fondamentale di gestire la disponibilità delle risorse naturali e promuoverne l'uso sostenibile attraverso politiche e strategie volte a garantire la conservazione degli ecosistemi, l'efficienza la riduzione degli impatti ambientali mediante una pianificazione e gestione integrata delle risorse. Tra gli obiettivi primari dei governi deve esserci, infatti, l'attenzione all'accesso alle risorse disponibili e al loro utilizzo oculato, in modo da garantirne la disponibilità a lungo termine e prevenire il loro degrado o esaurimento precoce. I governi possono stabilire normative e regolamenti per limitare l'uso eccessivo delle risorse e controllare l'inquinamento. Esempi includono

il controllo delle emissioni di gas serra, la protezione delle riserve d'acqua, le normative sulla pesca e le restrizioni sull'uso di pesticidi e fertilizzanti in agricoltura. Inoltre, i governi possono incentivare imprese e cittadini a utilizzare le risorse in modo più efficiente, attraverso sussidi per le tecnologie verdi, agevolazioni fiscali per le aziende che adottano pratiche sostenibili e tasse ambientali su attività che causano danni significativi. È possibile anche promuovere modelli di produzione e consumo che riducono al minimo i rifiuti e incentivano il riuso e il riciclo dei materiali, contribuendo così a diminuire la domanda di risorse naturali e ridurre la pressione sugli ecosistemi.

Un altro punto chiave in ottica governativa è la vulnerabilità climatica e ambientale, che indica il grado di esposizione agli impatti negativi dei cambiamenti climatici. Questa vulnerabilità varia a seconda della posizione geografica, delle condizioni economiche e delle infrastrutture disponibili. Le aree costiere, ad esempio, sono più vulnerabili all'innalzamento del livello del mare, mentre le zone desertiche sono maggiormente suscettibili a periodi prolungati di siccità. La vulnerabilità è spesso maggiore per i Paesi in via di sviluppo, che più frequentemente mancano delle risorse necessarie per adattarsi in modo efficace. I governi dovrebbero quindi condurre valutazioni di vulnerabilità e rischio al fine di sviluppare piani di adattamento ai cambiamenti climatici, che possano includere la costruzione di infrastrutture più resistenti e idonee e l'adozione di misure che rafforzino la capacità di risposta delle aree più esposte.

I governi sono infine direttamente coinvolti nella gestione dei cambiamenti climatici come attori primari responsabili dell'elaborazione di politiche, dell'implementazione di azioni e della realizzazione di strategie per mitigare e adattarsi ai cambiamenti climatici. L'intento deve essere mirato a migliorare la resilienza interna e, grazie alla cooperazione internazionale, affrontare le sfide ambientali globali. La creazione e la successiva attuazione di strategie di mitigazione su larga scala, come l'Accordo di Parigi (formalmente noto come "Paris Agreement", adottato il 12 dicembre 2015 durante la 21ª Conferenza delle Parti (COP21) della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici), svolgono un ruolo cruciale nel bilanciare le esigenze immediate di risorse con la necessità di tutela a lungo termine.

Al fine di meglio visualizzare quanto esposto, la seguente Tabella 2.5 elenca i rischi climatici e ambientali degli emittenti governativi descritti.

**Tabella 2.5: Elenco di sintesi rischi climatici e ambientali – Emittenti Governativi**

ELENCO DI SINTESI RISCHI CLIMATICI E AMBIENTALI – EMITTENTI GOVERNATIVI	
RISORSE NATURALI	CLIMA E AMBIENTE
Disponibilità di risorse naturali	Vulnerabilità climatiche e ambientali
Utilizzo sostenibile delle risorse naturali	Gestione dei cambiamenti climatici

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

## 2.2.6. Rischi sociali

I rischi sociali comprendono quei fattori, eventi e condizioni legati alla sfera sociale che possono influenzare la performance di un investimento, di un'azienda o di un intero settore, alla luce della crescente attenzione posta su di essi da parte di investitori e consumatori.

Per facilitare l'analisi dei rischi sociali, è innanzi tutto opportuno separare l'analisi a seconda della natura dell'emittente: societario o governativo.

Relativamente agli emittenti di natura societaria, è utile suddividerli ulteriormente in categorie distinte, pur riconoscendo la loro intrinseca interconnessione. Una classificazione particolarmente significativa, emersa dall'esperienza nel campo del risparmio gestito, è quella basata sugli stakeholder interessati, suddivisi in:

- rischi connessi alla responsabilità verso i collaboratori;
- rischi connessi alla responsabilità verso ai clienti;
- rischi connessi alla responsabilità verso alla collettività.

Per quanto riguarda i rischi connessi alla responsabilità verso i collaboratori, tale responsabilità rappresenta un aspetto di crescente importanza nell'ambito della sana e prudente gestione di un'azienda. Non si tratta solo di un obbligo etico, ma comporta anche numerosi vantaggi per l'impresa stessa. Gli investitori, sensibili a questi fattori, possono contribuire a promuovere cambiamenti positivi nel mondo del lavoro, con ricadute favorevoli sull'intera società. Questa responsabilità può manifestarsi in diversi ambiti:

- **Salute e sicurezza dei lavoratori:** elementi fondamentali della responsabilità sociale d'impresa, essenziali per le decisioni di investimento, in quanto:
  - garantire un ambiente di lavoro sicuro e salubre è un fattore chiave per la sostenibilità a lungo termine dell'impresa, oltre che un dovere etico e sociale;
  - investire in aziende che promuovono la salute e la sicurezza dei lavoratori è una scelta strategica che permette di ridurre i rischi di incidenti, infortuni, malattie professionali, con un conseguente abbattimento dei costi aziendali;
  - aziende caratterizzate da ambienti di lavoro sicuri tendono ad avere una maggiore produttività e un minor tasso di assenteismo, elementi che si traducono in una performance più solida e sostenibile nel lungo periodo;
- **Remunerazioni adeguate:** un sistema di retribuzione allineato ai salari medi di mercato per ruoli e competenze simili, meritocratico, basato su criteri misurabili e oggettivi come competenze, responsabilità, risultati e sostenibile nel lungo periodo per l'azienda;
- **Formazione e sviluppo del personale:** insieme di iniziative volte ad aumentare le competenze dei dipendenti, promuovere la crescita professionale e sostenere la cultura aziendale, trasmettendo i valori e i principi dell'azienda, inclusa la sostenibilità;
- **Equilibrio vita privata - lavoro:** capacità di bilanciare le esigenze lavorative con quelle personali e familiari. Un buon equilibrio vita-lavoro contribuisce a una maggiore motivazione, produttività e soddisfazione, oltre a migliorare la salute mentale e fisica dei dipendenti. Ciò si traduce in un minor tasso di assenteismo e turnover. Le aziende che promuovono tale equilibrio sono percepite come più attrattive e godono di una migliore reputazione tra i dipendenti, i clienti e gli investitori;

- **Protezione dei diritti dei lavoratori:** insieme di misure adottate dall'azienda per assicurare il pieno rispetto dei diritti fondamentali dei propri dipendenti. Questi aspetti rappresentano un indicatore significativo della qualità della gestione aziendale e un pilastro della responsabilità sociale d'impresa, includendo:
  - libertà di associazione e relazioni sindacali (riconoscere il diritto di riunirsi per perseguire obiettivi comuni);
  - contrattazione collettiva (formare sindacati e negoziare collettivamente);
  - standard lavorativi (garantire condizioni di lavoro sicure e salutarie, orari di lavoro ragionevoli, retribuzioni adeguate e pari opportunità);
  - rispetto dei diritti umani;
- **Diversità e pari opportunità del personale:** impegno a costruire un ambiente di lavoro equo e inclusivo, promuovendo una cultura aziendale basata sul merito e sul rispetto delle diversità. Tutti i dipendenti, indipendentemente dalle proprie caratteristiche personali (età, sesso, etnia, religione, orientamento sessuale, disabilità), devono avere le stesse opportunità di crescita e sviluppo professionale. Un ambiente di lavoro inclusivo è più attrattivo per i talenti, che sono sempre più alla ricerca di società che condividono i loro valori. Aziende che promuovono questi principi e adottano misure contro la violenza, molestie e discriminazione sul lavoro migliorano la propria reputazione tra dipendenti, clienti e investitori.

Per quanto riguarda i rischi connessi alla responsabilità verso i clienti, le scelte di consumo sono sempre più influenzate da valori etici e sostenibili. Relazioni solide e durature con i clienti, basate su fiducia, trasparenza e rispetto, non solo generano benefici economici, ma contribuiscono anche a creare un futuro più sostenibile. In questo ambito, la responsabilità sociale si manifesta nei seguenti aspetti:

- **Qualità e sicurezza dei prodotti:** sono elementi essenziali per la reputazione aziendale, la competitività e la fiducia dei consumatori; la mancata attenzione a tali elementi può comportare rischi per la salute dei consumatori, controversie legali e sanzioni da parte della autorità di controllo;
- **Informazioni e trasparenza dei prodotti:** i consumatori devono essere informati in modo chiaro e accurato sulle caratteristiche dei prodotti o servizi acquistati, sui potenziali rischi e sulle implicazioni ambientali, sociali e di governance. Fornire informazioni chiare, complete e di qualità consente agli stakeholder di prendere decisioni consapevoli e sostenibili;
- **Pratiche commerciali responsabili:** insieme di comportamenti e azioni per operare in modo etico, responsabile e sostenibile. Le pratiche commerciali delle aziende devono ispirarsi al principio della non discriminazione, garantendo un trattamento equo per tutti i clienti, anche in termini di accesso a prodotti, servizi e informazioni, indipendentemente dalle loro caratteristiche personali;
- **Protezione e riservatezza dei dati dei clienti:** soprattutto in alcuni settori di attività economica, quale quello finanziario, la fornitura di servizi è collegata alla necessità dei clienti di fornire molte informazioni di carattere personale, spesso di tipo sensibile; la protezione di tali informazioni da possibili attacchi interni ed esterni è fondamentale per costruire e mantenere relazioni di fiducia solide con i propri clienti.

Per quanto riguarda i rischi connessi alla responsabilità verso la collettività, le attività aziendali possono avere un impatto significativo sulla stessa, talvolta con conseguenze di vasta portata come lo sviluppo economico squilibrato, l'aumento delle diseguaglianze sociali, e tensioni che possono

sfociare in conflitti e instabilità politica. Le economie basate sullo sfruttamento del lavoro tendono a essere meno sostenibili nel lungo periodo, con ripercussioni sulla salute pubblica come malattie professionali, infortuni sul lavoro e patologie legate all'inquinamento. In questo contesto, la responsabilità sociale si estende a vari ambiti:

- **Condizioni di lavoro della catena di fornitura:** spesso caratterizzata da una complessa rete di fornitori e subfornitori, la catena di fornitura presenta significativi rischi per la collettività. Solo attraverso trasparenza, responsabilità e collaborazione si possono garantire condizioni di lavoro dignitose e uno sviluppo sostenibile. I principali rischi e responsabilità includono:
  - condizioni di lavoro: occupazione sicura, salari adeguati, dialogo sociale, libertà di associazione, orari di lavoro ragionevoli, equilibrio tra vita privata e professionale;
  - parità di trattamento e opportunità: uguaglianza di genere e di retribuzione, inclusione delle persone con disabilità, misure contro la violenza sul luogo di lavoro;
  - diritti connessi al lavoro: lavoro minorile, lavoro forzato, alloggi e servizi adeguati;
- **Relazioni con la collettività:** in un contesto sociale ed economico in rapida evoluzione, investire in relazioni solide e trasparenti con comunità locali, associazioni e gruppi di interesse è cruciale per costruire una reputazione positiva e rafforzare la “licenza sociale” dell’azienda a operare. I principali rischi e responsabilità riguardano:
  - conflitti per l’uso di risorse: competizione tra governi, aziende e comunità per risorse limitate (acqua, terra, energia, minerali) che può innescare tensioni sociali, economiche e politiche;
  - progetti industriali invasivi: iniziative su larga scala (come grandi infrastrutture, centrali elettriche, oleodotti, miniere) che possono impattare negativamente sull’ambiente e sulle comunità locali;
  - espropriazione delle terre senza compensazione: sottrazione di terreni privati, spesso appartenenti a piccoli proprietari o comunità indigene, senza adeguato risarcimento economico o alternative abitative; questo espone le aziende coinvolte a rischi reputazionali, legali, boicottaggi e campagne di disinvestimento;
  - rilocalizzazione forzata delle comunità indigene: questa pratica, condotta senza il consenso libero della comunità, è spesso legata a grandi progetti industriali o di sfruttamento delle risorse naturali, con impatti come perdita dell’identità culturale, conflitti sociali, violenza e degrado: è fondamentale rispettare i diritti delle comunità indigene e garantire la loro partecipazione ai processi decisionali;
- **Sviluppo della comunità:** il mancato coinvolgimento attivo delle aziende nelle comunità e l’assenza di progetti di riqualificazione possono avere impatti negativi sulla qualità della vita, la coesione sociale e lo sviluppo del territoriale. I principali rischi e responsabilità includono:
  - perdita del senso di appartenenza;
  - isolamento sociale;
  - disinteresse per il bene comune;
- **Educazione:** sebbene l’educazione della popolazione sia uno dei compiti fondamentali dello Stato, le aziende possono contribuire a formare la comunità sull’uso sostenibile dei loro prodotti e servizi e più in generale, contribuire ad incrementare la conoscenza negli ambiti di loro competenza; ciò comporta benefici diretti alla collettività, ma anche benefici indiretti alle aziende stesse in termini di immagine aziendale e minori contenziosi.

Al fine di meglio visualizzare quanto esposto, la seguente Tabella 2.6 elenca i rischi sociali degli emittenti societari descritti.

**Tabella 2.6: Elenco di sintesi rischi sociali – Emittenti Societari**

RISCHI SOCIALI		
RESPONSABILITÀ VERSO I COLLABORATORI	RESPONSABILITÀ VERSO I CLIENTI	RESPONSABILITÀ VERSO LA COLLETTIVITÀ
Salute e sicurezza dei lavoratori	Qualità e sicurezza dei prodotti	Condizioni di lavoro della catena di fornitura
Remunerazioni adeguate	Informazioni e trasparenza dei prodotti	Relazioni con la collettività
Formazione e sviluppo del personale	Pratiche commerciali responsabili	Sviluppo della comunità
Equilibrio vita privata - lavoro	Protezione e riservatezza dei dati dei clienti	Educazione
Protezione dei diritti dei lavoratori		
Diversità e pari opportunità del personale		

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

Relativamente agli emittenti di natura governativa, lo Stato, in quanto entità sovrana, svolge un ruolo fondamentale nel promuovere lo sviluppo sociale sostenibile attraverso politiche economiche, sociali e ambientali che favoriscano equità, inclusione e sviluppo sostenibile. La responsabilità sociale di uno Stato non è solo un obbligo morale, ma rappresenta anche un investimento a lungo termine. Un Paese che assicura il benessere dei propri cittadini risulta infatti più stabile, coeso e attrattivo per gli investimenti.

Tali rischi e responsabilità possono essere ulteriormente suddivisi in due categorie distinte:

- rischi connessi al capitale umano;
- rischi connessi all'ambiente economico.

Per quanto riguarda i rischi connessi al capitale umano, lo Stato ha un ruolo cruciale nel creare le condizioni necessarie per lo sviluppo del capitale umano, utilizzando una vasta gamma di strumenti, quali politiche del lavoro, sanitarie, educative e sociali, per proteggere i cittadini dai rischi sociali. Le principali aree di intervento includono:

- **Soddisfacimento dei bisogni primari:** lo Stato ha la responsabilità sociale di garantire il benessere dei propri cittadini, in particolare per quanto riguarda l'accesso alle risorse essenziali per la sopravvivenza; tra gli obblighi rientrano:
  - alimentazione: assicurare l'accesso equo e sostenibile a cibo sano e nutriente;
  - acqua potabile: garantire la disponibilità di acqua pulita e sicura per uso domestico, agricolo e industriale;
  - istruzione: offrire un'istruzione di qualità a tutti i livelli, promuovendo l'apprendimento continuo e lo sviluppo delle competenze;

- alloggio: garantire un’abitazione adeguata e sicura per tutti;
- **Salute e benessere:** le politiche che investono nel sistema sanitario sono essenziali per garantire l’accesso alle cure a tutti i cittadini, migliorando così la loro salute e benessere; un elevato livello di istruzione e di salute favorisce la possibilità di ottenere un lavoro soddisfacente e di condurre una vita dignitosa;
- **Educazione:** investire nell’istruzione, dalla scuola dell’infanzia all’università, è cruciale per lo sviluppo del capitale umano; una forza lavoro altamente qualificata è fondamentale per sostenere la crescita economica di un Paese, favorendo produttività e innovazione;

Per quanto riguarda i rischi connessi all’ambiente economico, lo Stato deve attuare politiche che garantiscano equità sociale, crescita economica e stabilità finanziaria, al fine di contrastare i fattori che possono minacciare il benessere collettivo. Tali politiche attengono a:

- **Stabilità macroeconomica:** rappresenta un pilastro per uno sviluppo sostenibile a lungo termine. Un’economia stabile, caratterizzata da bassa inflazione, crea un ambiente favorevole per il benessere della collettività, aumentando la resilienza a shock economici e permettendo di affrontare le sfide sociali. Tuttavia, questa stabilità deve essere accompagnata da politiche sociali efficaci per garantire che i benefici della crescita economica siano equamente distribuiti;
- **Occupazione, reddito e diseguaglianze:** questi tre fattori sono interconnessi, infatti un’elevata disoccupazione può portare a una maggiore disuguaglianza di reddito, limitando l’accesso al lavoro e all’istruzione e perpetuando il ciclo della povertà. Contrastare questi fenomeni significa affrontare le cause profonde delle disuguaglianze e promuovere una società più equa e inclusiva. In particolare:
  - l’occupazione è un elemento importante per garantire la stabilità economica e sociale degli individui. Essa fornisce non solo un reddito, ma anche un senso di appartenenza e realizzazione personale. La disoccupazione, al contrario, può causare esclusione sociale, povertà e problemi di salute;
  - il reddito è strettamente legato all’occupazione e rappresenta la principale fonte di sostentamento. Un reddito adeguato consente di soddisfare i bisogni primari e di accedere a beni e servizi che migliorano la qualità della vita;
  - le diseguaglianze costituiscono un rilevante fattore di rischio sociale, poiché possono alimentare sentimenti di frustrazione e risentimento, favorendo una minor coesione sociale e una distribuzione iniqua delle risorse.

Al fine di meglio visualizzare quanto esposto, la seguente Tabella 2.7 elenca i rischi sociali degli emittenti governativi descritti.

**Tabella 2.7: Elenco di sintesi rischi sociali – Emittenti Governativi**

RISCHI SOCIALI	
CAPITALE UMANO	AMBIENTE ECONOMICO
Soddisfazione bisogni primari	Stabilità macroeconomica
Salute e benessere	Occupazione, reddito e diseguaglianze
Educazione	

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

## 2.2.7. Rischi di governance

La governance di un'organizzazione rappresenta l'insieme delle politiche, dei processi e delle strutture attraverso cui questa viene gestita. La gestione di un'organizzazione inizia con la definizione degli obiettivi strategici e tattici, prosegue con la definizione dei controlli, la pianificazione delle attività e la loro implementazione, e si conclude con il monitoraggio del raggiungimento degli obiettivi prefissati. Di conseguenza, i rischi di governance possono essere considerati come i rischi legati al mancato raggiungimento degli obiettivi aziendali prefissati.

Una solida governance aziendale, pur nel rispetto del principio di proporzionalità, dovrebbe ispirarsi a standard di buone pratiche riconosciuti e ampiamente condivisi, come quelli riportati nel Codice di Corporate Governance del Comitato Corporate Governance<sup>59</sup>, ovvero nel The G20/OECD Principles of Corporate Governance<sup>60</sup>.

Per facilitare l'analisi dei rischi di governance, è innanzitutto opportuno separare l'analisi in base alla natura dell'emittente: societario o governativo. Questa suddivisione permette di affrontare specificità legate alla natura dell'emittente, considerando le differenti responsabilità e relazioni con i propri stakeholder.

Al fine di meglio visualizzare la classificazione proposta, le seguenti Tabelle 2.8 e 2.9 riportano i rischi di governance degli emittenti societari e governativi che verranno descritti nel paragrafo successivo.

**Tabella 2.8: Elenco rischi di governance – Emittenti Societari**

ELENCO RISCHI DI GOVERNANCE – EMITTENTI SOCIETARI		
Etica aziendale	Politica di sostenibilità	Relazioni con l'esterno

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

**Tabella 2.9: Elenco rischi di governance – Emittenti Governativi**

ELENCO RISCHI DI GOVERNANCE – EMITTENTI GOVERNATIVI	
Istituzioni	Diritti

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

## 2.2.8. Rischi di governance – emittenti societari

I rischi legati alla governance aziendale per emittenti societari si possono dividere in tre macro-categorie:

- rischi legati all'etica aziendale;
- rischi legati alla politica di sostenibilità;
- rischi legati alle relazioni con l'esterno.

I rischi legati all'etica aziendale riguardano tutti gli aspetti relativi ai comportamenti, alle azioni e alle decisioni interne che potrebbero influenzare negativamente l'immagine e la reputazione dell'organizzazione. I fattori di rischio sono legati a:

<sup>59</sup> V. Codice di Corporate Governance (<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>).

<sup>60</sup> V. OECD (<https://www.oecd.org/en/topics/corporate-governance.html>).

- **Integrità:** impegno dell'organizzazione a mantenere elevati standard etici, anche al di là delle normative specifiche. I rischi associati a quest'area si manifestano in situazioni in cui vengono violati i principi di onestà e correttezza nelle operazioni aziendali. Comportamenti scorretti, come conflitti di interesse, manipolazione dei dati o corruzione, minano la fiducia degli stakeholder, danneggiando la reputazione e l'affidabilità dell'impresa. La perdita di integrità può comportare gravi conseguenze legali e finanziarie e compromettere le relazioni con i partner commerciali nel lungo periodo;
- **Trasparenza:** elemento fondamentale per garantire la fiducia degli stakeholder. La mancanza di chiarezza nelle comunicazioni aziendali, nella gestione delle operazioni o nelle politiche interne può danneggiare l'immagine dell'organizzazione e comportare problematiche legali e reputazionali;
- **Conformità:** il rischio di non conformità si manifesta quando l'organizzazione non rispetta le leggi, le normative e i regolamenti applicabili. La violazione di queste disposizioni può comportare sanzioni legali, multe e danni significativi alla reputazione aziendale;
- **Controllo:** l'efficacia dei controlli interni è essenziale per prevenire frodi, errori o inefficienze che potrebbero compromettere la gestione aziendale e causare perdite finanziarie o danni a lungo termine. La mancanza di un adeguato sistema di controllo espone l'organizzazione anche a rischi di corruzione e abuso di potere, che possono minare la sua sostenibilità e la reputazione nel lungo periodo.

I rischi legati alla politica di sostenibilità si manifestano quando l'impresa non integra adeguatamente gli aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle proprie politiche e operazioni. I rischi in questione si manifestano nelle:

- **Policy di sostenibilità dell'azienda:** i rischi emergono quando le politiche adottate risultano insufficienti o non allineate alle aspettative di investitori, consumatori e autorità di regolazione. L'assenza di un impegno concreto verso la sostenibilità non solo danneggia l'immagine dell'impresa, ma espone anche a sanzioni normative, perdite di opportunità di mercato e difficoltà nei rapporti con gli stakeholder, tra cui partner e clienti. Inoltre, l'assenza di strategie di sostenibilità ben definite limita la competitività dell'azienda, riducendo la capacità di attrarre investimenti e rispondere prontamente a nuove sfide normative, mettendo a rischio la sua posizione a lungo termine;
- **Policy di sostenibilità degli investimenti:** fattore che presenta rischi significativi, soprattutto quando le scelte di investimento non rispettano i principi ESG, come nel caso del finanziamento di settori inquinanti o non etici. Una politica d'investimento non sostenibile può compromettere la stabilità finanziaria dell'impresa, danneggiarne la reputazione e portare a perdite economiche, non solo a causa di potenziali sanzioni o cambiamenti normativi, ma anche a causa della maggiore volatilità dei mercati legati a tematiche ambientali o sociali. In un contesto in cui gli investitori sono sempre più sensibili alla responsabilità sociale e ambientale, investire in settori non allineati con i principi ESG rischia di ridurre la fiducia e la stabilità economica dell'organizzazione;
- **Policy di remunerazione:** i rischi sorgono quando le politiche adottate non incentivano comportamenti sostenibili o non sono in linea con gli obiettivi a lungo termine dell'organizzazione. Politiche di remunerazione che si concentrano esclusivamente su obiettivi di breve periodo, come il profitto immediato, possono compromettere gli sforzi per promuovere la sostenibilità e la responsabilità sociale. In questo caso, si rischia di favorire decisioni aziendali che privilegiano risultati rapidi a scapito di pratiche sostenibili;

- **Competenza, indipendenza e diversità del CDA:** si tratta di fattori determinanti per la gestione dei rischi legati alla sostenibilità. Un CDA privo delle competenze necessarie in ambito ESG o che non rispetti i principi di indipendenza e diversità potrebbe compromettere l'efficacia delle decisioni strategiche in materia di sostenibilità e governance. La mancanza di esperti in sostenibilità all'interno del CDA limita la capacità dell'organizzazione di attuare politiche aziendali efficaci, riducendo la sua capacità di affrontare le sfide ambientali e sociali. Inoltre, l'assenza di indipendenza e diversità nel CDA rischia di compromettere la qualità delle decisioni, che potrebbero non tener conto degli interessi di tutte le parti interessate, minando la solidità complessiva della governance aziendale.

I rischi legati alle relazioni esterne riguardano principalmente la gestione delle interazioni tra l'azienda e i suoi stakeholder, tra cui investitori, clienti, fornitori e autorità regolatorie. Tali rischi si suddividono nei seguenti ambiti:

- **Rendicontazione finanziaria:** il principale rischio è rappresentato dalla possibilità che le informazioni fornite agli investitori e agli altri stakeholder non siano accurate o trasparenti. Errori o omissioni nei bilanci, come una rappresentazione imprecisa della situazione economica dell'azienda, possono compromettere la fiducia degli investitori, far scendere il valore delle azioni e attirare sanzioni da parte delle autorità regolatorie. Una gestione inadeguata della rendicontazione può anche danneggiare la reputazione del management e ridurre, nel lungo periodo, la capacità dell'azienda di raccogliere capitali o attrarre nuovi investitori. Nei casi più gravi, l'impresa potrebbe dover affrontare azioni legali da parte di azionisti o altri soggetti danneggiati da informazioni errate o ingannevoli;
- **Rendicontazione non finanziaria:** questa leva rischi legati alla mancanza di trasparenza nelle performance non finanziarie, in particolare quelle ambientali, sociali e di governance (ESG). La carenza di informazioni chiare o esaustive sui temi ESG può indebolire la fiducia degli investitori e dei consumatori che sono sensibili a queste problematiche. Una rendicontazione parziale o inaccurata potrebbe compromettere la legittimità dell'azienda agli occhi degli enti regolatori, nonché delle organizzazioni esterne che ne verificano la conformità agli standard di sostenibilità. Tali mancanze potrebbero danneggiare l'immagine aziendale e limitare la capacità di attrarre investimenti, soprattutto in mercati finanziari sempre più orientati verso l'integrazione delle tematiche ESG;
- **Certificazioni:** i rischi derivano principalmente dall'assenza di attestazioni che comprovino la conformità dell'azienda a standard internazionali di qualità, ambiente o etica. La mancanza di certificazioni riconosciute, come la ISO 9001 per la qualità o la ISO 14001 per la gestione ambientale, può ridurre la competitività dell'azienda, limitandone l'ingresso in determinati mercati o la possibilità di stringere alleanze con partner che richiedono alti standard. Inoltre, l'assenza di certificazioni può minare la credibilità dell'azienda agli occhi dei consumatori e degli investitori;
- **Rapporti con gli stakeholder:** una gestione inadeguata delle relazioni con investitori, clienti, fornitori o comunità locali può portare a conflitti che danneggiano seriamente la reputazione aziendale. Le crisi reputazionali derivanti da una comunicazione inefficace o dalla mancata risposta a problematiche sollevate da uno degli stakeholder possono ridurre la fiducia e compromettere la solidità delle relazioni commerciali. Un altro aspetto cruciale riguarda la gestione delle relazioni con le autorità regolatorie: un errore in questo ambito può esporre l'impresa a sanzioni legali. Inoltre, la disattenzione verso le esigenze delle comunità locali può

arrecare danni reputazionali e mettere a rischio la sostenibilità delle operazioni aziendali nel lungo termine.

Al fine di meglio visualizzare quanto esposto, la seguente Tabella 2.10 elenca i rischi di governance degli emittenti societari descritti.

**Tabella 2.10: Elenco rischi di governance – Emittenti Societari**

ELENCO RISCHI DI GOVERNANCE – EMITTENTI SOCIETARI		
ETICA AZIENDALE	POLITICA DI SOSTENIBILITÀ	RELAZIONI CON L'ESTERNO
Integrità	Policy di sostenibilità dell'azienda	Rendicontazione finanziaria
Trasparenza	Policy di sostenibilità degli investimenti	Rendicontazione non finanziaria
Conformità	Policy di remunerazione	Certificazioni
Controllo	Competenza, indipendenza e diversità del CDA	Rapporti con gli stakeholder

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

### 2.2.9. Rischi di governance – emittenti governativi

I rischi legati alla governance degli emittenti di natura governativa si suddividono principalmente in due categorie:

- rischi connessi alle istituzioni;
- rischi connessi ai diritti.

I rischi istituzionali riguardano la stabilità e l'efficacia delle strutture politiche e governative. Un sistema politico instabile o inefficace può, infatti, compromettere la governance, danneggiare l'integrità delle istituzioni e minare la fiducia nel paese. Tra i principali fattori di rischio di questa area si trovano:

- **Sistema politico:** la solidità del sistema politico è fondamentale per il buon funzionamento del governo. Un sistema instabile o corrotto mina la trasparenza e la capacità di attuare politiche efficaci, danneggiando lo sviluppo economico e la reputazione internazionale. Un ambiente di fragilità politica può anche ridurre gli investimenti esteri e destabilizzare la sicurezza interna. L'affidabilità delle istituzioni si misura attraverso la democrazia, la libertà di stampa, l'indipendenza della giustizia e la capacità di attuare politiche efficaci;
- **Pace e sicurezza:** il rischio di conflitti, sia interni che esterni, e di guerre può compromettere la stabilità politica, sociale ed economica di un paese. La presenza di tensioni o conflitti armati riduce la capacità del governo di rispondere alle necessità della popolazione e ostacola l'attrattiva per gli investitori. Un ambiente stabile è essenziale per garantire la sicurezza e la prosperità, mentre la violenza e l'instabilità sociale compromettono la crescita;
- **Livello di corruzione:** la corruzione, se diffusa all'interno delle istituzioni, erode la fiducia pubblica e danneggia la credibilità internazionale. Quando la corruzione è radicata, rende difficile lo sviluppo economico, limita le opportunità e compromette la trasparenza. La misura di questo rischio si basa sulla diffusione di pratiche abusive come tangenti o favoritismi.

Per quanto riguarda i rischi connessi ai diritti, questi si riferiscono alla protezione delle libertà fondamentali, la cui violazione può compromettere la reputazione di un governo e ridurre la fiducia nelle istituzioni. Questi rischi si articolano in due principali categorie:

- **Livello di diritti civili e politici:** la protezione dei diritti civili e politici, come libertà di espressione, il diritto di voto e la protezione contro le discriminazioni è fondamentale per il buon governo. La loro violazione, come la repressione di movimenti politici o leggi oppressive, minaccia la legittimità del governo e la coesione sociale, causando anche disordini interni e danni alle relazioni internazionali. La valutazione di questo rischio si basa sulla protezione di tali diritti, inclusa la libertà di espressione, il diritto a un processo giusto e la partecipazione politica senza discriminazioni;
- **Pari opportunità:** il rischio di discriminazione in ambito lavorativo, educativo e sociale riguarda la capacità di un governo di garantire pari opportunità per tutti i suoi cittadini. La mancanza di opportunità uguali aumenta le disuguaglianze sociali, marginalizza i gruppi vulnerabili e riduce la competitività del paese, limitando le sue capacità di crescita. Questo rischio si misura in base all'accesso equo a risorse, educazione e opportunità lavorative, garantendo che tutti possano partecipare attivamente alla vita economica e sociale.

Al fine di meglio visualizzare quanto esposto, la seguente Tabella 2.11 elenca i rischi di governance degli emittenti governativi descritti.

**Tabella 2.11: Elenco rischi di governance – Emittenti Governativi**

ELENCO RISCHI DI GOVERNANCE – EMITTENTI GOVERNATIVI	
ISTITUZIONI	DIRITTI
Sistema politico	Livello di diritti civili e politici
Pace e stabilità	Pari opportunità
Livello di corruzione	

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

### 2.3. Analisi dei canali di trasmissione dei rischi ESG sul profilo di rischio diretto ed indiretto delle SGR

*Valeria Aiudi, Michele Finzi, Vincenzo Scalese, Daniele Turchi*

Nel presente paragrafo sono descritti i canali attraverso i quali i rischi di sostenibilità influenzano i rischi tradizionali precedentemente descritti nel Capitolo 1, ovvero il rischio di mercato, di liquidità, controparte o di credito, operativo, reputazionale, informatico, strategico/aziendale e trasversale. Tale analisi è svolta separatamente per emittenti societari ed emittenti governativi.

Per gli emittenti societari, i canali di trasmissione sono analizzati relativamente a rischi diretti e rischi indiretti. I rischi diretti riguardano l'esposizione propria della società di gestione, come le implicazioni operative e reputazionali legate a fattori ESG, mentre i rischi indiretti derivano dall'esposizione dei portafogli gestiti, i quali possono comportare un impatto indiretto per la SGR.

Per gli emittenti governativi, invece, i canali di trasmissione sono analizzati esclusivamente con riferimento ai rischi indiretti, in quanto principalmente rilevanti.

Si riportano, nelle Tabelle sottostanti, differenziate per emittente (societari o governativi) e per Pillar (E, S e G), i principali canali di trasmissione:

- Pillar E:
  - Emittenti societari – Tabella 2.12;
  - Emittenti governativi – Tabella 2.13.

**Tabella 2.12: Pillar E - Emittenti societari**

Emittenti Societari	Canali di trasmissione: Rischi diretti e indiretti <sup>61,62</sup>
<b>Rischio di mercato</b>	<p>Eventi climatici sfavorevoli possono causare significativi danni alle aziende più esposte, con una variazione delle aspettative di mercato e, quindi, una riduzione di valore e/o un incremento della volatilità dei titoli emessi da questi soggetti.</p> <p>I fattori di rischio di transizione potrebbero generare la ridefinizione del valore delle aziende, soprattutto per quelle appartenenti ai settori maggiormente impattati. Iniziative normative a sostegno della transizione <i>green</i> potrebbero determinare una riduzione del valore delle aziende <i>brown</i>. Le aziende non ritenute ambientalmente sostenibili o responsabili da parte del mercato possono subire perdite significative a causa di cambiamenti nella domanda degli investitori. Le società più sostenibili potrebbero diventare più richieste, facendo diminuire di conseguenza la domanda ed il valore di quelle con un minor grado di sostenibilità.</p>
<b>Rischio di liquidità</b>	<p>Eventi climatici acuti possono causare significativi danni alle aziende, compromettendone la capacità di far fronte tempestivamente ai propri obblighi di pagamento.</p> <p>La necessità di adeguarsi rapidamente alle nuove normative ed ai nuovi standard in materia climatica e ambientale può creare pressioni di liquidità nelle aziende per finanziarne la conformità.</p> <p>Nell'ambito specifico delle società di gestione del risparmio, l'elevata richiesta di disinvestimenti da parte degli investitori, per finanziare le spese di riparazione e ristrutturazione o per le mutate preferenze in tema di eco-sostenibilità, può mettere sotto pressione la società dal punto di vista della gestione operativa. Inoltre, nei momenti di maggiore volatilità o di inasprimento delle regolamentazioni, il rischio di forti pressioni sui prezzi dei titoli <i>brown</i> può rendere difficile o più oneroso smobilizzare tali titoli senza ricorrere in perdite significative.</p>
<b>Rischio di controparte o credito</b>	<p>Eventi climatici estremi possono portare a costi straordinari per le imprese, come riparazioni, riadattamenti e assicurazioni più elevate. Questi maggiori costi aggiuntivi possono compromettere la capacità delle aziende di rimborsare i prestiti andando a deteriorare il proprio merito creditizio.</p> <p>Gli standard di efficienza energetica potrebbero determinare notevoli costi di adeguamento e minore redditività, con la possibile conseguenza di un</p>

<sup>61</sup> Guida sui rischi climatici e ambientali: Guida sui rischi climatici e ambientali, BCE, novembre 2020.

<sup>62</sup> Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali, Banca D'Italia, 8 Aprile 2022.

Emittenti Societari	Canali di trasmissione: Rischi diretti e indiretti <sup>6162</sup>
	<p>incremento della rischiosità della controparte e la riduzione del valore delle garanzie reali. Iniziative legislative e regolamentari volte ad accelerare la transizione potrebbero generare – soprattutto se introdotte in modo disordinato e inatteso – maggiori costi e/o minori ricavi per quelle imprese con maggiore impronta carbonica con conseguente peggioramento del merito creditizio della controparte.</p>
<b>Rischio operativo</b>	<p>I rischi climatici espongono le aziende a rischi operativi innanzi tutto a seguito di eventi climatici acuti, quali eventi meteorologici estremi, che possono comportare danni ai beni immobili, interruzione dei sistemi di trasporto e, in generale, una interruzione della continuità operativa aziendale.</p> <p>In secondo luogo, le aziende sono esposte ai rischi legali connessi al mancato rispetto delle sempre più complesse normative in tema climatico, ambientale e di eco-sostenibilità. Particolarmente rilevante è il rischio derivante da pratiche commerciali ingannevoli in materia climatico ambientale (<i>greenwashing</i>).</p>
<b>Rischio reputazionale</b>	<p>L'evoluzione della sensibilità dei consumatori verso i temi climatici può generare rischi reputazionali laddove l'azienda venisse percepita come lenta o inefficace nell'adattarsi alle aspettative di eco-sostenibilità del mercato oppure a causa di scandali associati al finanziamento di attività controverse dal punto di vista ambientale.</p> <p>In un contesto dove l'opinione pubblica e gli investitori esigono trasparenza sui criteri di sostenibilità ambientale, una risposta tardiva o inadeguata ai temi ambientali può compromettere la fiducia dei clienti e degli stakeholder, riducendo il valore percepito dei suoi prodotti e limitando la capacità di attrarre nuovi investitori.</p>
<b>Rischio Informatico</b>	<p>Il rischio climatico si riflette in ambito informatico principalmente in relazione agli eventi di rischio climatico acuto, quali inondazioni, che possono mettere fuori uso i sistemi e le reti di comunicazione, e forti ondate di calore, che possono creare picchi di consumo di energia elettrica, con conseguenti black-out diffusi.</p>
<b>Rischio strategico/aziendale</b>	<p>Il rischio strategico legato ai fattori climatici e ambientali può influenzare profondamente la competitività e la redditività delle aziende, portando a impatti rilevanti anche sulle sue metriche di performance.</p> <p>In uno scenario di transizione verso un'economia sostenibile, le aziende sono chiamate a ripensare le proprie strategie per allinearsi alle normative e alle aspettative di sostenibilità del mercato. L'incapacità di adattare efficacemente il proprio modello di business a questi cambiamenti può comportare costi operativi più elevati e ridurre l'efficienza economica complessiva, influenzando negativamente sulla sostenibilità del business.</p> <p>Inoltre, se le aziende non riescono a mantenere un allineamento con le nuove preferenze del mercato orientate a criteri di eco-sostenibilità, potrebbero assistere a un calo dei ricavi e a un aumento della pressione sui propri obiettivi finanziari. Anche la capacità delle aziende di ottenere</p>

Emittenti Societari	Canali di trasmissione: Rischi diretti e indiretti <sup>6162</sup>
	risultati competitivi rispetto agli altri attori presenti sul mercato in termini di eco-sostenibilità può essere compromessa, portando a una perdita di attrattività e, nel lungo termine, a una riduzione della base clienti e degli utili.
<b>Rischio trasversale: concentrazione, emergente, sostenibilità</b>	I rischi sociali possono incrementare l'esposizione dell'azienda ai rischi trasversali, in quali impattano su tutti i rischi precedenti.

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

**Tabella 2.13: Pillar E - Emittenti governativi**

Emittenti Governativi	Canali di trasmissione: Rischi indiretti
<b>Rischio di mercato</b>	<p>La percezione del rischio climatico e ambientale si riflette direttamente sui prezzi dei titoli governativi e sulla loro volatilità. Eventi climatici estremi possono comportare improvvisi deprezzamenti dei titoli governativi di emittenti colpiti da tali eventi. Gli investitori reagiscono spesso vendendo titoli di governi percepiti come vulnerabili, determinando un aumento della volatilità dei rendimenti.</p> <p>Inoltre, il rischio di transizione porta a una rivalutazione sistematica delle obbligazioni governative, specialmente nei paesi con un'economia basata su settori <i>brown</i>. La prospettiva di normative ambientali più severe o di tasse sul carbonio induce una maggiore prudenza negli investitori, che possono preferire allocazioni verso paesi con politiche ambientali più stabili. Di conseguenza, i mercati possono premiare gli emittenti con politiche climatiche più solide, penalizzando invece coloro che mostrano inerzia in questo ambito.</p>
<b>Rischio di liquidità</b>	I rischi climatici e ambientali possono influenzare anche la liquidità dei titoli governativi. Gli eventi climatici catastrofici e la percezione di incertezza relativa alle politiche di transizione possono portare a una riduzione della domanda di titoli di Stato emessi da paesi considerati ad alto rischio climatico. In scenari di crisi ambientali, gli investitori possono cercare di liquidare rapidamente le posizioni in tali titoli, trovandosi però di fronte a un mercato meno liquido e a spread bid-ask più ampi, specialmente nei mercati secondari.
<b>Rischio di controparte o credito</b>	Il cambiamento climatico può influenzare la capacità dei governi di rispettare le proprie obbligazioni finanziarie, aumentando il rischio di default per i debiti sovrani. I rischi fisici, come l'aumento della frequenza di eventi climatici estremi (inondazioni, incendi, uragani), possono danneggiare infrastrutture, ridurre la produzione agricola e mineraria, oltre che compromettere la produttività complessiva. Per i paesi con economie vulnerabili a questi eventi, la resilienza economica e fiscale potrebbe ridursi,

Emittenti Governativi	Canali di trasmissione: Rischi indiretti
	<p>portando a un deterioramento del rating sovrano e, quindi, a un aumento del rischio di controparte per chi investe in titoli governativi di tali emittenti. D'altra parte, i rischi di transizione, come l'adozione di normative più stringenti per ridurre le emissioni di carbonio, possono richiedere investimenti significativi e modifiche strutturali nei settori economici fondamentali di alcuni paesi. I paesi fortemente dipendenti dall'esportazione di combustibili fossili potrebbero subire una forte riduzione della capacità di attrarre investimenti con eventuali impatti sul rating di credito sovrano che possono sfociare in un aumento del premio al rischio sui titoli sovrani.</p>
<b>Rischio operativo</b>	<p>Le catastrofi naturali influenzano direttamente il rischio operativo, richiedendo che i governi rafforzino le proprie infrastrutture per migliorare la resilienza contro eventi climatici estremi. La capacità di un governo di prevenire e gestire questi eventi determina la sua vulnerabilità operativa. Una gestione inefficace dei rischi di transizione può amplificare le sfide operative, in particolare nella gestione di strutture energetiche, con possibili impatti sul debito pubblico e di conseguenza sul rating sovrano.</p>

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

- Pillar S:
  - Emittenti societari – Tabella 2.14;
  - Emittenti governativi – Tabella 2.15.

**Tabella 2.14: Pillar S - Emittenti societari**

Emittenti societari	Canali di trasmissione: Rischi diretti e indiretti
<b>Rischio di mercato</b>	<p>Una insufficiente attenzione alla salute, alla sicurezza e alla tutela dei diritti della forza lavoro può comportare una riduzione del valore dell'azienda a seguito della riduzione della produttività aziendale a causa di assenze o a perdite derivanti da vertenze sindacali.</p> <p>Una insufficiente attenzione alla qualità, sicurezza, informativa e trasparenza dei prodotti, alla privacy delle informazioni della clientela e all'adozione di pratiche commerciali responsabili può comportare una perdita di fiducia e lealtà nella clientela, con riduzione del valore dell'azienda.</p> <p>Una insufficiente attenzione nei confronti della comunità nella quale l'azienda opera può comportare un peggioramento dell'immagine aziendale, con conseguente riduzione dell'attrattività dell'azienda e dei suoi prodotti e una conseguente riduzione del valore dell'azienda.</p>
<b>Rischi di liquidità</b>	<p>Nei casi più gravi di esposizione ai rischi sociali che comportino forti contrasti con la forza lavoro, con la clientela o i terzi, si possono realizzare significative perdite che possono ridurre la liquidità disponibile per far fronte ai propri impegni di pagamento.</p>

Emittenti societari	Canali di trasmissione: Rischi diretti e indiretti
<b>Rischio di controparte o credito</b>	Nei casi più gravi di esposizione ai rischi sociali che comportino forti contrasti con la forza lavoro, con la clientela o i terzi, si possono realizzare significative perdite che possono impattare la possibilità dell'azienda di far fronte alle proprie obbligazioni.
<b>Rischio operativo</b>	Il mancato rispetto dei requisiti sulla sicurezza e sulla tutela dei diritti della forza lavoro o della catena di fornitura, della sicurezza e sulla trasparenza dei prodotti e alla protezione e riservatezza dei dati della clientela può comportare cause legali, con conseguenti risarcimenti danni o sanzioni.
<b>Rischio reputazionale</b>	Il mancato rispetto dei diritti, della sicurezza e della salute dei lavoratori, della qualità e della sicurezza dei prodotti, della protezione e riservatezza dei dati dei clienti, di pratiche commerciali responsabili, di scarsa attenzione nei confronti della comunità nella quale l'azienda opera può esporre all'azienda a rischi reputazionali derivanti dalla diffusione di notizie pregiudizievoli a mezzo stampa o tramite social network.
<b>Rischio strategico/ aziendale</b>	<p>Una insufficiente attenzione alla salute, alla sicurezza, alla formazione, ad un'adeguata retribuzione, all'equilibrio fra vita provata e lavoro e alla diversità e pari opportunità può comportare la riduzione della produttività e dell'attrattività dell'azienda sul mercato del lavoro e quindi sulla capacità di crescere ed innovare.</p> <p>Una insufficiente attenzione a qualità, sicurezza e trasparenza dei prodotti, alla protezione e riservatezza dei dati dei clienti e all'utilizzo di pratiche commerciali responsabili può comportare una riduzione dell'attrattività dei prodotti aziendali e una conseguente riduzione dei ricavi aziendali.</p> <p>Una insufficiente attenzione nei confronti della comunità nella quale l'azienda opera può comportare un peggioramento dell'immagine aziendale, con conseguente riduzione dell'attrattività dell'azienda e dei suoi prodotti e una conseguente riduzione dei ricavi.</p>
<b>Rischio informatico</b>	Una scarsa attenzione ad una adeguata retribuzione e all'equilibrio fra vita privata e lavoro può comportare una difficoltà di reclutamento di personale informatico competente, con conseguenti maggiori rischi informatici.
<b>Rischio trasversale: concentrazione, emergente, sostenibilità</b>	I rischi sociali possono incrementare l'esposizione dell'azienda ai rischi trasversali, in quali impattano su tutti i rischi precedenti.

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

**Tabella 2.15: Pillar S - Emittenti governativi**

Emittenti governativi	Canali di trasmissione: Rischi indiretti
<b>Rischio di mercato</b>	Una insufficiente capacità di soddisfare i bisogni primari, di tutelare salute, benessere e istruzione dei cittadini può comportare tensioni sociali, una minore produttività e competitività, una riduzione del potenziale di crescita economica. La ridotta stabilità economica e la presenza di disoccupazione e disuguaglianza sociali possono comportare tensioni sociali e una riduzione della fiducia degli investitori.
<b>Rischi di liquidità</b>	Nei casi più gravi di esposizione ai rischi sociali che comportino forti contrasti con la popolazione o crisi economiche, si può ridurre la liquidità disponibile per far fronte ai propri impegni di pagamento.
<b>Rischio di controparte o credito</b>	Nei casi più gravi di esposizione ai rischi sociali che comportino forti contrasti con la popolazione o crisi economiche si può ridurre il merito di credito e quindi incrementare il costo dei finanziamenti e, in estremo, la possibilità di far fronte alle proprie obbligazioni.
<b>Rischio operativo</b>	Una situazione di instabilità economica e sociale può comportare conseguenze negative in termini di funzionamento delle istituzioni e dei servizi, con conseguenze sullo spread degli emittenti o ritardi negli adempimenti.

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

- Pillar G:
  - Emittenti societari – Tabella 2.16;
  - Emittenti governativi – Tabella 2.17.

**Tabella 2.16: Pillar G - Emittenti societari**

Emittenti Societari	Canali di trasmissione: Rischi diretti e indiretti
<b>Rischio di mercato</b>	<p>Pratiche aziendali non conformi, che non rispettano i principi di integrità, non trasparenti, non attenti alle esigenze degli stakeholders o al monitoraggio dei rischi di sostenibilità possono comportare, oltre a penali e sanzioni, una perdita di fiducia di clienti e investitori, nonché una minore attrattività sul mercato del lavoro, con conseguente riduzione della capacità dell'azienda di competere sul mercato.</p> <p>Politiche di remunerazione indagate possono portare a demotivazione del personale, con conseguenze negative sull'efficienza e sulle potenzialità di crescita dell'azienda.</p> <p>L'inadeguatezza dell'organo di gestione può comportare decisioni strategiche errate o un insufficiente monitoraggio della implementazione delle strategie aziendali, con conseguenze negative sul raggiungimento degli obiettivi aziendali.</p>

Emittenti Societari	Canali di trasmissione: Rischi diretti e indiretti
	<p>Prassi contabili inadeguate possono comportare una perdita di fiducia degli inventori e nei finanziatori, con conseguenti limitazioni alla capacità di finanziamento e, di conseguenza, limitazioni alla crescita e sviluppo aziendale.</p> <p>Una scarsa capacità di gestire situazioni di crisi può portare a significative interruzioni dell'operatività aziendale e conseguenti impatti finanziari.</p> <p>Tutti questi impatti possono comportare una riduzione del valore degli investimenti in tali aziende.</p>
<b>Rischi di liquidità</b>	<p>Nei casi più gravi di esposizione ai rischi di governance che comportino forti contrasti con la forza lavoro, con la clientela o i terzi, si possono realizzare significative perdite che possono ridurre la liquidità disponibile per far fronte ai propri impegni di pagamento.</p>
<b>Rischio di controparte o credito</b>	<p>Nei casi più gravi di esposizione ai rischi di governance che comportino forti contrasti con la forza lavoro, con la clientela o i terzi, si possono realizzare significative perdite che possono impattare la possibilità dell'azienda di far fronte alle proprie obbligazioni.</p>
<b>Rischio operativo</b>	<p>Pratiche aziendali non conformi o non trasparenti possono comportare penali o sanzioni.</p> <p>L'inadeguatezza del sistema interno dei controlli può comportare lacune dei processi e conseguente incremento degli eventi di rischio operativo e delle relative perdite.</p>
<b>Rischio reputazionale</b>	<p>Pratiche aziendali non conformi, che non rispettano i principi di integrità, non trasparenti o non attenti alle esigenze degli stakeholders possono esporre all'azienda a rischi reputazionali derivanti dalla diffusione di notizie pregiudizievoli a mezzo stampa o tramite social network.</p>
<b>Rischio strategico / aziendale</b>	<p>Pratiche aziendali non conformi, che non rispettano i principi di integrità, non trasparenti o non attente alle esigenze degli stakeholders o al monitoraggio dei rischi di sostenibilità possono comportare, oltre a penali e sanzioni, una perdita di fiducia di clienti e investitori, nonché una minore attrattività sul mercato del lavoro, con conseguente riduzione della capacità dell'azienda di competere sul mercato.</p> <p>Politiche di remunerazione indagate possono portare a demotivazione del personale, con conseguenze negative sull'efficienza e sulle potenzialità di crescita dell'azienda.</p> <p>L'inadeguatezza dell'organo di gestione può comportare decisioni strategiche errate o un insufficiente monitoraggio della implementazione delle strategie aziendali, con conseguenze negative sul raggiungimento degli obiettivi aziendali.</p> <p>Prassi contabili inadeguate possono comportare una perdita di fiducia degli inventori e nei finanziatori, con conseguenti limitazioni alla capacità di finanziamento e limitazioni alla crescita e sviluppo aziendale.</p> <p>Una scarsa capacità di gestire situazioni di crisi può portare a significative interruzioni dell'operatività aziendale e conseguenti impatti finanziari.</p>

<b>Emittenti Societari</b>	<b>Canali di trasmissione: Rischi diretti e indiretti</b>
<b>Rischio informatico</b>	Una scarsa conformità alle normative sulla sicurezza e resilienza informatica può comportare una maggiore esposizione ai rischi informatici. L'inadeguatezza della policy di remunerazione può comportare una difficoltà di reclutamento di personale informatico competente, con conseguenti maggiori rischi informatici.
<b>Rischio trasversale: concentrazione, emergente, sostenibilità</b>	I rischi di governance possono incrementare l'esposizione dell'azienda ai rischi trasversali, in quali impattano su tutti i rischi precedenti.

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

**Tabella 2.17: Pillar G - Emittenti governativi**

<b>Emittenti governativi</b>	<b>Canali di trasmissione: Rischi indiretti</b>
<b>Rischio di mercato</b>	Un sistema politico inadeguato, l'instabilità politica, la presenza di conflitti e la forte presenza di corruzione può comportare un minore sviluppo economico, l'incremento della disoccupazione, tensioni sociali e una riduzione della fiducia degli investitori. Una scarsa attenzione ai diritti civili e politici ed al perseguimento delle pari opportunità può comportare tensioni sociali, con conseguenti impatti sulla crescita economica.
<b>Rischi di liquidità</b>	Nei casi più gravi di esposizione ai rischi di governance che comportino forti contrasti con la popolazione, crisi economiche o conflitti, si può ridurre la liquidità disponibile per far fronte ai propri impegni di pagamento.
<b>Rischio di controparte o credito</b>	Nei casi più gravi di esposizione ai rischi di governance che comportino forti contrasti con la popolazione, crisi economiche o conflitti si può ridurre il merito di credito e quindi incrementare il costo dei finanziamenti e, in estremo, la possibilità di far fronte alle proprie obbligazioni.
<b>Rischio operativo</b>	Una situazione di instabilità economica, sociale o politica o la presenza di conflitti possono comportare conseguenze negative in termini di funzionamento delle istituzioni e dei servizi, con impatti sullo spread degli emittenti o ritardi negli adempimenti.

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

### 3. MODALITÀ DI INTEGRAZIONE DEL FRAMEWORK DI RISK MANAGEMENT

*Emilio Barucci, Arcangelo Messina*

Mentre nel capitolo precedente, sono stati sintetizzati gli elementi più generali relativi alla normativa di riferimento sull'integrazione dei rischi di sostenibilità, la loro definizione nell'ambito dei verticali di rischio tradizionale e le modalità attraverso cui si manifestano, individuando i canali di trasmissione, nel presente capitolo verranno declinati gli aspetti più pratici della gestione dei rischi di sostenibilità, sia all'interno del framework di gestione dei rischi, sia nella gestione degli asset, attività *core* delle SGR. Verranno infine declinati il ruolo e le caratteristiche del reporting interno ed esterno, nell'ambito della risposta a esigenze informative, e alle modalità di recepimento della normativa di riferimento.

#### 3.1. Approcci per l'esecuzione della mappatura dei rischi e analisi materialità dei rischi ESG

*Michele Finzi, Domenico Fiore, Massimiliano Forte, Arianna Salvioli*

Come illustrato nel paragrafo 2.1.6, Banca d'Italia (BdI) e la Banca Centrale Europea (BCE) hanno stabilito aspettative sempre più rigorose per le istituzioni finanziarie, in particolare riguardo alla sostenibilità e alla gestione dei rischi, sia diretti che indiretti. Per quanto riguarda le aspettative di Banca d'Italia sui rischi climatici/ambientali direttamente rivolte, tra gli altri, alle SGR<sup>63</sup>, queste possono essere sintetizzate come segue:

- **Analisi di Materialità:** le istituzioni devono condurre un'analisi di materialità per identificare e valutare i rischi e le opportunità legati ai fattori ambientali, sociali e di governance (ESG). Questo permette di capire quali temi siano rilevanti per gli stakeholder e che possano avere un impatto significativo sulle performance economiche;
- **Obbligo di Reporting:** è richiesto un reporting chiaro e trasparente sui rischi ESG, che includa informazioni dettagliate sulla gestione dei rischi e sulle strategie adottate, come riportato nella Direttiva sulla Rendicontazione di Sostenibilità delle Imprese (CSRD);
- **Gestione del Rischio:** le banche devono integrare la gestione dei rischi ESG all'interno dei loro sistemi di Risk Management. Ciò richiede un approccio proattivo nell'identificazione e nella mitigazione dei rischi legati al cambiamento climatico e ad altri fattori ESG;
- **Governance:** è fondamentale che la governance interna delle istituzioni finanziarie preveda adeguate strutture e processi per affrontare le questioni di sostenibilità. Le politiche ESG devono essere integrate nella governance del settore e supportate dai vertici aziendali;
- **Allineamento agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile:** come già BCE, anche BdI incoraggia le istituzioni a contribuire agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) delle Nazioni Unite, inclusa l'inclusione finanziaria e la lotta al cambiamento climatico;
- **Stress Testing:** le banche sono invitate a includere scenari di stress climatico nelle loro simulazioni di resistenza finanziaria, per valutare l'impatto potenziale delle variazioni climatiche sui loro portafogli;

<sup>63</sup> Si fa qui riferimento al documento di "Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali", emanato dalla Banca d'Italia l'8 aprile 2022 e diretto agli intermediari finanziari autorizzati e vigilati dalla stessa, tra cui le SGR ai sensi del Testo Unico della Finanza.

- **Cultura e Formazione:** è importante promuovere una cultura della sostenibilità all'interno delle istituzioni, con programmi di formazione per il personale e gli stakeholders.

Questi elementi rispondono non solo alle normative europee, ma riflettono anche le attese globali in materia di responsabilità aziendale e sviluppo sostenibile, contribuendo così a garantire stabilità e sostenibilità nel sistema finanziario.

### **Confronto requisiti Banca d'Italia e CSRD sull'analisi di materialità**

Nel contesto della mappatura dei rischi, può essere utile confrontare l'analisi di materialità richiesta da Banca d'Italia (BdI) agli intermediari direttamente vigilati da essa e quella della *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), per evidenziare i punti di contatto e divergenza. In particolare, si segnalano i seguenti:

#### **1. Analisi di materialità**

- **Aspettative BdI:** si concentrano prevalentemente sull'identificazione e valutazione dei rischi finanziari ESG che possono influenzare la stabilità e la performance della SGR. In particolare, pone l'accento sui rischi climatici, ambientali e di governance, con un focus sull'impatto di tali fattori sulla redditività degli investimenti e sulla capacità della SGR di gestire i rischi a lungo termine;
- **CSRD:** come anticipato nel paragrafo 2.1.4, introduce il concetto di *doppia materialità*, che richiede alle aziende di considerare due aspetti:
  - La **materialità finanziaria**, che riguarda come i fattori ESG influenzano lo sviluppo dell'impresa, la posizione e performance finanziaria, sui flussi di cassa, sull'accesso ai finanziamenti o sui costi del capitale nel breve, medio o lungo termine (prospettiva outside-in);
  - La **materialità dell'impatto**, che riguarda come le attività dell'azienda impattano sull'ambiente e sulla società (prospettiva inside-out).

Questo amplia il campo di analisi, includendo l'impatto esterno della SGR e delle sue attività d'investimento sull'ambiente, sui lavoratori e sulla società in generale.

L'analisi di materialità per la SGR deve integrare entrambe le prospettive, unendo l'approccio tradizionale di BdI sulla materialità finanziaria con la prospettiva d'impatto richiesto dalla CSRD.

#### **2. Rischi Ambientali**

- **Aspettative BdI:** richiedono alle SGR di considerare i rischi climatici (fisici e di transizione) nei loro portafogli, con particolare attenzione alla resilienza degli investimenti rispetto agli impatti del cambiamento climatico e alla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio;
- **CSRD:** richiede un'analisi dettagliata degli impatti ambientali delle attività delle aziende, comprese le emissioni di gas serra, l'uso delle risorse naturali, e la conformità alle normative sulla transizione energetica. L'obiettivo è rendere trasparente l'impatto ambientale delle attività finanziate e la loro coerenza con gli obiettivi climatici europei.

L'integrazione dei rischi climatici nell'analisi di materialità è essenziale per entrambe le normative. La SGR deve considerare non solo come il cambiamento climatico influisce sulle performance finanziarie (rischi fisici e di transizione), ma anche come i portafogli di investimento contribuiscono ai cambiamenti climatici e agli obiettivi di sostenibilità.

### 3. Rischi Sociali

- **Aspettative Bdl:** l'attenzione sui rischi sociali da parte di Banca d'Italia (BdI) è legata alla gestione delle aziende in cui la SGR investe, con particolare riguardo al rispetto dei diritti umani, alle pratiche lavorative e alla stabilità sociale delle imprese del portafoglio;
- **CSRD:** espande questo concetto, richiedendo la rendicontazione dei principali impatti sociali, come le condizioni di lavoro, la diversità e l'inclusione, la parità di genere, la sicurezza e salute dei lavoratori e il rispetto dei diritti umani lungo tutta la catena del valore.

Entrambe le normative richiedono la considerazione dei rischi sociali, ma la CSRD introduce un livello di analisi più profondo, chiedendo di valutare e rendicontare anche l'impatto sociale delle attività della SGR. L'analisi deve includere rischi sia finanziari che d'impatto sociale.

### 4. Rischi di Governance

- **Aspettative Bdl:** richiedono che le SGR abbiano solidi sistemi di governance per gestire i rischi ESG, con una particolare enfasi sulla trasparenza, responsabilità e controllo nei processi decisionali. Le questioni di governance includono anche la gestione dei conflitti di interesse e la struttura del consiglio di amministrazione;
- **CSRD:** richiede alle aziende di rendicontare le pratiche di governance, incluso il ruolo della sostenibilità nei processi decisionali, l'integrazione di criteri ESG nella governance aziendale e la gestione dei rischi legati a conflitti di interesse, remunerazione e trasparenza.

La gestione della governance e dei rischi associati è centrale per entrambe le normative. L'analisi di materialità per la SGR deve valutare l'efficacia delle strutture di governance nel promuovere una gestione responsabile e trasparente dei rischi ESG.

### 5. Trasparenza e Rendicontazione

- **Aspettative Bdl:** richiedono che le SGR sviluppino strumenti e processi adeguati a monitorare e comunicare i rischi ESG ai propri stakeholder, con particolare attenzione alla trasparenza nelle decisioni d'investimento;
- **CSRD:** rafforza notevolmente i requisiti di trasparenza, imponendo una rendicontazione più dettagliata e standardizzata delle informazioni ESG, utilizzando metriche comuni a livello europeo, per consentire agli investitori e al pubblico di valutare in modo comparabile le performance ESG delle aziende.

L'esigenza di trasparenza e di una rendicontazione chiara e comparabile è una priorità comune (cfr. paragrafo 3.4.2). L'analisi di materialità deve fornire dati chiari sui rischi ESG, che possono essere facilmente integrati nella rendicontazione secondo i requisiti della CSRD.

La definizione del framework dell'analisi di materialità, quale, ad esempio, quello descritto nei paragrafi precedenti, deve quindi considerare e integrare i requisiti di entrambi i riferimenti normativi, coniugando in maniera quanto più efficace possibile gli elementi di divergenza, derivanti principalmente dalle diverse finalità dei due testi.

Le SGR devono perciò dotarsi di processi e metodologie per mettere a terra tali elementi, in maniera da soddisfare le aspettative del regolatore e del mercato, oltre che gestire in maniera efficace una tipologia di rischio sempre più rilevante.

### 3.1.1. Analisi di materialità

In tale contesto, l'analisi di materialità sui rischi ambientali, sociali e di governance è un processo utilizzato per identificare, valutare e mitigare i fattori di rischio e le minacce che possono avere un impatto significativo sulle performance economiche e sulla sostenibilità a lungo termine degli intermediari (e pertanto delle SGR), oltre che sui portafogli gestiti dagli stessi. Il concetto di materialità si riferisce a quegli aspetti che sono rilevanti e che possono influenzare le decisioni degli stakeholder, compresi investitori, clienti e altre parti interessate.

L'analisi di materialità rappresenta dunque un passo cruciale per le organizzazioni che desiderano integrare pratiche sostenibili nella loro operatività e strategia. Questo processo consente di comprendere quali siano gli aspetti più critici e rilevanti per gli stakeholder, contribuendo così a una gestione più consapevole e responsabile che possa portare ad uno sviluppo sostenibile nel tempo.

L'analisi di materialità tipicamente comporta le seguenti fasi:

- Definizione e identificazione degli scenari di rischio: questa fase consiste nella raccolta di informazioni tramite, ad esempio, un template, all'interno del quale riportare tutte le informazioni richieste;
- Consultazione degli stakeholder: gli stakeholder sono coinvolti attivamente per acquisire ciò che risulta essere più rilevante, e gli eventuali presidi già in essere circa gli scenari di rischio definiti;
- Elaborazione dei dati: ogni risposta fornita da parte degli stakeholder viene valutata in base a diversi criteri e dimensioni di analisi;
- Creazione della matrice di materialità: vengono evidenziate le aree di analisi a maggiore priorità creando una matrice di materialità, uno strumento che aiuta a concentrarsi sulle aree più vulnerabili;
- Integrazione nella strategia: infine, i risultati dell'analisi di materialità vengono integrati nella strategia aziendale andando anche a fornire una indicazione sull'efficacia dei presidi già in essere e sulle azioni da realizzare. Tra le possibili azioni da effettuare vi è quella di individuare dei nuovi indicatori di performance ("*Key Performance Indicators*", o KPI) e/o di rischio ("*Key Risk Indicators*", o KRI) che possano fornire un utile strumento per verificare nel continuo la bontà delle varie azioni intraprese.

Un possibile approccio applicabile per definire ciò che risulta materiale relativamente ai rischi ESG prevede la stesura e la successiva analisi di un *template*, attraverso cui andare ad assegnare un grado di rischio in relazione alla probabilità di accadimento dello scenario di rischio e il suo potenziale impatto. Tale approccio, tratto da una SGR italiana, viene di seguito descritto.

Uno dei possibili *template* preso in esame per la mappatura degli scenari di rischio si compone delle seguenti quattro sezioni:

- scenari di rischio;
- strumenti per la mitigazione e controllo del rischio;
- impatto dello scenario senza mitigazione del rischio (rischio inerente);
- impatto dello scenario con l'adozione delle mitigazioni del rischio (rischio residuo).

Il *template* viene sottoposto alle varie Aree di Business ed alle Funzioni di Controllo di 1° e 2° livello della SGR per la relativa compilazione in modo tale da acquisire tutte le informazioni necessarie per le successive fasi di analisi.

Il processo appena descritto rappresenta un approccio sistematico e strutturato per la gestione dei rischi legati alla sostenibilità all'interno di una SGR, in tal senso l'analisi dei suddetti rischi è una attività ritenuta fondamentale per garantire che le decisioni di investimento siano coerenti con gli obiettivi di sostenibilità. Si rappresentano nella figura 3.1, riportata di seguito, le principali fasi del processo:

**Figura 3.1: Rappresentazione delle fasi di un processo esemplificativo di gestione dei rischi ESG**



Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

Nell'approccio proposto vengono mappati tutti gli scenari di rischio, attuali e prospettici, dei prodotti e dei processi della SGR relativamente ai tre pilastri della sostenibilità, tenendo in considerazione la propria operatività, il proprio modello di business e le linee strategiche della SGR. L'attività di mappatura dei rischi avviene tramite un'attività di *risk assessment*, ovvero una valutazione *expert-based* partendo dall'individuazione dei fattori/driver/scenari di rischio che possano comportare nuove assunzioni di rischio o variazioni significative circa i rischi che sono già oggetto di monitoraggio. La successiva fase di analisi riguarda la valutazione degli scenari di rischio riportati nel *template* con assegnazione del relativo grado di rischio, le mitigazioni del rischio riportate e gli impatti con e senza adozione dei vari strumenti di mitigazione adottati dalla SGR.

#### **Focus sul template di esempio per l'analisi di materialità**

Il template utilizzato relativamente al perimetro oggetto di analisi copre vari ambiti tra cui:

- **Rischi Climatici/Ambientali:** eventi climatici estremi, cambiamenti a lungo termine e impatti derivanti dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio;
- **Rischi Sociali:** impatti sulla salute e sicurezza dei lavoratori, diritti umani, inclusione sociale e cambiamenti nel comportamento dei clienti e delle comunità locali;
- **Rischi di Governance:** non conformità alle normative ESG, inadeguata gestione dei rischi ESG, trasparenza e comunicazione delle performance ESG.

Definito il perimetro, l'attività di mappatura consiste nell'identificazione e nella descrizione in dettaglio di ciascuno scenario di rischio, includendo:

- **Descrizione dello Scenario:** breve descrizione dello specifico scenario di rischio analizzato, evidenziando l'impatto lato banca;
- **Tematica ESG:** classificazione del rischio in base alle tematiche ESG di primo, secondo e terzo livello;

- **Categoria di Rischio:** identificazione della categoria di rischio tradizionale cui è riconducibile lo scenario di rischio ESG (es. capitale, condotta, credito, liquidità, mercato, operativo, reputazionale, strategico);
- **Fattori di Rischio:** selezione del fattore/causa prevalente che determina lo scenario di rischio (es. normativa, processi, risorse umane, scenario esterno, tecnologia);
- **Tipo di Effetto:** effetto prevalente dello scenario di rischio (es. incremento costi, perdita clienti, perdite operative, reclami/cause, riduzione ricavi, rimborsi, ritardi progetti);
- **Orizzonte Temporale:** orizzonte temporale entro cui si reputa possa manifestarsi tale scenario (breve, medio, lungo termine).

Il Template include anche dettagli sulle azioni di monitoraggio e mitigazione:

- **KPI di Monitoraggio:** indicatori per il monitoraggio dell'andamento del rischio definito nello scenario analizzato;
- **Frequenza di Monitoraggio:** frequenza prevista per il monitoraggio (giornaliera, settimanale, mensile, trimestrale, semestrale, annuale);
- **Azioni di Mitigazione:** descrizione dei presidi per mitigare la probabilità di accadimento dello scenario di rischio e/o l'impatto determinato;
- **Efficacia delle Mitigazioni:** valutazione dell'efficacia della mitigazione in termini di percentuale di copertura del rischio.

Per permettere una comprensione più pratica degli elementi raccolti dal template, si riportano di seguito alcuni esempi di scenari di rischio inclusi nel Template:

- **Greenwashing:** rischio reputazionale in caso di reclami/cause da parte di clienti che hanno effettuato investimenti consigliati dalla banca impattati da greenwashing;
- **Eventi Climatici Sfavorevoli:** rischio di repricing repentino di strumenti finanziari detenuti per riserve di liquidità a seguito di eventi climatici sfavorevoli;
- **Non Conformità Normativa:** rischio di non conformità alle normative ESG con conseguenti sanzioni e impatti reputazionali.

Il *template* descritto permette di raccogliere gli elementi utili a effettuare l'analisi degli impatti, funzionale alla determinazione della materialità. Tuttavia, per identificare quali siano i rischi che risultano essere materiali per la SGR, che quindi richiedono appropriate azioni di monitoraggio e mitigazione, è necessario identificare dei KRIs, approfonditi nel seguito del presente *Position Paper*. Inoltre, occorre che a tali indicatori siano associate opportune soglie, che consentano di valutare la rilevanza del rischio che rappresentano. Non è semplice definire delle soglie di materialità, in quanto indicatori molto eterogenei non risultano tipicamente direttamente interpretabili in una logica propria alle misure di rischio (in una logica finanziaria si tratta di perdite con dati livelli di probabilità associati) e necessitano quindi di un'appropriata calibrazione, che fa tipicamente ricorso anche alla sfera della valutazione soggettiva, all'avversione dello specifico intermediario per determinati rischi.

Valutando, ad esempio, la materialità del rischio su determinati portafogli, le soglie potrebbero essere definite a partire dalle specifiche caratteristiche dei portafogli per cui si vuole determinare la materialità, in quanto il rischio di sostenibilità non può che essere intrinsecamente legato al profilo di rischiosità tradizionale del portafoglio.

### 3.1.2. Individuazione degli indicatori

Una volta descritto il framework entro cui si inserisce l'analisi di materialità, è possibile approfondire un elemento tanto interessante quanto insidioso, quale l'individuazione dei KRI, introdotti nel presente capitolo e funzionali alla determinazione della materialità.

Gli indicatori utilizzabili quali KRI da una SGR dovrebbe anzitutto rispettare il principio della c.d. "doppia materialità" che permea più in generale il framework della finanza sostenibile dell'UE. In base a tale principio, se da un lato gli investimenti sono soggetti al rischio di sostenibilità, inteso quale un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verificasse, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento, dall'altro, a seconda della specifica tipologia, gli investimenti medesimi possono recare ripercussioni negative sull'ambiente e sulla società. Entrambi gli aspetti dovrebbero quindi essere considerati nella costruzione degli indicatori e delle metriche rilevanti.

Come evidenziato da Bdl<sup>64</sup> e come trattato in maniera più approfondita nel paragrafo 3.2, vi è una varietà di indicatori relativi alla sostenibilità tra cui scegliere per l'esecuzione dell'analisi di materialità. Oltre all'elemento della doppia materialità, la scelta degli indicatori deve considerare anche lo specifico rischio del quale si vuole misurare la materialità, che si muove su diverse direttrici quali:

- il pilastro ESG da cui deriva il rischio analizzato (*si tratta di rischio climatico, ambientale, sociale o di governance?*);
- il verticale di rischio tradizionale nel quale si inseriscono (*il rischio in esame può manifestarsi nell'ambito del rischio di mercato, del rischio di credito o del rischio di liquidità?*);
- la natura del rischio (*il rischio deriva dall'attività propria dell'intermediario oppure dall'attività che l'intermediario svolge per conto di terzi?*).

La definizione specifica di queste dimensioni può agevolare di molto l'individuazione degli indicatori più adeguati, non solo perché garantisce la comprensione della variabile da analizzare, ma perché facilita allo stesso tempo una piena integrazione dei vari database aziendali già in uso.

La scelta degli indicatori deve pertanto essere basata su approfondite analisi, volte a definire se tale metrica mappa correttamente il rischio specifico cui ci si trova di fronte. A titolo esemplificativo, nell'ambito degli indicatori riferiti al pilastro "E", ed in particolare agli indicatori di rischio fisico, è bene in questo contesto comprendere se la metrica in analisi includa tutti i fattori di rischio che possono determinarne la manifestazione. Nello specifico, una metrica potrebbe non contemplare, per esempio, il rischio che si verifichino delle frane, e quindi essere carente di un elemento fondamentale per valutare in maniera precisa il rischio analizzato.

Inoltre, potrebbe essere utile costruire gli indicatori sia per portafoglio complessivo gestito (di seguito anche Asset under Management, o "AUM"), sia per portafoglio gestito, che per singolo emittente in maniera da poter condurre, qualora necessario, analisi approfondite sia in termini di impatti che in termini di evoluzione della metrica.

Da ultimo, è possibile, per selezionare gli indicatori più adatti, fare riferimento a framework quali le raccomandazioni della *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD)<sup>65</sup>, il "Carbon Disclosure Project" (c.d. "CDP") o i requisiti delineati nell'ambito dei Principi di Investimento Responsabile delle Nazioni Unite (vedi box dedicato). Tuttavia, l'individuazione dei KRI non può

<sup>64</sup> Banca d'Italia, giugno 2024, "Rapporto annuale sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici", pp. 22 e segg.

<sup>65</sup> [Recommendations | Task Force on Climate-Related Financial Disclosures](#).

prescindere da un'attenta analisi della funzione che tali indicatori devono assolvere (in questo caso lo svolgimento dell'analisi di materialità), e dall'eventuale elaborazione di cui hanno bisogno per svolgerla.

Nel concreto, e nell'ambito del rischio ambientale, lo sviluppo degli indicatori per l'analisi di potrebbe essere costruito attraverso l'ausilio di una matrice che prenda in considerazione tutte le tipologie di rischio ambientale della Tassonomia UE, con riferimento, almeno, alle seguenti categorie di rischio già trattate nel capitolo 1, tipicamente previste nel Risk Management Framework.

Sulla base del modello di business, per ognuna di tali categorie di rischi dovrebbero essere individuate le possibili configurazioni dei rischi climatici e ambientali che potrebbero generare il rischio stesso per il gestore, sulla base della distinzione già effettuata nell'ambito di rischi diretti e indiretti. Ad esempio, nell'ambito dei rischi indiretti, come già visto nel paragrafo 2.3, il rischio operativo potrebbe essere impattato in termini di frodi/truffe sull'effettivo rispetto di criteri ESG da parte delle società in portafoglio. Altri rischi operativi potrebbero essere legati al processo di selezione dei fornitori o all'eventuale perdita di opportunità di accesso a sgravi fiscali o partecipazione a bandi, per la mancanza di adeguati requisiti in termini di ESG. D'altro canto, nell'ambito dei rischi diretti come descritti nel paragrafo 1.2, il rischio reputazionale potrebbe manifestarsi, ad esempio nel caso in cui la SGR sia percepita dai consumatori come poco trasparente o non in linea con le aspettative di integrazione dei fattori ESG nei processi aziendali.

Il gestore dovrebbe anche considerare il possibile impatto avverso degli eventi climatici e ambientali sul rischio legale (*litigation risk*); in particolare, il framework di gestione dei rischi operativi dovrebbe considerare e monitorare l'insorgere di controversie correlate a fattori ESG; tra cui: i) contenziosi relativi a prodotti collocati; ii) controversie sociali o ambientali legate al business del gestore.

Il *Disaster Recovery Plan* e il *Business Continuity Plan* dovrebbero prendere in considerazione specifici scenari connessi ai rischi idrogeologici, sismici, vulcanici e sono aggiornati annualmente al fine di recepire eventuali incrementi di rischio (anche conseguenti agli effetti del cambiamento climatico).

Sarebbe utile a tale fine creare un *database degli eventi dovuti alla manifestazione dei rischi climatici e ambientali e delle relative eventuali perdite operative rivenienti*.

Addentrando poi nell'ambito dei rischi indiretti, tramite elaborazioni fornite da providers, il gestore dovrebbe misurare la sensibilità degli emittenti ai diversi rischi (e.g., incendi, ondate di freddo, ondate di caldo, innalzamento del livello del mare, inondazioni, tornado e siccità). Tali informazioni andrebbero ricercate all'interno di specifici database pubblici per ogni tipologia di rischio climatico, derivante da eventi acuti (e.g., frane, piene fluviali, inondazioni costiere, incendi e uragani) o cronici (e.g., ondate di calore estremo e stress idrico) e analisi di secondo livello con l'utilizzo di database a livello locale e di informazioni sito-specifiche ottenute tramite le attività di pre-investment ESG Due Diligence.

Sulla base di caratteristiche intrinseche (e.g., settore energivoro, altamente emissivo) e dell'applicabilità di alcune normative (e.g., Tassonomia Europea, *Carbon Border Adjustment Mechanism*, *European Emission Trading Scheme*) il gestore dovrebbe valutare se il settore della società oggetto di investimento è potenzialmente soggetto al rischio di transizione in via diretta o indiretta (sulla supply chain).

Con riguardo ai rischi di mercato, vi è una metrica che potrebbe stimare come il cambiamento climatico possa influenzare le valutazioni delle società emittenti in portafoglio, secondo le dimensioni di "rischio fisico" e "rischio di transizione". Tale metrica è quella del *Climate Value-at-Risk* (c.d. "*Climate VaR*" o "*CVar*"), ovvero una misura delle potenziali perdite finanziarie di un portafoglio,

dovute al rischio climatico. Tale metodologia potrebbe permettere di ottenere un'indicazione sia degli assets potenzialmente più vulnerabili agli effetti negativi dei cambiamenti climatici sia di quelli che possono beneficiare delle opportunità fornite da investimenti con basse emissioni di carbonio. A tal fine rileva anche la metodologia "*Climate VaR and Stress Testing*" che, sulla base di diversi scenari climatici e orizzonti temporali, potrebbe consentire di valutare l'impatto del rischio fisico mediante un "*Sensitivity Score*" e del rischio di transizione mediante il calcolo dei c.d. "*Earnings at Risk*" che misurano la variazione potenziale dei margini EBIT ed EBITDA degli emittenti.

I punteggi ESG consentirebbero, pertanto, ai gestori di portafoglio di tenere conto dei rischi di sostenibilità nelle loro decisioni di investimento e sono disponibili a livello di emittente e di portafoglio.

Viene riportato in appendice al presente capitolo un framework di riferimento che rappresenta un esempio concreto sul processo che porta alla definizione degli indicatori da utilizzare nell'ambito della materialità.

## 3.2. Approcci per l'integrazione degli attuali framework di rischio con metriche ESG

*Fabio Bressan, Arcangelo Messina, Matteo Nencini, Paolo Pepe*

Il capitolo descrive le principali metriche di mercato per la gestione, la misurazione e il monitoraggio dei rischi ESG, spiegando come questi rischi siano integrati nei framework di controllo e di governance aziendali. Ampio spazio è dedicato alle strategie di integrazione ESG nella gestione degli asset, tra cui il negative screening, gli approcci best-in-class, l'analisi del carbon footprint e la considerazione dei Principal Adverse Impacts (PAI), evidenziando le principali sfide.

### 3.2.1. Principali e più diffuse metriche ESG

Se finora è stato analizzato il processo che porta all'individuazione degli indicatori nell'ambito dell'analisi di materialità, nel presente paragrafo le metriche ESG verranno trattate in maniera più ampia, elencando i driver che portano alla loro costruzione e le logiche di determinazione.

Nell'ambito dell'attività di gestione di portafoglio, caratteristica delle SGR, fattori ESG potrebbero avere un impatto indiretto sui rischi finanziari ed un impatto diretto sui rischi non finanziari, rispetto ai quali sono concettualmente riconducibili come sottoinsieme specifico; sono quindi elementi di sostenibilità che potrebbero influenzare nel medio-lungo termine il bilancio o il valore delle aziende e dovrebbero pertanto essere inclusi nelle valutazioni delle stesse. Le dimensioni riconducibili ai *pillars* "E", "S" e "G", sono misurate a partire da dati elementari che costituiscono, tra l'altro, la base di valutazione ed il riferimento di metriche descrittive.

Nella pratica si riscontra l'utilizzo delle seguenti metriche descrittive:

- **ESG score/rating:** giudizio inserito in una scala ordinale, assegnato con riferimento ad un determinato *pillar* (score) o riassuntivo dei tre *pillars* (rating), tipicamente funzione dell'esposizione che un emittente ha in relazione a tematiche materiali che impattano (di solito negativamente, ma in alcuni casi anche positivamente) i *pillars* "E", "S" e "G", oltre che della sua capacità di gestire efficacemente tali tematiche;

- **Score delle controversie:** punteggio indicativo della gravità di un evento o di una situazione di crisi afferente alla sfera ESG, in cui può risultare coinvolto un emittente, che presumibilmente potrebbero avere un impatto negativo sulla sostenibilità aziendale (tali eventi/situazioni possono essere gravi incidenti sul lavoro, casi di frode, aspetti di sicurezza dei prodotti, ecc., cui si riconducono procedure legali potenzialmente impattanti da diversi punti di vista per l'azienda);
- **Dati di esposizione settoriale o di *product involvement*,** ad es. esposizione a settori specifici, come produzione/commercializzazione di armi o tabacco, oppure ad es. l'allineamento di particolari attività a standard di mercato, come tassonomia, Paris Alignment;
- **Principal Adverse Indicator (PAI):** misura per un determinato elemento assunto come indicatore di potenziale impatto negativo per la sostenibilità, come identificati dalla normativa di riferimento.

Gli indicatori appena descritti possono essere classificati, in base alle loro caratteristiche, in diversi modi. In ottica di portfolio management e di gestione del rischio, una delle discriminanti di classificazione che si può utilizzare è, ad esempio, la **finalità teorica di utilizzo**. In base a questa direttrice, posto che il confine tra le due tipologie può essere labile, possiamo definire:

- Metriche utilizzate in ottica *forward-looking*, cioè quegli indicatori utilizzabili prevalentemente in ottica previsiva in grado di segnalare possibili rischi futuri. Un esempio sono gli score delle controversie, i quali, tramite l'individuazione di incidenti o eventi accaduti nel presente e potenzialmente dannosi, possono aiutare a predire possibili impatti negativi futuri<sup>66</sup> o metriche derivanti da modelli previsivi;
- Metriche utilizzate in ottica *backward looking*, cioè quelle misure prevalentemente finalizzate alla rendicontazione ex-post, solitamente utilizzate per far fronte a richieste di disclosure normativa. Un esempio sono i PAI definiti dalla normativa, i quali misurano gli impatti negativi generati, generalmente aggiornati con frequenza molto bassa (annuale) e quindi tipicamente non molto utili per inferire i futuri rischi di sostenibilità.

Un'altra dimensione che può essere utilizzata per classificare le metriche è l'effetto che si vuole osservare ed analizzare. I rating ESG, gli score delle controversie e le esposizioni settoriali, tra gli altri, possono essere utili a misurare i possibili effetti negativi che gli aspetti di sostenibilità possono avere in termini finanziari sul portafoglio; di contro altri indicatori, come i PAI, misurano gli impatti in termini di esternalità negative verso l'ambiente e la società, prodotte dalle attività investite nel portafoglio. La necessità di valutare entrambi gli aspetti della sostenibilità è, infine, riconducibile al concetto della "doppia materialità".

Definite le caratteristiche principali che le metriche ESG possono avere, è utile passare in rassegna e conoscere le **principali limitazioni** implicite che gli indicatori hanno. L'analisi dei fattori ESG passa per la metodologia di valutazione ed aggregazione, da cui dipende anche la disponibilità e completezza del dato, scontando una serie di problematiche di comparabilità e interpretazione; inoltre, sia per ESG score/rating che per i PAI, la rilevanza in termini di rischio è più un assunto che una certezza, non essendo nota l'effettiva esposizione ai fattori di rischio ESG e/o come essa si scarichi in ultima istanza sui rischi tradizionali.

<sup>66</sup> "Institutional investors have varied and sometimes multiple reasons for excluding corporate wrongdoers from their portfolio. They may implement this type of exclusion in order to [...] (3) mitigate financial risks that may result from corporate wrongdoing, such as penalties or revenue loss." Lee, Nagy, Eastman (MSCI ESG Research), 2017, Agosto, "Do corporate controversies help or hurt performance?".

Per semplicità, utilizziamo qui i termini “score” (numerico) e “rating” (testo) come sinonimi, posto che quest’ultimo è derivabile dal primo per mezzo di una funzione di mappatura (ESG rating funzione crescente di ESG score) dove gli ESG score sono tipicamente normalizzati come z-score per settore, se il rating fornisce una valutazione non assoluta.

La **costruzione del dato a livello di portafoglio** richiede una modalità di aggregazione definita:

- **score o rating per singolo pillar:**  $ESG_{pillar(p)}$ , calcolabile come media degli score/rating dei titoli appartenenti al *pillar*  $p$  (e.g.,  $p = E, S, G$ ) con ponderazione per i pesi percentuali dei titoli;
- **score o rating totale:**  $ESG_{total}$ , calcolabile come media degli  $ESG_{pillar(p)}$  equipesati o con pesi differenziati;
- **PAI riferito ad un elemento dato:** normalmente si tratta di una media ponderata dei PAI dell’elemento dato degli emittenti investiti in un portafoglio.

Le modalità di trattamento dei titoli con informazione non disponibile, unitamente alle modalità di integrazione degli strumenti derivati e dei fondi di investimento eventualmente presenti nel portafoglio, possono variare da un approccio semplificato di esclusione dei relativi contributi al trattamento con opportune modalità per evitare la perdita di informazione e possibili *bias*.

Relativamente al reperimento delle informazioni necessarie per calcolare le metriche, i dati analitici relativi ai precedenti indicatori, sono tipicamente acquisiti a livello di singolo emittente tramite provider specializzati che offrono una valutazione indipendente e dettagliata (e.g., MSCI ESG Research, Sustainalytics, Beyond Ratings, S&P Global), chiaramente con un coverage maggiore per gli emittenti quotati e più liquidi, e quindi elaborati internamente dalle società di gestione con aggregazioni a livello di portafoglio. In merito alla disponibilità dei dati (si veda anche paragrafo 4.2) invece, la copertura degli emittenti da parte dei provider, che è stato un tema rilevante nelle prime fasi di introduzione della normativa relative alle disclosure ESG, è in costante incremento ma rimarrà plausibilmente più limitata per gli emittenti a minore capitalizzazione, in particolare per le società non quotate, e, in termini geografici, per emittenti basati nei paesi emergenti. Per gli emittenti non quotati, in particolare, sarà probabilmente necessario procedere ancora con analisi specifiche di valutazione effettuate da parte di un’analista della società di gestione, processo chiaramente più *demanding* in termini di risorse interne, che logicamente ne limita la scalabilità; d’altro canto, questo elemento potrebbe permettere una maggiore e più efficace integrazione con il processo di analisi finanziaria pre-investimento.

Con le limitazioni richiamate sopra, le metriche descrittive sono utilizzate per evidenziare le caratteristiche ESG di un portafoglio ed i relativi contributi di rischio e performance, in taluni casi possono costituire dei vincoli nella costruzione e gestione del portafoglio sia in termini assoluti che relativi verso *benchmark*.

Approfondendo le modalità di utilizzo delle principali metriche descrittive, le misure di esposizione a specifiche attività di business, proprio per la loro natura di indicatori oggettivi e rilevanti ai fini dei risultati finanziari, sono normalmente usate per restringere l’universo investibile attraverso la definizione dei cd. criteri di “negative screening”. La motivazione è duplice: innanzitutto, l’applicazione di tali screening consente di mitigare i rischi reputazionali, facendo sì che i portafogli non abbiano potenziali vantaggi finanziari derivanti da esposizioni non allineate con le preferenze di sostenibilità espresse dalle società di gestione e condivise con gli investitori attraverso opportune disclosure delle politiche ESG (ad es. esclusione di armi di distruzioni di massa, produzione di beni e servizi ad elevato impatto ambientale, sociale, ecc.); inoltre, i criteri di negative screening potrebbero costituire una modalità molto semplice di gestione di alcuni rischi finanziari, segnatamente

riconducibili ad una superiore probabilità di registrare impatti negativi in conseguenza di controversie in ambito ESG.

Altri approcci maggiormente analitici possono tuttavia avere una maggiore efficacia complessiva nell'ottica della limitazione dei rischi prospettici, in particolare l'utilizzo degli score sulle controversie, che segnalano possibili impatti negativi futuri riconducibili alla sfera ESG, in termini di perdite oppure identificando delle situazioni di criticità potenziale collegata ad ambiti non allineati alle preferenze di sostenibilità degli investitori o della SGR. Dal punto di vista operativo, questi *score* possono quindi utilmente integrare le limitazioni di *negative screening* già citate.

Gli **score/rating ESG** sono normalmente utilizzati in maniera più strutturata nel processo di investimento, principalmente ricercando caratteristiche ESG superiori attraverso tali indicatori declinati operativamente in una molteplicità di approcci, che di norma si possono descrivere come *positive screening*, ampiamente differenziate dal punto di vista pratico proprio a causa della soggettività della misura e di una non chiarissima e facilmente quantificabile relazione con la sfera dei rischi. Le modalità più elaborate e, almeno a priori, potenzialmente più adatte allo scopo di una efficace gestione dei rischi, sempre in un'ottica di doppia materialità, prevedono una scomposizione più granulare degli elementi costituenti i rating in funzione della loro potenziale rilevanza, per indirizzare in modo più preciso gli specifici elementi nell'ambito del processo di valutazione degli investimenti; è utile, infine, effettuare un monitoraggio dell'evoluzione temporale di tali elementi, per valutare il miglioramento del profilo di sostenibilità complessiva, che è possibile ricondurre anche ad un'efficace attività di engagement svolta dalla stessa società di gestione.

Gli **indicatori PAI** presentano un grado di oggettività/comparabilità relativamente più elevato rispetto agli ESG score/rating e sono tipicamente utilizzati per finalità di monitoraggio d'impatto e possono costituire anche base di calcolo di KPI complessivi e a livello di prodotto, anche per misurare i miglioramenti registrati in conseguenza di politiche di *engagement* come modalità di integrazione dei fattori ESG nel processo di investimento.

Alla luce degli elementi illustrati, è evidente quanto la discrezionalità delle considerazioni relative alla sostenibilità, su cui si basano le metriche ESG può tradursi in indicatori tra loro poco confrontabili e incoerenti, rendendo vani gli sforzi di rendere consistenti le analisi dei fattori di sostenibilità. È quindi sempre più importante che tali considerazioni siano armonizzate attraverso una base comune di regole e di criteri, finalizzate a favorire la completezza e qualità delle informazioni, oltre che la standardizzazione delle metodologie, ambito nel quale vi è una ampia evoluzione normativa e di iniziative.

### 3.2.2. Integrazione degli aspetti ESG nell'ambito dei rischi

Come spiegato nel capitolo 2, la considerazione dei rischi derivanti dalle caratteristiche di sostenibilità<sup>67</sup> afferisce agli aspetti di natura non finanziaria, la cui materializzazione, per effetto dei diversi canali di trasmissione, può impattare i consueti fattori di rischio descritti nel capitolo 1 e che nel seguito saranno riferiti come "tradizionali". Questa caratteristica, in primis, ne rende sicuramente più complessa la trattazione rispetto ai rischi tradizionali, sebbene anche per questi ultimi vi siano interdipendenze. A titolo esemplificativo, si pensi alla difficoltà di valutare e quantificare i potenziali impatti in conseguenza di un caso di greenwashing, per cui rileva in primis l'elemento di rischio

---

<sup>67</sup> Il rischio di sostenibilità è definito al paragrafo 3.1 come un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verificasse, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore dell'investimento" (art. 2 comma 14 del reg. UE 2019/2088).

normativo e legale, ma che al contempo ha anche un impatto nella sfera del rischio reputazionale con probabili ripercussioni sul rischio di business e, potenzialmente, su quello strategico, in funzione anche della percezione che il mercato aveva del posizionamento del soggetto rispetto alle tematiche ESG prima dell'accadimento.

Gli elementi di maggiore complessità sono quindi le interazioni per cui il meccanismo di trasmissione di un evento non opera necessariamente in modo lineare ma può propagare effetti tra più tipologie di rischi. A titolo di ulteriore esempio, un evento relativo alla governance potrebbe avere conseguenze operative nel caso di sanzioni, impatti sulla reputazione dell'azienda con conseguenze negative, tra cui maggiori rimborsi, che potrebbero anche condizionare la gestione di portafoglio, oltre allo svantaggio competitivo derivante dal forzato riposizionamento strategico, effetti indiretti potrebbero infine coinvolgere le risorse umane.

L'integrazione dei fattori ESG nel framework classico del Risk Management, in particolare relativamente ai rischi di mercato, rappresenta un passaggio logico rilevante rispetto alla teorica materializzazione per il tramite dei fattori di rischio finanziario.

La modellistica finanziaria, sviluppata separatamente per le diverse tipologie di rischio, può essere quindi concettualmente integrata con fattori ESG anche ricorrendo ad aggiustamenti specifici in assenza di una naturale estensione o generalizzazione del modello; vi è infatti una difficoltà intrinseca per l'integrazione modellistica in senso stretto dei fattori ESG. Come già accennato in precedenza, la raccolta dei dati rilevanti necessita di fonti diverse, oltre che di serie storiche con una adeguata profondità. La letteratura sul tema non ha ancora una posizione ben definita: infatti se alcuni studi rilevano la presenza di fattori "ESG" per il mercato azionario, la soggettività dello score/rating ESG rende complessa una generalizzazione<sup>68</sup>. Inoltre, si riscontrano risultati contrastanti in merito alla significatività del fattore stesso: infatti in alcuni studi la collinearità tra fattore ESG ed altri fattori sembra rilevante, dato che le strategie con *tilt* ESG (e che quindi potrebbero suggerire l'esistenza di un tale fattore) sembrano anche essere caratterizzate da *alfa* statisticamente non diverso da zero, dopo aver corretto per *bias* su altre tipologie di fattori<sup>69</sup>; in altri casi invece emergono fattori ESG significativi, anche dopo aver controllato per le esposizioni ad altri fattori<sup>70</sup>.

In merito al rischio di credito, che assume una rilevanza minore nei portafogli gestiti in attivi liquidi (pur essendo chiaramente un fattore rilevante per il rischio mercato) e che riguarda principalmente fondi alternativi che effettuano loans, oltre ovviamente al settore bancario, la modellistica tradizionale determina una distribuzione delle perdite di portafoglio passando per la stima di variabili, in particolare la probabilità di default (PD). In tale contesto, l'integrazione degli aspetti ESG potrebbe concretizzarsi nella correzione delle PD per fattori climatici e ambientali.

Nonostante le limitazioni elencate precedentemente, sono stati portati avanti degli sviluppi per integrare i fattori ESG nella modellistica di rischio.

Da un punto di vista teorico, gli approcci metodologici di integrazione dei fattori ESG nei vari ambiti di applicazione dei modelli quantitativi, potenzialmente combinabili, includono almeno i seguenti:

---

<sup>68</sup> "Unfortunately, a strong disagreement ex ante exists even across ESG data vendors. This disagreement has a material impact on ESG factor construction", in Lioui, Tarelli, 2021, Novembre "Chasing the esg factor"

<sup>69</sup> "When accounting for exposure to standard factors, none of the twelve different strategies we construct to tilt to ESG leaders adds significant outperformance" in Scientific Beta Publication, 2021, Aprile, "Honey, I Shrunk the ESG Alpha": Risk-Adjusting ESG Portfolio Returns"

<sup>70</sup> "The findings in this paper make the case for a systematic Factor related to ESG" in Lioui, 2018, Novembre "Is ESG Risk priced?"

- Integrazione di metriche descrittive ESG (e.g., ESG score o rating, PAI), tra i criteri utilizzati per la costruzione e gestione del portafoglio nei diversi stili e per i relativi controlli. Le metriche vengono messe a disposizione dei gestori, che sviluppano logiche di costruzione dei portafogli che le considerino;
- Utilizzo di una specifica metrica ESG per derivare la frontiera efficiente ESG, visualizzabile come il luogo di punti con massimo Sharpe Ratio raggiungibile per ogni livello di metrica ESG, rappresenta la superficie efficiente nello spazio rendimento-rischio-sostenibilità ed è utilizzata per l'individuazione di portafogli ottimi. Tale frontiera viene poi utilizzata per determinare la composizione dei portafogli;
- Utilizzo di una specifica metrica ESG per derivare la funzione di preferenza ESG, concettualmente definita come Sharpe Ratio integrato con l'aggiunta di una componente affine risk-adjusted ESG (differenza portafoglio vs benchmark di una metrica ESG in rapporto alla deviazione standard della stessa metrica ESG dei titoli costituenti il benchmark), ponderata per un fattore di intensità della preferenza dell'investitore, che può essere utilizzata sia come misura di valutazione della performance e della componente non finanziaria ESG sia nell'ottimizzazione di portafoglio come funzione obiettivo che incorpori anche l'utilità relativa ai fattori ESG;
- Definizione di modelli di regressione multivariata che combinano i fattori tradizionali e fattori ESG come ulteriori variabili esplicative (modelli fattoriali ESG-adjusted); l'obiettivo è quello di migliorare la stima del rendimento del titolo che dipende da fattori economico-finanziari ma anche da fattori non finanziari come i fattori ESG. I modelli fattoriali ESG-adjusted sono impiegati sia per analizzare il contributo dei fattori ESG in termini di performance finanziaria e rischio sia nella gestione di portafoglio, ad esempio, con strategie di selezione attiva;
- Approcci di intelligenza artificiale per l'elaborazione di dati non strutturati; in questo caso l'applicazione rilevante è l'estrazione di informazione utile per finalità di Risk Management per le decisioni di investimento. Tecniche di apprendimento automatico possono essere impiegate per identificare pattern complessi nei dati ESG e addestrati per previsioni su performance e rischi. Tali elementi possono poi integrare la definizione dei portafogli ottimali, per valutazioni sulla performance e per il controllo dei rischi;
- Value-at-Risk (VaR) con fattori ESG integrati nel metodo di stima (e.g., parametrico, non parametrico); siamo nel dominio classico del Risk Management con la stima del rischio di mercato, utilizzabile sia per finalità di controllo che nel contesto dell'ottimizzazione di portafoglio sotto vincolo o obiettivo di rischio, dove la perdita attesa include il rischio derivante da fattori ESG; ne è un esempio il *Climate VaR*, trattato nel paragrafo 3.1.3;
- Stress testing con shocks dei fattori di rischio finanziario determinati a partire da scenari ESG definiti; l'utilizzo dello stress testing è principalmente orientato a corroborare l'analisi di portafoglio evidenziando situazioni, non altrimenti evidenti, che richiedano valutazioni di Risk Management.

Nella pratica, tra gli approcci descritti in precedenza, i più diffusi nell'industria dell'asset management, con visibilità attuale nei sistemi aziendali e nella comunicazione, sono essenzialmente due:

- **Metriche descrittive (discusse in precedenza):** si tratta di indicatori utilizzabili come attributi ESG sia nel contesto della costruzione e gestione di portafoglio (e.g., strategie tematiche, strategie di selezione attiva), sia nell'ambito del monitoraggio dei limiti definiti nella politica di investimento, dell'analisi e del reporting. Queste metriche, integrate nei modelli quantitativi, possono essere

impiegate per considerare la tolleranza ai fattori ESG e guidare la selezione e l'allocazione dei titoli (e.g., filtri in vari processi, vincoli nei modelli di ottimizzazione di portafoglio), oltre che utilizzate per finalità di analisi e reporting; ad esempio, indicatori di emissione di CO2 per valutare l'impatto ambientale del portafoglio, indicatori relativi alle controversie ed alla governance per gli aspetti sociali e di governance;

**Limiti:** natura qualitativa, assenza di metodologie standard e non evidenza del collegamento con rischi finanziari costituiscono dei limiti oggettivi;

**Vantaggi:** semplicità dell'approccio e utilizzabilità degli attributi per varie applicazioni con chiaro collegamento ai fattori ESG corrispondenti.

- **Climate stress-test** (talvolta impropriamente denominato Climate VaR): si tratta di uno specifico esercizio di stima nell'ambito degli scenari climatici per ottenere le due componenti che definiscono il rischio climatico:
  - **Rischio di transizione:** percentuale di perdita di portafoglio, determinata per mezzo del modello di rischio di mercato, dati gli shocks ipotizzati sui fattori di rischio di mercato che per ipotesi costituiscono la materializzazione dello scenario climatico definito;
  - **Rischio fisico:** percentuale di perdita di portafoglio determinata con modello ad hoc che considera elementi specifici quali la vulnerabilità dell'area regionale di appartenenza ed il grado di esposizione in relazione alla natura delle attività del settore.

**Limiti:** ipotesi sottostanti relative a scenari e meccanismi di trasmissione, orizzonte temporale indefinito ed applicazione istantanea degli shocks costituiscono limiti intrinseci;

**Vantaggi:** semplicità dell'integrazione della dimensione climatica nell'ambito dei rischi di mercato e coerenza di trattamento di tutte le esposizioni di portafoglio.

### 3.2.3. Indicazioni utili all'applicazione nel framework di controllo dei rischi

L'introduzione delle tematiche di sostenibilità all'interno del framework di gestione dei rischi deve necessariamente partire dal posizionamento strategico della SGR sui temi ESG. Quest'ultimo si sostanzia nella valutazione, tra gli altri, anche dei fattori ESG, sia perché la SGR riconosce la rilevanza dei fattori ESG nella materializzazione dei rischi reputazionali sia per rispondere alle esigenze di una clientela più sofisticata, che esprime delle preferenze anche in merito alle tematiche di sostenibilità. Infatti, l'industria dell'asset management svolge un ruolo cruciale per veicolare il risparmio verso forme di investimento sostenibile e in questo senso la scelta della gamma dei prodotti offerti rappresenta la più visibile modalità di risposta alle tematiche ESG. Alla strategia di business appena descritta si possono accostare anche le scelte a sostegno della sostenibilità come la decisione di aderire a protocolli internazionali (come la Net Zero Asset Manager Initiative, c.d. NZAMI, Principle for Responsible Investment, c.d. PRI, le linee guide delineate dalla precedentemente citata Task Force on Climate-related Financial Disclosure, c.d. TCFD, etc.), le azioni di mitigazione dei rischi e anche l'avvio di progetti filantropici. La considerazione dei temi di sostenibilità nella strategia aziendale implica, come si dettaglierà meglio in seguito, il loro impatto anche nell'attività di gestione dei portafogli e nella gestione dei rischi degli stessi. Da qui sorge quindi la necessità di presidiare gli impatti delle tematiche ESG anche sui tradizionali rischi finanziari dei portafogli gestiti, come quello di mercato o di credito.

Gli approcci di integrazione dei rischi ESG seguono schemi di mappatura e liste di controllo definite, e prevedono da un lato analisi di materialità, come descritto nel dettaglio in precedenza, e dall'altro il loro monitoraggio nel tempo tramite KPI e KRI selezionati dal framework di riferimento citato in precedenza. I principali in quest'ambito risultano:

- KPI per gli obiettivi dell'azienda in termini di impatto ESG verso l'esterno, ad es. tramite l'utilizzo di PAI a livello di *entity*, la misurazione del grado di allineamento alla tassonomia a obiettivi ESG, come *Netterò* o l'esposizione a settori controversi, come quello delle armi;
- KPI per gli obiettivi di business in ambito ESG, ad es. in termini di numerosità di prodotti "ESG"<sup>71</sup>, della loro rilevanza in termini di masse, o misurando degli indicatori ESG sintetici a livello di prodotto;
- KRI per il rischio ESG riconducibile all'azienda ed ai prodotti gestiti, facendo ricorso alle metriche descritte nei paragrafi precedenti.

La sfida che il gruppo di gestione e la funzione Risk Management devono affrontare è difficile perché le SGR sono soggette a fattori esogeni come la variabilità delle preferenze degli investitori e delle tendenze di mercato, specie in un contesto in cui le relazioni tra fattori ESG e i profili di rischio/rendimento dei prodotti non sono ancora ben definite, come descritto nei paragrafi precedenti e approfondito nel paragrafo successivo. Nel caso in cui i clienti dimostrino una minore sensibilità nei confronti degli aspetti di sostenibilità, la SGR, per esigenze di mercato, si potrebbe vedere costretta a non rispettare alcuni tra i target sui KPI/KRI individuati, dovendone dare una giustificazione agli stakeholder.

È del tutto evidente che a fronte del materializzarsi di un evento di rischio ESG si attuino dei meccanismi di trasmissione con impatto sui rischi tradizionali e potenzialmente anche su altri rischi ESG, come discusso in precedenza (aspetti "trasversali" di interazione); di conseguenza è essenziale che i processi decisionali siano guidati da una visione olistica della gestione del rischio. A livello aziendale il collegamento con i rischi tradizionali coinvolge principalmente i rischi non finanziari che nell'industria dell'asset management, dove vi è una potenziale medio/alta materialità, sono riconducibili principalmente alla reputazione aziendale, date le aspettative degli stakeholder sia interni che, soprattutto, esterni, alla compliance normativa, alla sostenibilità del business nel lungo termine, oltre a vantaggi competitivi che potrebbero derivare da strategie aziendali e di investimento orientate alla sostenibilità che se non perseguite comporterebbero dei costi opportunità.

La complessità delle interrelazioni tra i fattori di rischio pone dei requisiti per il perseguimento degli obiettivi di sostenibilità e della relativa comunicazione, errori in questo ambito implicherebbero rischi anche estremi come nell'ipotesi di greenwashing o socialwashing, così come l'inerzia dell'azienda su tali tematiche implicherebbe potenziali perdite derivanti da assunzioni non favorevoli da parte degli stakeholder. Le problematiche di governance in senso stretto sono in teoria meno probabili in un settore fortemente regolamentato e vigilato; tuttavia, la qualità della governance può risultare dirimente al pari delle strategie aziendali.

Di conseguenza, la gestione dei rischi ESG ha lo scopo di mitigare l'impatto dell'eventuale materializzazione di quanto descritto finora sull'azienda, tramite la definizione e il monitoraggio dei sopracitati KPI per gli obiettivi di business o KRI per presidiare rischi operativi e strategici (come quello reputazionale o di greenwashing); è inoltre possibile mitigare gli effetti che, attraverso il canale di distribuzione rappresentato dalla gamma prodotti, questi ultimi hanno verso l'esterno, tramite la definizione dei KPI in termini di impatto.

---

<sup>71</sup> Le differenti tipologie di prodotti "ESG" verranno approfondite nel paragrafo successivo.

Naturalmente, il raggiungimento dei target definiti su KPI/KRI e la gestione dei rischi a livello aziendale deve trovare un necessario contraltare nella declinazione degli stessi a livello di caratteristiche della gamma prodotti e a livello di modalità di gestione. In particolare, nella gestione dei portafogli finanziari in senso stretto l'integrazione degli aspetti sopra citati avviene per mezzo degli attributi previsti dalla politica di investimento e delle regole interne stabilite per la costruzione e monitoraggio dei portafogli. Infatti, la politica di investimento descritta nella documentazione d'offerta o nel mandato di gestione può prevedere elementi specifici relativi agli aspetti ESG e l'eventuale scelta di un benchmark, costituito da indici di mercato, rappresenta lo strumento principale per caratterizzare un portafoglio finanziario in termini di sostenibilità. Tali elementi, posti a livello strategico di design del prodotto, si declinano operativamente con l'implementazione e monitoraggio dei portafogli secondo i gradi di libertà concessi, tipicamente relativi alla selezione dei titoli. Gli aspetti di rilievo nell'ambito dei prodotti gestiti riguardano i segmenti di mercato rilevanti e le relative esposizioni. Le esposizioni possono essere espresse in termini assoluti o relativi rispetto all'eventuale benchmark, possono essere utilizzate per enfatizzare specifici aspetti di sostenibilità ed in taluni casi prevedere anche l'esclusione di interi settori e/o emittenti.

I prodotti con caratteristiche ESG più evidenti (secondo normativa SFDR), i cosiddetti art. 8 e art. 9<sup>72</sup>, riportano esplicitamente tali elementi e prevedono vincoli più stringenti; nondimeno, anche i cosiddetti art. 6, e più in generale tutti i prodotti gestiti, mutuano una parte di elementi di sostenibilità che ne costituisce il tratto comune, scelta che appare naturale per evitare ogni forma di rischio reputazionale che potrebbe derivare dalla simultanea presenza di prodotti con obiettivi contrastanti.

Gli aspetti precedentemente descritti portano alla definizione di ulteriori KRI a livello di SGR e di prodotto, più strettamente legati a rischi finanziari più comuni, ad es. per misurare l'impatto dei rischi ESG sul rischio di mercato. La sfida che il gruppo di gestione e la funzione Risk devono affrontare è calibrare le metriche KRI in modo che siano coerenti con gli obiettivi, più o meno vincolanti, assunti a livello di SGR senza pregiudicare le principali caratteristiche finanziarie dei prodotti, ad es. in termini di profilo rischio/rendimento o di orizzonte temporale, specie per quelli che non integrano in maniera rilevante gli aspetti ESG nel processo di investimento (ad es. ex art 6 SFDR).

L'implementazione del framework appena descritto comporta diverse difficoltà. In primis, in presenza di una gamma di prodotti che fa largo utilizzo di benchmark di riferimento e di uno stile di gestione che prevede un ridotto *tracking error*, la stessa definizione dell'indice di riferimento può portare il portafoglio ad esporsi ad asset class non ottimali dal punto di vista dei target KPI/KRI. Un caso di scuola è, per esempio, la definizione di un target di emissioni a livello di SGR, pur avendo una gamma d'offerta con una prevalenza di portafogli a benchmark esposti alle asset class *corporate high yield* o *emerging market*, che per natura sono caratterizzate da alte emissioni o addirittura da mancanza di dati. Di contro la scelta oculata dell'indice di riferimento può aiutare nella definizione dei target o delle attività di monitoraggio dell'attività gestoria. Infatti, se da un lato la sua presenza potrebbe, come ricordato precedentemente, condizionare la sostenibilità delle scelte d'investimento, dall'altro facilita la definizione di target coerenti e raggiungibili, riducendo la possibilità di incorrere in *bias* settoriali/geografici che possono nascere dalla definizione di target "assoluti" attraverso l'utilizzo di score ESG "bassi". La definizione di obiettivi ESG per i portafogli privi di un parametro di riferimento è resa più complessa dall'assenza di una composizione target in termini di asset class e solitamente richiede la creazione di un "meta – benchmark" che rappresenti le asset class di riferimento e contemporaneamente incorpori tutti i vincoli previsti dalla politica di investimento.

---

<sup>72</sup> Tali prodotti sono approfonditi nel paragrafo successivo.

Anche le caratteristiche di un particolare processo d'investimento potrebbero rendere difficile il trasferimento ai portafogli gestiti dei KPI/KRI. Infatti, alcuni prodotti hanno processi di investimento specifici, che si prestano poco al monitoraggio con KPI/KRI più comuni; un esempio sono i portafogli la cui strategia prevede di migliorare le emissioni in un orizzonte pluriennale tramite le attività di engagement. In tale contesto, i comuni indicatori KRI/KPI basati sui rating/score ESG potrebbero non avere senso.

Infine, si pone il tema della trattazione dei prodotti che non integrano gli aspetti ESG nel processo di investimento o lo fanno solo marginalmente (chiamati di seguito per semplicità prodotti "non ESG"). Se la quota di tali portafogli rispetto al totale è rilevante, la decisione di definire dei KRI/KPI a livello globale, includendo anche i portafogli "non ESG", oppure solo sul sottoinsieme di portafogli "ESG" diventa cruciale. La prima soluzione, sebbene più coerente con impostazione globale dei presidi dei rischi ESG, pone il problema della declinazione dei KPI/KRI per prodotti che, proprio per la mancanza o la residualità della considerazione dei fattori ESG nella politica d'investimento, potrebbero deviare rispetto ai percorsi di miglioramento o alle soglie definite ex-ante. D'altro canto, la soluzione di focalizzarsi solo sui prodotti ESG potrebbe non far emergere rischi materiali. Una soluzione intermedia è quindi quella di definire dei KPI/KRI a livello globale impostando vincoli più o meno stringenti in funzione della tipologia di prodotto. Di conseguenza si potrebbe parlare, almeno da un punto di vista teorico, di:

- indicatori "di **monitoraggio**" (tipicamente applicabili a prodotti art. 6) il cui scopo è principalmente quello di intercettare e monitorare i rischi materiali, senza necessariamente implementare azioni correttive;
- indicatori "di **miglioramento**", per i quali, alle finalità precedenti, si aggiunge quella dell'implementazione di specifiche azioni per migliorare l'indicatore.

Anche in questo caso, per i prodotti non ESG, la presenza dei benchmark può aiutare a comprendere l'evoluzione temporale dei KPI/KRI nella fase di monitoraggio, per isolare le variazioni "strutturali", dipendenti cioè dal mercato, da quelle derivanti da precise scelte gestionali.

Ovviamente tale distinzione teorica pone dei problemi pratici, ad es. se l'evoluzione temporale dell'offerta tende ad un incremento di prodotti con indicatori di "monitoraggio", si possono determinare scenari in cui una SGR non raggiunga i target definiti a livello aziendale. Questo sottolinea l'importanza dell'utilizzo dinamico dei KPI/KRI, specie in funzione della gamma prodotti e delle preferenze della clientela con tematiche di trasparenza verso il mercato e di rischi reputazionali. Riassumendo, la sfida più grande nell'applicazione efficiente del framework sopra descritto è rappresentata dal riuscire a dare un'impostazione coerente che concili le esigenze commerciali, gli aspetti di sostenibilità e contemporaneamente mitighi i rischi cui la SGR è sottoposta. Tutto questo passa attraverso la definizione di obiettivi, più o meno vincolanti, a livello di azienda, che devono essere declinati in maniera organica sui singoli prodotti. Per garantire l'omogeneità dell'approccio è importante che il monitoraggio del rispetto degli obiettivi guardi sì alla attività gestoria del singolo portafoglio ma debba contemporaneamente verificare che i KPI/KRI rimangano entro i limiti definiti per la SGR nel suo complesso.

### 3.3. Modalità di integrazione della gestione degli asset

*Anna Maria De Santo, Arcangelo Messina*

Le strategie di investimento che integrano aspetti ESG hanno guadagnato crescente importanza nel corso degli ultimi decenni. Le prime integrazioni chiaramente tracciabili partono dagli anni '60 e '70, con gli investimenti socialmente responsabili (“*Socially Responsible Investing*”, o SRI), principalmente focalizzati sull’esclusione di investimenti in settori controversi come tabacco e armi, ma successivamente, a partire dagli anni '90, comincia ad emergere un approccio più proattivo, con gli investitori che iniziano a cercare aziende con buone pratiche ambientali e sociali da includere nei loro portafogli. Al giorno d’oggi la rilevanza e la diffusione delle tematiche di sostenibilità ESG è tanto estesa e variegata, da aver spinto il regolatore UE ad introdurre una specifica normativa nel 2019, la Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), finalizzata ad ottenere maggiori livelli di trasparenza e standardizzazione nei prodotti del risparmio gestito con riferimento agli aspetti di sostenibilità ESG, a beneficio degli investitori.

La molteplicità di approcci adottati dagli intermediari rispetto alle modalità di integrazione dei fattori ESG è comunque anche funzione delle diverse fattispecie di investimento, che dipendono, tra l’altro, dalle *asset class* di riferimento, dalle caratteristiche degli emittenti/strumenti investiti e dalle strategie adottate per la costruzione dei portafogli stessi (in cui incidono aspetti rilevanti come le scelte di *asset allocation*, le modalità di selezione degli emittenti, l’adozione di valutazione fondamentale o di metodologie quantitative, la liquidità dei target di investimento, ecc.), aspetti che portano quindi a differenti declinazioni, anche in funzione delle tipologie di veicolo in cui le strategie vengono implementate, che nell’attuale e variegato panorama del risparmio gestito, spaziano dai veicoli caratterizzati da maggiore liquidità, come i fondi cd. UCITS, alle diverse categorie di fondi FIA, anche chiusi, come il caso dei fondi di Private Equity o di Real Estate.

Pur nelle molteplici differenze, che non possono certo essere affrontate in modo esaustivo nell’ambito di questo contesto, sembra utile provare a delineare una prima differenziazione basandosi sugli obiettivi di massima che queste strategie tipicamente si prefiggono, distinguendo

- strategie che hanno una principale finalità di impatto positivo in ambito sociale e/o ambientale;
- strategie volte a migliorare il profilo di rischio/rendimento del portafoglio stesso, tipicamente attraverso una mitigazione dei rischi di sostenibilità afferenti alla sfera ESG dei soggetti investiti, che potrebbero subire un potenziale impatto negativo economico e/o finanziario, essenzialmente a causa di una deficitaria gestione di tali aspetti.

Pare piuttosto evidente che le finalità del primo tipo, che potremmo definire di impatto “esterno”, non sono strettamente destinate ad ottenere un preciso maggior vantaggio economico per gli investitori, che in ultima analisi attraverso i loro capitali ne permettono l’implementazione e che aderiranno a tali strategie selezionando e sottoscrivendo il prodotto che le persegue, essenzialmente per proprie motivazioni non afferenti strettamente alla sfera finanziaria (profilo rischio-rendimento).

Queste finalità sono tipicamente perseguite in ambito sociale e/o ambientale, sia mediante la ricerca di un impatto positivo, che potrebbe a titolo di esempio essere la partecipazione o il finanziamento di progetti di evoluzione e sostegno in tali ambiti, portati avanti direttamente o indirettamente attraverso i soggetti che li promuovono, che attraverso l’esclusione di soggetti riconducibili ad impatti giudicati nocivi secondo diverse metriche e indicatori, di tipo ambientale: rilascio di “gas serra”, inquinamento ambientale e deforestazione, tra gli altri, ovvero di tipo sociale: produzione di armamenti non convenzionali, produzioni nocive per la salute come il tabacco, pratiche operative che non tutelano la sicurezza dei lavoratori o delle popolazioni nelle aree di interesse.

Vale qui la pena tornare sul tema della sostenibilità esterna degli investimenti, che potrebbe in diversi casi avere anche impatti nella sfera delle attività di business poste in essere da parte delle società investite, che potremmo quindi definire come impatti interni; infatti, in assenza di una adeguata capacità di adattamento e trasformazione del proprio business model, le società potrebbero perdere competitività ed essere marginalizzate nel mercato in cui operano, comportando quindi in ultima analisi una perdita di valore degli investimenti. Un esempio in merito alle tematiche ambientali chiarisce bene il punto, si pensi alla sostenibilità di lungo termine di modalità di produzione “carbon intensive”, che potrebbero portare a incremento di costi in conseguenza di politiche disincentivanti, carbon tax ad esempio, e conseguente diminuzioni dei margini e/o diminuzione delle vendite, che potrebbe inoltre indipendentemente materializzarsi per scelta della clientela a fronte di una sempre maggiore sensibilizzazione della stessa rispetto ai temi ambientali. Un altro esempio riguarda la manifestazione di specifici eventi ad impatto negativo, che possono riguardare eventi climatici estremi, sanzioni e/o risarcimenti per i danni arrecati, che andrebbero a ridurre il valore delle società investite anche in modo rilevante.

D’altro canto, il perseguimento di obiettivi di impatto esterno positivo o di vincoli di esclusione, potrebbe portare a portafogli sub-ottimali rispetto a prodotti comparabili, che possono invece spaziare entro un universo investibile non vincolato, cosa che chiaramente può generare un impatto finanziario negativo per gli investitori in termini di costo-opportunità a causa della minore diversificazione; tale effetto potrebbe comunque essere accettabile, nella misura in cui le funzioni di utilità degli investitori contemplino anche il perseguimento di obiettivi di sostenibilità, oltre a quelli finanziari. Una prospettiva che presuppone che nell’effettuare le loro scelte gli investitori colgano la doppia dimensione (finanziaria e in tema di sostenibilità) dell’investimento e siano in grado di cogliere eventuali trade-off tra gli stessi<sup>73</sup>.

Si evidenzia, infine, che si è progressivamente consolidata nel tempo una ulteriore modalità di integrazione di elementi collegati alla sostenibilità, la cui definizione avviene a livello generale, attraverso la formulazione di indicazioni relative all’investibilità individuate da parte degli Asset Manager all’interno di Policy di alto livello, quindi tipicamente applicabili su un perimetro di prodotti molto ampio, anche non specificamente identificabili come sostenibili o ESG; spesso tali restrizioni mirano a limitare l’esposizione verso emittenti che hanno una caratterizzazione fortemente negativa in termini ambientali e/o sociali (esempio di prassi molto comune è la limitazione verso soggetti con attività collegate ad armi non convenzionali), la cui motivazione può essere in ultima analisi ricondotta anche ad una mitigazione del rischio reputazionale dell’intermediario stesso, e ad un’identificazione in termini positivi del brand delle società di gestione presso il pubblico e presso investitori di tipo istituzionale, che sovente prestano molto attenzione a questi elementi.

In conclusione, l’investimento a impatto positivo trova la ragion d’essere principale nell’andare a soddisfare esigenze in tema di sostenibilità dei sottoscrittori, in quanto interessati anche ai ritorni positivi esterni delle strategie adottate, anche se questi possono comunque trovare dei razionali finanziari attraverso la mitigazione di taluni rischi.

---

<sup>73</sup> Opportuno chiarire che non ci si riferisce in questo ambito a investimenti cd. “tematici”, che si focalizzano ad esempio su specifici ambiti collegati alla “green economy”, come potrebbero essere le energie pulite, prodotti gestiti che vogliono invece offrire una sistematica partecipazione ad emittenti attivi in tali ambiti, sulla base di aspettative di crescita e quindi di rendimento positivo per i sottoscrittori.

### 3.3.1. Impatti delle strategie nell'ottica dell'investitore

Concentrandosi maggiormente sugli aspetti di sostenibilità dei business investiti, che quindi risultano più strettamente afferenti agli aspetti di valutazione finanziaria delle opportunità e dei rischi di investimento, che hanno rilevanza diretta per gli investitori, sono molteplici gli approcci possibili ed effettivamente adottati dall'industria del risparmio gestito nel corso del tempo, per valutare gli impatti della sfera ESG sul valore prospettico degli investimenti.

Uno degli approcci più semplici che tipicamente si può adottare, consiste nell'ampliare la sfera di valutazione economico/finanziaria, alla base della maggior parte dei processi di selezione degli investimenti, integrandovi in vario modo anche delle metriche ESG; queste ultime possono prendere diverse forme, tra cui la più nota è quella dei c.d. rating ESG, ossia giudizi di sintesi assegnati da provider specializzati, relativi alla sfera ambientale, sociale e di governance delle società.

Tale processo spesso prevede valutazioni articolate, che non si limitano quindi a utilizzare uno o più rating ESG esterni, ma ne effettuano ricombinazioni e rielaborazioni interne attraverso modelli propri, eventualmente integrandoli con giudizi elaborati da unità specializzate dell'Asset Manager, che possono basarsi su informazioni rilasciate dalle società stesse; spesso, inoltre, le metriche tengono conto in termini più granulari di questi aspetti utilizzando singoli "score" sui tre elementi citati o, ancora, attraverso una valutazione di metriche ancora più specifiche relative a singoli "key issues", che permettono quindi una combinazione ed una pesatura più in linea con le valutazioni di materialità effettuate dal gestore<sup>74</sup>. Un'altra fonte utile di informazioni è fornita dalle controversie finanziarie che forniscono informazioni "forward looking" sulla società più aggiornate rispetto a quelle contenute negli score.

Non si può entrare nel dettaglio tecnico della pleora di approcci che sono ad oggi adottati nella valutazione ESG, tuttavia, una caratteristica che spesso accomuna queste metodologie è frutto della difficoltà di integrazione di metriche tipicamente basate su giudizi qualitativi e driver non strettamente finanziari in modelli e metodologie valutative tradizionali di tipo economico e finanziario. Tale difficoltà può quindi, negli approcci più semplici, condurre ad aggiungere dei criteri specifici in ambito di metriche ESG che gli investimenti devono soddisfare (un esempio potrebbe essere una strategia che preveda di investire nei soggetti che hanno valutazioni ESG superiori, a parità di alcune altre condizioni o, più semplicemente, che richiedono presenza di rating e requisiti minimi sugli stessi per l'effettuazione dell'investimento).

Questi approcci potrebbero però portare a dei *bias* non trascurabili nella costruzione dei portafogli, con diverse controindicazioni, tra cui possiamo annoverare:

- Divergenza strutturale del portafoglio rispetto al mercato di riferimento, riguardo aspetti come il settore di riferimento (ad esempio certi settori ed attività portano con sé un rischio inerente ed un rischio residuo di tipo ambientale maggiore), la capitalizzazione (le società più grandi sono tipicamente meglio attrezzate anche per indirizzare i rischi afferenti alla sfera ESG), l'area geografica operativa di riferimento (che cambia in modo sostanziale il rischio climatico fisico cui la società si espone) e, secondo diversi studi, anche il rating di credito<sup>75</sup>;

<sup>74</sup> Un aspetto sicuramente di rilievo è infatti costituito dalla elevata soggettività nella costruzione dei Rating ESG, che mostrano una elevata dispersione dei giudizi finali forniti dai diversi provider specializzati. Oltre che nei giudizi formulati a livello granulare, la variabilità può anche essere spiegata con i metodi e gli schemi di pesatura adottati, che sono lungi dall'essere definiti in modo standard e che riflettono quindi una valutazione di ciò che è materiale per la sostenibilità finanziaria piuttosto eterogenea.

<sup>75</sup> Aspetto piuttosto discusso e che potrebbe di fatto evidenziare una comunanza di fattori rilevanti, che potrebbero impattare in modo positivo o negativo entrambi gli ambiti. Un'analisi di tale aspetto, corredata da elementi bibliografici, si può trovare nel Research Report "ESG and Credit Rating Correlations", Risk Control Limited - numero 22-16a del 04.02.2022.

- Concentrazione verso tradizionali “fattori” di rischio e performance riconducibili ai giudizi ESG che i principali provider assegnano, come potrebbe essere l’esposizione “*growth*” (in sostanza derivante da una valutazione di mercato che esprime multipli molto superiori rispetto a società comparabili, guidati dalle valutazioni ESG) o di “momentum” (derivante da movimenti persistenti di prezzo, conseguenti a trend di afflusso di capitali verso gli emittenti più “virtuosi” a scapito di quelli che ricevono valutazioni ESG peggiori).

Oltre agli aspetti che hanno una rilevanza diretta nella costruzione dei portafogli, osservabili attraverso esposizioni che, in modo più o meno marcato, possono collegarsi a strategie che privilegiano emittenti ad alta valutazione ESG, vale la pena di evidenziare l’aspetto degli effetti economici potenzialmente riconducibili agli impatti di tali preferenze di investimento nel mercato dei capitali. Partendo proprio dai possibili *bias* prima evidenziati, è piuttosto agevole comprendere come questi potrebbero indurre a privilegiare gli emittenti valutati come virtuosi (che di fatto godrebbero di maggiori flussi di capitale e di finanziamenti meno costosi), rispetto a quelli che invece ricevono giudizi peggiori, che potrebbero quindi diventare marginali e al limite uscire dal mercato, con il rischio che dei settori o delle attività industriali indispensabili (si pensi alle *Utilities* o ai *Materials*) possano subire degli impatti negativi per effetto di valutazioni o esclusioni effettuate secondo modalità troppo semplicistiche (come potrebbero essere la minimizzazione delle metriche di rischio ambientale assoluto o dell’impatto negativo, misurato sempre in termini assoluti e magari *backward-looking*).

Quanto esposto non deve condurre a formulare una valutazione negativa sull’integrazione degli aspetti di sostenibilità ESG nell’attività di investimento, quanto a sottolineare che solo un approccio consapevole e correttamente integrato può, a priori, condurre ad un potenziale vantaggio finanziario per gli investitori. Per raggiungere questo obiettivo, è anzitutto indispensabile valutare le informazioni di natura ESG in base alla potenziale materialità finanziaria, riportandole all’interno della valutazione di rischio e opportunità complessiva, tenendo altresì conto dell’incertezza e anche del rilevante grado di soggettività che caratterizza queste informazioni. In presenza di un’indicazione ESG sarà quindi opportuno comprendere e contestualizzare, tra l’altro:

- se l’indicazione ESG sia espressa in termini assoluti o relativamente a una categoria di comparabili (ad es. settore e area geografica): questo aspetto ha una rilevanza tutt’altro che trascurabile, in particolare se il prodotto viene gestito utilizzando benchmark di mercato quale termine di confronto;
- definire in termini granulari gli elementi afferenti alle diverse aree di riferimento, evitando quindi di utilizzare metriche composite, valutandone inoltre l’accuratezza e la materialità dal punto di vista dei rischi finanziari sottesa a queste valutazioni;
- valutare i rischi prospettici e la remunerazione attesa dell’investimento, cercando di comprendere se quest’ultima risulti essere adeguata, anche attraverso analisi di scenario.

L’ultimo aspetto, in particolare, è probabilmente quello più complesso, perché rende necessario definire dal punto di vista metodologico le modalità di raffronto dei differenti elementi dell’*investment case*, laddove rischi non strettamente finanziari, come quelli in ambito ESG, e l’evidenza di deficienze nella gestione degli stessi da parte della società in cui si vorrebbe investire, dovrebbero essere valutate e integrate con le indicazioni economico/finanziarie, in un’ottica comunque prospettica (la società potrebbe, ad esempio, migliorare nel tempo la propria capacità di gestire tali rischi), finalizzata a definire la redditività attesa dell’investimento ed i rischi di possibili deviazioni; da notare che quest’ultima valutazione, nel caso di emittenti quotati e “liquidi”, è inoltre dipendente dalle valutazioni correnti di mercato: in tal caso è necessario quindi anche valutare se, e in che misura, lo stesso mercato stia già scontando gli impatti di tali rischi ESG.

In base a quanto esposto, si può anche trarre spunto per estendere il ruolo della gestione attiva ed in particolare dell'utilizzo strumentale dell'engagement<sup>76</sup>, che l'asset manager può effettuare nei confronti delle società target, integrandolo in una strategia volta a individuare emittenti che risultino particolarmente penalizzati dal mercato per questi motivi (di fatto quindi una strategia "value driven"), ma che abbiano un potenziale di miglioramento identificabile, che attraverso l'engagement può essere utilizzato per migliorare il profilo di sostenibilità della società stessa, ottenendo vantaggi anche finanziari nel medio/lungo termine; vale la pena di sottolineare che una strategia di gestione di questo tipo potrebbe, almeno nelle intenzioni, conciliare efficacemente le finalità di sostenibilità esterna con quelle finanziarie rilevanti per gli investitori, contrapponendosi, sia concettualmente che nelle metriche misurabili a livello di portafoglio in fase di investimento, a strategie che mirano alla selezione dei migliori profili ESG e/o semplicemente escludono gli emittenti correntemente valutati come peggiori.

### 3.3.2. Evoluzione delle strategie nell'ottica definita dalla normativa

Un elemento che negli ultimi anni ha avuto un impatto rilevante per l'industria del risparmio gestito, influenzando anche il concept dei prodotti ESG, è l'emanazione del già citato Regolamento SFDR ("*Sustainable Finance Disclosure Regulation*"), entrato in vigore il 10 marzo 2021. L'obiettivo primario di questa normativa è stato quello di uniformare i requisiti di reporting dei prodotti finanziari e per fare ciò sono stati introdotti diversi elementi definitivi, tra i quali particolare importanza riveste la classificazione dei prodotti finanziari in tre categorie principali, caratterizzate da diversi livelli di integrazione dei fattori ESG specificati in tre articoli chiave del Regolamento:

- **Prodotti Articolo 6**, i quali non hanno la peculiarità di promuovere caratteristiche ambientali o sociali, né sono gestiti secondo meccanismi di allineamento a criteri ESG;
- **Prodotti Articolo 8**, i quali promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali, dato un requisito minimo di buona governance, ma non sono tenuti ad essere caratterizzati dalla presenza di investimenti sostenibili;
- **Prodotti Articolo 9**, aventi come obiettivo l'investimento sostenibile, devono dimostrare che gli investimenti contribuiscono a obiettivi di sostenibilità definiti, come la riduzione di emissioni di CO2 o la promozione di energie rinnovabili, secondo la tassonomia UE.

L'aspetto della categorizzazione che la normativa introduce, pur non essendo questo il principale obiettivo della stessa, è certamente un elemento che semplifica la distinzione tra prodotti, che vengono quindi sempre più identificati anche dai sottoscrittori come ESG (artt. 8 e 9) e distinti da quelli che non possiedono questa caratteristica (art. 6). Permane un'elevata eterogeneità nelle strategie adottate dai fondi classificati all'interno di tali categorie di prodotto, dato che la normativa si prefigge solo di chiarirle agli investitori, definendo degli standard di disclosure.

Per inquadrare nei termini posti dalla normativa sulla disclosure ciò che è stato discusso in precedenza, possiamo anzitutto evidenziare che la sola integrazione degli aspetti ESG all'interno delle strategie di investimento, fa tipicamente ricadere il prodotto all'interno della categoria ex art. 8. In particolare, ai fini della disclosure prevista dal Regolamento SFDR e dagli standard tecnici collegati (RTS), il gestore deve identificare una modalità misurabile di integrazione delle caratteristiche ESG e individuare un obiettivo quantitativo a livello di portafoglio, che dovrà poi essere rendicontato a posteriori. Da questo punto di vista è il gestore a definire come e in che misura avviene l'integrazione

<sup>76</sup> Il termine engagement si riferisce all'interazione attiva tra investitori e aziende, finalizzata a promuovere pratiche di gestione responsabile e sostenibile.

delle caratteristiche ESG all'interno del portafoglio, aspetto che, in termini pratici, tipicamente si traduce nell'identificazione della metodologia di valutazione di caratteristiche ESG ai fini dell'investimento (sovente definiti in termini di requisiti minimali, anche per semplicità di integrazione e misurabilità) e l'applicabilità attesa rispetto al portafoglio stesso (ad es. una percentuale di allineamento non inferiore al 70%, indica che i requisiti ESG definiti saranno riscontrabili per almeno questa percentuale degli attivi in media nel corso dell'anno).

Ulteriori elementi di rilievo per la disclosure di queste tipologie di fondi sono, ove presenti, la presa in considerazione degli effetti negativi sulla sostenibilità (tramite i c.d. PAI) ed una percentuale di portafoglio eventualmente investita in strumenti che possano definirsi "sostenibili", suddivisa tra gli investimenti che hanno caratteristiche di sostenibilità ambientale (eventualmente allineate alla Tassonomia UE) ovvero sostenibili dal punto di vista sociale.

L'aspetto degli investimenti sostenibili, in particolare, viene definito nell'art. 2 attraverso il riscontro di entrambe le seguenti caratteristiche negli oggetti di investimento (ulteriori rispetto alle pratiche di buona governance societarie, già comunque statuite per i prodotti art. 8 e che rimangono confermati anche per gli investimenti sostenibili):

- contribuzione positiva verso un obiettivo ambientale o sociale;
- assenza di un danno significativo nei confronti di obiettivi ambientali o sociali.

Tale tipologia di investimenti è, a differenza di quanto accade per i prodotti ex art. 8, elemento caratterizzante per i prodotti classificati ex art. 9, in quanto per tali fondi risulta centrale la presenza di un obiettivo di sostenibilità, che nell'ottica della SFDR si traduce ai fini della comunicazione agli investitori, attraverso una quantificazione percentuale suddivisa tra le diverse tipologie di obiettivi, ambientale (per cui si pone in evidenza anche l'elemento di allineamento alla Tassonomia EU) e sociale.

Senza addentrarsi ulteriormente nei molti tecnicismi che guidano la compilazione della disclosure e le diverse considerazioni delle caratteristiche degli investimenti a tale fine, elementi che peraltro sono state oggetto di diversi interventi di chiarimento e interpretazione da parte del Regolatore (aspetti coperti in maggiore dettaglio nel paragrafo 3.4, che si focalizza sugli elementi di reporting e disclosure), potrebbe essere utile avere una quantificazione della rilevanza per il mercato dei prodotti gestiti che l'integrazione degli aspetti ESG ha assunto, declinandola attraverso le categorizzazioni normative della SFDR.

Nella figura di seguito, si evidenzia quindi l'evoluzione della scomposizione dei patrimoni dei fondi di diritto italiano per le diverse categorie SFDR, suddividendo il campione tra fondi aperti e fondi chiusi, elaborato a partire da dati Assogestioni<sup>77</sup>.

---

<sup>77</sup> Assogestioni, l'associazione italiana del risparmio gestito, aggrega e rende disponibili agli associati i dati relativi ai prodotti gestiti, che vengono periodicamente contribuiti dagli stessi, su cui si basa l'analisi presentata. All'ultima data considerata, il campione è composto da oltre 5600 fondi, per un totale di circa € 1.100 mld.

**Figura 3.2: Evoluzione delle quote percentuali di prodotti a seconda della loro classificazione ai sensi del Regolamento SFDR**

	12/2023	12/2022	12/2021	12/2020	12/2019
<b>Fondi aperti</b>	<b>93.0%</b>	<b>93.0%</b>	<b>94.3%</b>	<b>93.9%</b>	<b>94.1%</b>
Art.8 SFDR	46.4%	39.4%	32.0%	0.0%	0.0%
Art.9 SFDR	2.7%	3.8%	3.4%	0.0%	0.0%
No	44.0%	49.8%	58.9%	93.9%	94.1%
Non disponibile	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Fondi chiusi</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.1%</b>	<b>5.9%</b>
Art.8 SFDR	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Art.9 SFDR	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
No	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%	0.6%
Non disponibile	5.7%	5.9%	4.8%	5.3%	5.3%

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

Si conferma anzitutto l'elevata rilevanza che tale normativa ha avuto per i prodotti gestiti, dato il continuo incremento che i prodotti art. 8 hanno sul totale, che ad oggi è poco inferiore al 50%, con una progressione costante registrata negli anni successivi all'entrata in vigore della SFDR. Due aspetti interessanti sono sicuramente la differente penetrazione che si riscontra tra fondi aperti e fondi chiusi, categoria in cui la percentuale di artt. 8 e 9 è molto contenuta (0.1% del totale fondi e comunque meno del 2% della categoria dei fondi chiusi), e la ridotta rilevanza complessiva dei prodotti art. 9.

Il primo elemento evidenziato può avere differenti cause, tra queste, con una elevata probabilità, possiamo individuare la maggiore difficoltà che si riscontra nel reperimento di informazioni quali i rating e ulteriori elementi di analisi ESG da parte di *vendor* specializzati nel comparto dei c.d. private markets, tipicamente oggetto di investimento dei fondi chiusi, che comporta una complessità non trascurabile nell'implementazione di policy di gestione ESG misurabili. Inoltre, il mantenimento di target di portafoglio quantitativi nel corso del tempo, così come previsto dalla normativa, può mal conciliarsi con l'illiquidità che tipicamente caratterizza le classi di attivo target, che comporta intrinseche limitazioni alle attività che il gestore può effettuare nel continuo.

L'ulteriore aspetto evidenziato è relativo alla limitata rilevanza numerica di prodotti art. 9, che hanno subito inoltre una flessione nel corso del 2023 (di circa 1.1% rispetto al totale, ma del 30% circa se riferito allo stock degli art. 9 a fine 2022). Pur non avendo un riscontro effettivo a quelli che costituiscono driver della ridotta penetrazione di questi prodotti (evidenti se confrontati con l'andamento dei numeri dei prodotti art. 8), in questa sede si evidenziano tuttavia quali possibili driver:

- L'elemento normativo, che impone per questa categoria di prodotti un rilevante aggravio di complessità nella disclosure e dei vincoli di investimento non semplici da trarre, in particolare in quanto, come chiarito anche con successiva risposta da parte delle autorità di vigilanza in documento di Q&A<sup>78</sup>, tali prodotti possono investire esclusivamente in sottostanti che si qualificano come sostenibili;
- L'aspetto delle performance di questa tipologia di prodotti, caratterizzati dalla ricerca della sostenibilità ambientale/sociale nei propri investimenti.

<sup>78</sup> Consolidated questions and answers (Q&A) on the SFDR (Regulation (EU) 2019/2088) and the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288): parte V. Financial product disclosures.

Rispetto a quest'ultimo aspetto, in particolare, assumono rilevanza le potenziali divergenze sistematiche rispetto all'asset class di riferimento, i cui razionali sono stati già discussi nella prima parte del presente paragrafo. L'obiettivo di sostenibilità definisce infatti ad oggi vincoli e restrizioni importanti all'universo investibile, introduce potenziali *bias* e, di fatto, non integra un elemento direttamente finalizzato al miglioramento del profilo di rischio/rendimento del prodotto.

Tavola 1 - Le strategie di investimento: un esempio concreto basato sulla valutazione fondamentale di una società

**(Gherardo Vivarelli)**

È sempre più importante un'integrazione dei fattori ESG nei modelli di free cash flow per la valutazione di investimenti di medio/lungo raggio con eventuale strategia di uscita.

L'integrazione di considerazioni ambientali, sociali e di governance (ESG) nei modelli di valutazione degli investimenti può avere un impatto significativo sulla valutazione della sostenibilità di investimenti, e determinarne l'interesse o meno, specialmente importante per investimenti "borderline" in termini di ritorno verso rischio, o semplicemente per stimarne il *true value* comparato alle aspettative del mercato.

I fattori ESG possono essere quantitativi o qualitativi.

Le informazioni quantitative relative ai fattori ESG, come l'effetto di una tassa ambientale prevista sui flussi di cassa, sono più semplici da integrare nei modelli di valutazione.

Al contrario, le informazioni qualitative relative ai fattori ESG sono più difficili da integrare. Un approccio per affrontare questa sfida consiste nell'adeguare il costo del capitale proprio aggiungendo un premio per il rischio in un modello di valutazione. Questo approccio è in grado di stimare l'effetto di questioni relative ai fattori ESG ritenute rilevanti da un analista, ma difficili da quantificare. Quando si effettua un aggiustamento al costo del capitale proprio aggiungendo un premio per il rischio, l'analista si basa sul proprio giudizio per determinare quale valore costituisce un aggiustamento ragionevole. L'esempio qui sotto fornisce un caso concreto di studio che da un taglio pratico a quanto descritto sopra, di come un analista possa sviluppare un modello di valutazione FCFF in più fasi (in questo caso tre fasi) che integri le considerazioni ESG.

*Integrazione dei fattori ESG in un modello FCFF in tre fasi*

L'American Copper Mining Company (ACMC) è una grande società con sede negli Stati Uniti. Il rame ha molti usi nella produzione, nell'edilizia e in altri settori. L'estrazione del rame è ad alta intensità di risorse ed è altamente regolamentata.

ACMC ha recentemente annunciato l'acquisizione di una nuova miniera di rame in una regione molto arida dell'America Latina. Dopo l'annuncio, il mercato ha accolto con favore la notizia e il prezzo delle azioni di ACMC è salito al livello attuale di 110 dollari per azione. L'azienda prevede che la nuova miniera avrà una vita utile di circa 15 anni.

Mario Rossi è un'analista di ricerca che segue ACMC e ha un rating "hold" sulle sue azioni. Sta preparando un nuovo rapporto per determinare se l'acquisizione della nuova miniera di rame da parte di ACMC cambierà la sua valutazione fondamentale dell'azienda. Nel complesso, l'analista ritiene che la valutazione delle considerazioni ESG possa fornire informazioni critiche sulla fattibilità, l'economia e la valutazione delle società minerarie e dei progetti minerari.

L'analista inizia la sua analisi valutando l'attuale situazione politica, lavorativa e ambientale per la nuova miniera di ACMC, e identifica tre considerazioni ESG primarie che, a suo avviso, possono avere i maggiori effetti sul valore della nuova miniera e dell'azienda:

1. Questioni relative al governo locale;
2. Questioni relative al lavoro;
3. Problemi legati all'acqua.

L'analista valuta quindi in che modo ciascuna di queste considerazioni ESG possa influire sulle operazioni e sul flusso di cassa di ACMC.

1. *Problemi del governo locale*: per gestire la nuova miniera, ACMC deve ottenere una licenza mineraria dal governo locale della regione in cui si trova la miniera. Prima di ottenere la licenza mineraria, l'ACMC è tenuta a presentare un piano di riabilitazione completo che indichi come verrà ripristinato l'habitat naturale della nuova miniera. L'analista nota che negli altri siti minerari, l'ACMC ha faticato a produrre piani di riabilitazione completi che sono stati approvati dalle autorità governative in modo tempestivo. Conclude pertanto che l'ACMC è eccessivamente ottimista riguardo al tempo necessario per ottenere l'approvazione per la licenza mineraria. Si aspetta che piuttosto che tre anni, come prevede la direzione, ci vorranno probabilmente cinque anni prima che la miniera possa iniziare a funzionare;
2. *Problemi di lavoro*: la retribuzione dei suoi dipendenti da parte di ACMC è leggermente inferiore a quella dei suoi concorrenti nella regione della nuova miniera. Inoltre, a differenza di molti dei suoi concorrenti, ACMC non lega la retribuzione dei dirigenti alla sicurezza dei lavoratori. Alcuni concorrenti nella regione hanno subito scioperi dei lavoratori (e quindi interruzioni della produzione) perché i salari dei loro dipendenti non sono adeguati all'inflazione. A causa delle politiche di compensazione di ACMC, l'analista è preoccupato per i potenziali disordini sindacali e il conseguente rischio reputazionale per l'azienda;
3. *Problemi legati all'acqua*: poiché per le operazioni minerarie viene utilizzato un grande volume d'acqua, i costi legati all'acqua sono in genere tra le spese maggiori per le società minerarie. Dato che lo sviluppo della nuova miniera si trova in una regione molto arida dell'America Latina, l'analista ritiene che ACMC abbia sottostimato in modo significativo le spese in conto capitale necessarie per costruire pozzi d'acqua.

#### *Analisi della valutazione finanziaria*

Dopo aver identificato e valutato queste considerazioni ESG, l'analista procede alla valutazione del prezzo delle azioni ACMC utilizzando un modello FCFF in tre fasi. Le tre fasi sono le seguenti:

Fase 1: il periodo precedente l'esercizio previsto della nuova miniera (2020-2024);

Fase 2: il periodo durante l'esercizio previsto della nuova miniera (2025-2039);

Fase 3: il periodo successivo alla chiusura prevista della miniera (dal 2040 in poi).

L'analista fa le seguenti ipotesi nel suo modello.

#### *Ricavi*

I ricavi totali di ACMC nel 2020 sono stati di 1 miliardo di dollari. L'analista prevede che i ricavi totali (cioè esclusi quelli della nuova miniera) aumenteranno del 2% all'anno fino al 2024 e poi rimarranno costanti nel periodo 2025-2039, quando la nuova miniera sarà operativa. Quando la nuova miniera inizierà le operazioni secondo l'ipotesi dell'analista (nel 2025), lui prevede che la miniera

aggiungerà 400 milioni di dollari ai ricavi di ACMC nel suo primo anno. Prevede inoltre che questi ricavi aggiuntivi derivanti dalla nuova miniera aumenteranno del 10% all'anno per i prossimi sei anni (dal 2026 al 2031) e poi rimarranno costanti per la vita residua della miniera (dal 2032 al 2039). Infine, presume che una volta che la nuova miniera chiuderà nel 2039, i ricavi totali dell'azienda cresceranno dell'1% in perpetuo. Di seguito è riportato un riepilogo dei ricavi per le tre fasi:

**Fase 1** (prima dell'entrata in funzione prevista della miniera):

Anni 2020-2024: crescita annua del fatturato totale del 2%;

**Fase 2** (durante l'esercizio previsto della nuova miniera):

2025: crescita costante dei ricavi escludendo la nuova miniera; un fatturato aggiuntivo di 400 milioni di dollari dalla nuova miniera.

2026-2039: crescita costante dei ricavi escludendo le nuove miniere negli anni 2026-2039; crescita annua del 10% dei ricavi da nuove miniere negli anni 2026-2031; crescita costante dei ricavi da nuove miniere negli anni 2032-2039;

**Fase 3** (dopo la chiusura prevista della nuova miniera):

2040 e oltre: crescita annua del fatturato totale dell'1%.

L'analista fa anche le seguenti ipotesi finanziarie per ACMC:

**Figura 3.3: Ipotesi finanziarie per l'ACMC nell'ambito della valutazione finanziaria**

EBITDA:	30% of total revenues for all three stages
Taxes:	25%
Investment in fixed capital (not including water-related investments):	50% of EBITDA for all three stages
Depreciation:	40% of capital expenditures for all three stages
Investment in working capital:	10% of total revenue for all three stages
Required return (pretax) on ACMC debt:	5%
Risk-free rate:	3%
ACMC equity beta:	1.2
Equity risk premium:	5%
Debt ratio:	50%

Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

Oltre a queste ipotesi finanziarie "tradizionali", nella sua analisi l'analista riflette anche le considerazioni ESG.

#### *Investimenti in capitale fisso connessi all'acqua*

10% delle spese in conto capitale non legate all'acqua, che si aggiungono alle spese in conto capitale indicate in precedenza.

#### *Aggiustamento del premio per il rischio azionario ESG*

L'analista conclude che il potenziale di problemi di lavoro discusso in precedenza espone ACMC a un rischio finanziario e reputazionale più elevato rispetto ai suoi pari. Ritiene inoltre che le

considerazioni ESG che ha identificato non siano pienamente riconosciute nel prezzo attuale di mercato delle azioni ACMC. Di conseguenza, stima che un premio di 75 punti base dovrebbe essere aggiunto al costo del capitale proprio di ACMC.

L'analista calcola il WACC come segue:

Costo del debito =  $(5\%)(1 - 25\%) = 3,75\%$

Costo del capitale =  $3\% + (1,2)(5\%) + 0,75\%$

Aggiustamento del premio per il rischio azionario ESG = 9,75%

WACC =  $(0,5)(3,75\%) + (0,5)(9,75\%) = 6,75\%$

L'analisi dei flussi di cassa (FCFF) attualizzati al WACC sopra esposto, meno il valore di mercato del debito (50%) mi dà fair value of equity che, diviso per le 10 milioni di azioni, mi dà 97 dollari per azione. Pertanto, il fair value per il patrimonio netto di ACMC è di \$97 per azione. Integrando le considerazioni ESG in un quadro di valutazione tradizionale, la stima del fair value delle azioni di ACMC è diminuita, dal momento che il titolo è scambiato a 110 dollari. L'analista emette una raccomandazione di "vendita" per le azioni di ACMC.

### 3.4. Reporting e trasparenza verso il management ed il mercato

*Daniele Collevocchio, Martina Faleschini, Paolo Pepe*

L'integrazione dei rischi di sostenibilità nel framework di Risk Management necessita inevitabilmente di flussi informativi funzionali alla definizione e al raggiungimento di specifici obiettivi definiti a livello di società e di prodotti gestiti o necessari ai fini della disclosure verso l'esterno della modalità di integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG), in particolare relativamente ai requisiti regolamentari. Tali flussi informativi verranno trattati in questo paragrafo, con specifico riferimento ai loro destinatari, al loro scopo e alle problematiche che presentano. Se quindi, da un lato, verrà descritto il sistema di reporting interno, che coinvolge le strutture interne di una SGR, dall'altro verrà trattato il framework di reporting esterno che, nonostante derivi anch'esso dall'esigenza degli stakeholder di valutare le aziende anche in base alle strategie di gestione del rischio e di integrazione dei fattori di sostenibilità, è definito in maniera specifica dal legislatore europeo per garantire uniformità e comparabilità dei dati.

#### 3.4.1. Reporting interno: contenuti e modalità

La considerazione sostanziale dei rischi derivanti dai temi di sostenibilità nei processi interni di una SGR deve necessariamente declinarsi in un'organizzazione aziendale coerente, che consenta la collaborazione delle varie unità, data la natura trasversale che spesso le tematiche ESG assumono. Affinché la considerazione di tali rischi sia efficace, è necessario relazionarli a **vincoli e/o obiettivi** ed è quindi indispensabile organizzare un sistema informativo per il loro monitoraggio, predisponendo flussi dati (o report) da veicolare agli stakeholder competenti.

Ciò comporta anche la necessità che gli specifici fabbisogni informativi dei soggetti interni alla società, o al Gruppo di appartenenza, siano soddisfatti attraverso la predisposizione di flussi informativi (o

report)<sup>79</sup> dedicati. Sebbene le caratteristiche dei flussi prodotti dipendano necessariamente dalla struttura organizzativa che ciascuna SGR adotta, è possibile individuare dei report comuni a tutte le realtà aziendali, date le analoghe esigenze che portano le SGR a considerare gli aspetti ESG nei propri processi.

Sebbene si parli di integrazione del risk framework, oltre alla funzione Risk Management, che svolge un ruolo importante, vi sono degli altri soggetti coinvolti nell'attività di reporting quali:

- Unità di controllo, principali produttori di report e flussi informativi verso tutti gli altri soggetti;
- Unità di gestione di portafogli, principali interlocutori delle unità di controllo nello scambio di flussi;
- Unità ESG, fruitore o produttore in base alle esigenze e al flusso informativo in questione;
- Unità commerciale, produttori di flussi principalmente indirizzati agli organi esecutivi;
- Organi esecutivi e comitati a supporto, principali fruitori dei flussi informativi, necessari nel processo decisionale.

A questi si aggiungono soggetti a loro supporto, come l'Unità di gestione dati.

Entrando nel dettaglio, le unità di controllo, ovvero le funzioni di Compliance e, in modo particolare, di Risk Management, rivestono un ruolo centrale nello scambio interno di informazioni. Sono infatti responsabili, ciascuna per quanto di propria competenza, del monitoraggio e della gestione dei rischi legati ad aspetti ESG e dei controlli sul rispetto dei limiti<sup>80</sup> contrattuali, interni e normativi con riferimento ai prodotti offerti o ai processi aziendali definiti. In particolare, la funzione Risk Management è generalmente ritenuta responsabile *in primis* di valutare la materialità dei rischi di sostenibilità, e di proporre azioni di mitigazione sui rischi identificati come materiali qualora necessarie.

Come si vedrà nel Capitolo 4.2, lo svolgimento di questa attività richiede che dati di diversa natura (e.g., dati anagrafici, dati di posizionamento dei portafogli, dati ESG elementari, dati aziendali funzionali al calcolo dei KRI) vengano raccolti, elaborati e tradotti in dei report che permettano una visione chiara e puntuale:

- sull'evoluzione dei KRI definiti dalla SGR (e.g., quota di portafogli con score ESG particolarmente negativi), sul grado di raggiungimento dei target prestabiliti e sulle azioni di rimedio eventualmente necessarie;
- sul rispetto dei vincoli definiti per i portafogli, evidenziando eventuali violazioni, siano essi normative, contrattuali o interne, (e.g., individuando la quota di portafoglio in violazione, gli emittenti coinvolti nelle violazioni e le azioni di rimedio necessarie).

Tali flussi informativi, riguardanti aspetti che se non debitamente monitorati possono sfociare in *breach normativi e* contrattuali o in tradursi in perdite anche nel breve periodo, vanno prodotti con frequenza elevata (mensile o settimanale) e non sono utili unicamente alle unità di controllo: vengono

---

<sup>79</sup> Intesi come organizzazioni strutturate di dati o informazioni più elementari con l'obiettivo di veicolare un messaggio utile al destinatario per prendere decisioni e non la totalità di flussi dati che devono essere posti in essere all'interno della SGR per alimentare correttamente il sistema informativo aziendale sulle tematiche ESG.

<sup>80</sup> Ad esempio, limiti derivanti da requisiti normativi relativi alle tematiche ESG (e.g., indicatori di allineamento alle caratteristiche ambientali e sociali), limiti di natura contrattuale (e.g., limiti di regolamento/prospetto per i fondi); limiti che sono espressione di preferenze degli investitori e che si possono declinare anche in formulazioni meno vincolanti (e.g., linee guida); limiti interni definiti a seguito dell'introduzione di particolari processi aziendali.

infatti condivisi alle unità di gestione, essendo le principali responsabili dell'attuazione del processo di investimento in tutte le sue fattispecie, tra cui quella ESG.

Inoltre, le informazioni sopra elencate sono sintetizzate in specifici report da destinare all'unità ESG e agli organi esecutivi, come si vedrà anche nel capitolo 4.3, al fine di fornire loro una rappresentazione generale degli impatti che gli aspetti ESG possono avere sull'attività della SGR<sup>81</sup>.

Un elemento fondamentale per uno scambio efficiente di flussi informativi e l'impostazione di un architettura dati, oggetto di approfondimento nel capitolo 4.2, che preveda l'invio da parte dell'unità di Gestione Dati di report riassuntivi delle eventuali problematiche relative all'integrazione dei dati ESG nella base dati, alle attività di data quality ad essi riferiti e alla loro tempestiva messa a disposizione a tutte le unità necessarie verificatesi in un determinato orizzonte temporale<sup>82</sup>.

Con riferimento ai rischi di business o strategici, l'unità Commerciale monitora l'offerta dei prodotti, da un lato per rispondere alle preferenze dei propri canali distributivi, e degli investitori in generale, dall'altro per raggiungere gli obiettivi che i piani strategici individuano, elementi essenziali ai fini della valutazione dei rischi di business. Da qui l'introduzione di KPI, con orizzonti temporali differenti in funzione dell'obiettivo da perseguire. I KPI vengono costruiti sulla base di dati relativi all'integrazione degli aspetti ESG per i prodotti esistenti<sup>83</sup> e potenziali<sup>84</sup>, e confluiscono in report che riassumono, innanzitutto, l'evoluzione nel tempo della performance della SGR per quanto riguarda le tematiche ESG (e.g., andamento dei KPI commerciali/di business rispetto ai target, misurati ad esempio tramite l'incidenza dell'offerta di prodotti "ESG" rispetto al totale, in termini di masse gestite e di numerosità dei prodotti, o tramite la misurazione della produzione annua di prodotti ESG o della redditività aggiuntiva ottenuta con tali prodotti).

Data la natura di tale report e considerato il focus sulle principali tendenze di mercato e interne alla SGR, i destinatari sono l'unità ESG e gli organi esecutivi (e.g., il Consiglio di Amministrazione, CdA) con i relativi organi di supporto (i comitati competenti). La frequenza di produzione, riflettendo l'andamento temporale di tendenze strutturali del mercato (le preferenze dei clienti) o di processi aziendali (l'offerta di nuovi prodotti), non può essere elevata: è tipicamente trimestrale o in prossimità delle sessioni dei comitati competenti o dei CdA.

Con riferimento all'unità ESG, i flussi che tale funzione riceve o produce, dipendono in larga parte dal modello strutturale applicato tra quelli presentati al paragrafo 4.1. Qualora sia presente, pertanto, un'unità "ESG" distinta e separata dalla funzione di Risk Management, essa dovrebbe, per sua natura, intervenire in tale processo, in particolare nell'ambito strategico del monitoraggio dei KPI e del raggiungimento dei target.

---

<sup>81</sup> Informazioni adatte a questo report potrebbero essere, ad esempio, la quota media di patrimonio gestito in sfioramento; l'incidenza dei portafogli in sfioramento sul totale dei portafogli gestiti; l'ammontare complessivo delle perdite dovute ad errori operativi; la perdita media nei portafogli gestiti in scenari climatici predefiniti; il numero di portafogli gestiti in cui tali perdite sono particolarmente negative.

<sup>82</sup> Tali report possono ad esempio includere il numero di data point, per categoria di dato, per i quali i controlli di data quality hanno rilevato problemi, o il numero di giorni in cui non è stato possibile integrare correttamente i dati a seguito di problemi tecnici. La produzione di tali report, data la rilevanza rivestita dai dati ESG nei processi aziendali, deve avere una frequenza elevata.

<sup>83</sup> Ad esempio, la declinazione dei prodotti in termini ESG (se adottano particolari strategie per la considerazione degli aspetti di sostenibilità, come la considerazione degli indicatori di impatto avverso o una quota di investimenti sostenibili); se tali prodotti adottano strategie che rispettano requisiti normativi (ad es. se si possono configurare come artt. 8/9 SFDR); come tali caratteristiche possono essere combinate con le preferenze degli investitori (ad es. come si posizionano i prodotti rispetto ai modelli di collocamento dei principali canali distributivi).

<sup>84</sup> informazioni sulle evolutive del mercato, monitorando l'offerta commerciale dei principali competitor e le possibili innovazioni che possono essere introdotte. Tale necessità richiede anche uno sforzo di standardizzazione dei dati relativi ai prodotti della SGR per consentire la valutazione del posizionamento competitivo della SGR, data la notevole varietà di modelli di considerazione dei fattori ESG.

In generale, è comunque competenza delle unità ESG, nell'ottica di presidiare i rischi di business, proporre e partecipare ad iniziative interaziendali su tematiche ESG (e.g., adesione ai Principle of Responsible Investment, PRI). Inoltre, in presenza di gruppi aziendali, la stessa unità mantiene i contatti con la capogruppo, prende l'iniziativa per adeguare coerentemente i processi della SGR e interviene nei principali tavoli di lavoro, infragruppo o anche esterni (e.g., nel contesto delle associazioni di categoria), per rappresentare gli interessi aziendali. In merito a queste attività, l'unità ESG produce dei report in cui sono riassunte le iniziative a cui ha partecipato la SGR e la loro evoluzione temporale, i progetti di gruppo a cui la SGR partecipa con i relativi target e stati di avanzamento. Tali report sono da destinare alle varie unità interessate, ad esempio, se vi è la necessità di modificare/istituire dei processi aziendali, devono essere destinate alle funzioni di controllo. Infine, i report sono destinati agli organi esecutivi e ai comitati competenti.

Per quanto riguarda invece le unità di gestione, esse si configurano innanzitutto come fruitori di flussi informativi, quali ad esempio report prodotti dalle unità di controllo per monitorare la corretta declinazione delle tematiche ESG nel processo di investimento.

Tuttavia, anche le unità di gestione producono flussi informativi. Possono infatti contribuire alla "produzione" di dati elementari, ruolo generalmente svolto dall'unità ESG nel caso i dati siano prodotti internamente. Nonostante il legislatore scoraggi sempre di più l'utilizzo di dati prodotti internamente per la comunicazione verso l'esterno<sup>85</sup>, la SGR potrebbe aver sviluppato processi di valutazione degli investimenti che si basano su tali dati. In questo caso, le unità di gestione possono sfruttare competenze settoriali specifiche, conoscenze approfondite di particolari emittenti oppure relazioni durature con i soggetti oggetto di investimento per fornire una migliore valutazione dei profili ESG dell'emittente, oltre alla possibilità di interloquire direttamente con i destinatari delle attività di engagement. In questi casi, è ovviamente necessario che la produzione di questi dati sia ben codificata nei processi aziendali e presidiata, data la presenza di possibili "conflitti di interesse" considerato che l'unità di gestione è sia il produttore di dati ESG, non immediatamente verificabili, sia il soggetto che, sulla base degli stessi, determina l'investimento in un emittente. Tali conflitti possono infatti determinare dei rischi reputazionali o legati alla normativa (si pensi al rischio di *greenwashing*). In presenza dei corretti presidi, le unità di gestione possono riassumere la loro attività di produzione di dati ESG elementari in flussi informativi alle funzioni di controllo e agli organi esecutivi, ad es. indicando gli emittenti per i quali sono stati prodotti dati ESG, la loro rilevanza nei portafogli gestiti e il tempo passato dall'ultima valutazione, consentendo un monitoraggio nel continuo dei rischi reputazionali o normativi descritti precedentemente.

Infine, in base a quanto definito dai processi interni, in alcuni casi può essere richiesto ai gestori di produrre dei report che documentino le analisi specifiche effettuate, particolarmente in merito agli aspetti ESG, per giustificare precise scelte di investimento. Questo accade generalmente nei processi di investimento che, al fine di garantire il raggiungimento di obiettivi particolari dei prodotti, non definiscono dei limiti interni vincolanti ma che lasciano un margine di attività più ampio all'unità di gestione. In tal caso, i gestori producono dei report da destinare alle funzioni di controllo e, in più sinteticamente, agli organi esecutivi, riassumendo le valutazioni effettuate sulle opportunità di investimento mettendo in risalto gli aspetti ESG presi in considerazione.

Sulla base di quanto affermato finora, gli organi esecutivi e i comitati competenti si configurano come principali fruitori della reportistica interna, e fruendo di tale set informativo, sono in grado di monitorare l'attuazione della strategia aziendale anche in merito agli aspetti ESG, di valutare i rischi

---

<sup>85</sup> Come si evince dalla proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance (ESG) della Commissione Europea.

aziendali, di individuare eventuali azioni di remediation in presenza di violazioni e/o scostamenti significativi rispetto ai target, e avere il supporto per la definizione delle scelte strategiche future. Gli organi esecutivi diventano produttori di informazioni, sono nel momento in cui definiscono gli obiettivi strategici di fondo e le eventuali azioni di correzione, che devono opportunamente essere convogliati alle unità operative della SGR. La frequenza di produzione di tutti i report citati è necessariamente bassa, coincidendo con i momenti di riunione degli organi stessi<sup>86</sup>.

Ulteriori flussi possono essere riscontrati nell'ambito di gruppi aziendali, in cui la necessità di mantenere coerenza all'interno del gruppo in merito alla considerazione delle tematiche ESG, senza interferire con le peculiarità di ogni controllata, richiede la produzione di report standardizzati sia dalle singole controllate alla Capogruppo che in senso inverso. In particolare, la Capogruppo, in maniera simile agli organi esecutivi della SGR, deve produrre flussi informativi adatti a comunicare correttamente le scelte strategiche di gruppo in merito agli ambiti ESG e deve recepire report dalle società controllate in merito ai principali KPI e KRI che consentono alla Capogruppo il monitoraggio dell'implementazione di tali scelte strategiche.

Infine, al pari delle informazioni sulla performance e sui rischi tradizionali, è necessario garantire l'integrazione dei rischi derivanti dagli aspetti ESG e che impattano direttamente la SGR nei flussi informativi generalmente destinati agli azionisti. Ciò permette loro di essere informati sulle attività della SGR e di poter agire nelle sedi opportune relativamente a queste tematiche.

### 3.4.2. Reporting esterno: requisiti e sfide

Il crescente interesse degli investitori per gli investimenti sostenibili<sup>87</sup>, ha comportato non solo l'affermarsi del rischio di sostenibilità come driver importante nelle scelte di investimento<sup>88</sup> ma ha sollevato anche una serie di problematiche legate alla qualità e alla comparabilità delle informative "ESG"<sup>89</sup> la soggettività nella percezione del concetto di "ESG"<sup>90</sup> comporta la necessità non solo di garantire definizioni specifiche dei termini legati alla sostenibilità e delle relative metriche ma anche di assoggettare le disclosure di sostenibilità delle società e dei prodotti finanziari, a requisiti regolamentari e definiti dalle autorità di regolamentazione dei mercati, anche tramite il supporto a organismi indipendenti<sup>91</sup>. In tempi recenti, inoltre, è cresciuto l'interesse degli stakeholders per le disclosure non finanziarie, ed in particolare le disclosure sulla sostenibilità, rendendole un fattore importante nella valutazione delle società stesse<sup>92</sup>.

È indubbio, quindi, che gli stakeholder esterni, compresi gli investitori, necessitano di informazioni di sostenibilità uniformi e comparabili, per cui il legislatore deve definire uno standard di reporting. Le SGR, in quanto società e in quanto "manufacturer" di prodotti di risparmio gestito, sono interessate a fornire tali informazioni agli investitori, e sono al contempo assoggettate seguendo i requisiti vigenti.

In Unione Europea, le normative applicabili sono state definite dal legislatore, nell'ambito del "EU Sustainable finance framework"<sup>93</sup>, il quale ha imposto una serie di requisiti regolamentari per le

<sup>86</sup> I comitati competenti, in particolare il comitato di sostenibilità, è fruitore degli stessi flussi ricevuti dagli organi esecutivi. Date le competenze che lo caratterizzano, esprime pareri destinati agli organi esecutivi veicolati tramite report.

<sup>87</sup> GSIA, 2022, p. 10.

<sup>88</sup> Ferri et al., 2023, p. 1.

<sup>89</sup> He et al., 2023, p. 5.

<sup>90</sup> Peters et al., 2019, p. 3.

<sup>91</sup> Peters et al., 2019, p. 3.

<sup>92</sup> Ferri et al., 2023, p. 13.

<sup>93</sup> Sezione "EU Sustainable finance framework" del sito ufficiale della Commissione Europea.

disclosure ESG volti a garantire l'uniformità delle informazioni di sostenibilità<sup>94</sup>. Tali requisiti coprono diversi aspetti del reporting di sostenibilità, ed è proprio in quest'ambito che si inseriscono SFDR, Tassonomia Regulation e CSRD, già presentate nel paragrafo 2.1 e declinanti i requisiti di reporting cui sono soggetti società finanziarie e non finanziarie. Come già visto in sede di illustrazione del quadro CSRD, l'approccio definito dal legislatore per la rendicontazione verso l'esterno segue inoltre un duplice binario, imponendo infatti sia l'obbligo di informare gli stakeholder sia sul rischio di sostenibilità a cui le società e i prodotti sono soggetti, che agli impatti che gli stessi hanno sui fattori di sostenibilità.

Le SGR italiane, dunque, per comunicare all'esterno il proprio approccio per la gestione del rischio, i propri risultati e le caratteristiche della propria offerta con riferimento alla sostenibilità, devono adeguarsi ai suddetti regolamenti. È inoltre rilevante, soprattutto nel caso in cui la SGR presti anche servizi da distributor, l'impatto delle tematiche ESG in ambito MiFID. Da un lato, infatti, le preferenze di sostenibilità sono parte integrante della valutazione di adeguatezza (suitability, MiFID II), e, dall'altro, il requisito di identificazione di un mercato di riferimento dei prodotti è stata introdotto anche con riferimento alla sostenibilità (obblighi di product governance, MiFID II).

Le sopracitate normative disegnano un framework composito che ha richiesto, e continuerà a richiedere, uno sforzo importante delle SGR in termini di risorse e di effort. L'adeguamento ai requisiti regolamentari è, infatti, un percorso articolato e influenzato dalle caratteristiche specifiche di ciascuna SGR, quali le dimensioni, il grado di integrazione dei fattori "ESG" e le caratteristiche dei prodotti offerti. Tuttavia, nonostante le differenze dovute all'assetto strategico e operativo proprio di ogni SGR, è possibile trovare degli elementi comuni nella modalità di integrazione dei requisiti normativi relativi al reporting verso l'esterno. Tutte le SGR devono infatti provvedere a raccogliere una serie di dati necessari per la compilazione del reporting di sostenibilità, a definire metodologie di calcolo che permettano di ottenere le metriche da riportare nelle disclosure e aggiornare i normali processi di rendicontazione delle informazioni, aggiungendovi la componente "ESG", sia a livello di prodotto che a livello di entità. Inoltre, qualora l'integrazione dei fattori "ESG" sia precedente alla definizione della normativa e non sia perfettamente parlante con il framework regolamentare, è necessario procedere a rendere coerenti tali due elementi, al fine di garantire il massimo grado di trasparenza agli stakeholder esterni.

Questi passaggi, insiti nel percorso di adeguamento ai requisiti regolamentari, nascondono diverse insidie, quali l'interazione tra le diverse normative e le conseguenti difficoltà interpretative, la razionalizzazione delle strategie di integrazione "ESG" in coerenza con le modalità di rappresentazione definite dai requisiti regolamentari, e la continua evoluzione del quadro normativo. Il framework delineato dall'Unione Europea, cerca di coprire in maniera quanto più completa possibile i vari aspetti del reporting di sostenibilità, e risultano pertanto inevitabili interazioni tra le varie normative. Diversi concetti infatti vengono utilizzati in più di una sede, con molteplici rimandi sia nell'ambito delle disclosure di prodotto che di entità, e alcuni concetti sono profondamente correlati. Ad esempio, la percentuale di "*investimenti ecosostenibili*" deve essere calcolata ex-post sia a livello di entità (sulla totalità delle masse gestite), qualora la SGR sia sottoposta agli obblighi di Disclosure Non Finanziaria<sup>95</sup>, che a livello di prodotto (su ciascun prodotto classificato come articolo 8 e 9 nell'ambito del regolamento SFDR). Questo calcolo deve seguire specifiche modalità definite rispettivamente nel Regolamento delegato 2021/2178 e negli RTS SFDR. Allo stesso tempo, tuttavia, la percentuale minima (ex-ante) di tali investimenti deve essere una parte degli "*investimenti sostenibili*" ai sensi dell'art. 2(17) del regolamento SFDR, nonostante gli approcci di calcolo richiesti

<sup>94</sup> Sezione "Disclosures" del sito ufficiale della Commissione Europea.

<sup>95</sup> Artt. 19 bis e 29 bis Direttiva 2013/34/UE.

dalla normativa siano diversi. L'articolo 2(17) SFDR non indica una metodologia specifica per il calcolo, ma definisce semplicemente dei criteri che gli investimenti debbano avere per essere classificati come tali. Ciò pone dei problemi interpretativi tra le due tipologie di investimenti, a cui il legislatore ha cercato di rispondere con promulgazioni quali Q&A e comunicazioni<sup>96</sup>.

L'interazione tra le normative riguarda anche la comunicazione verso la clientela delle informazioni di sostenibilità con riferimento alla product governance e all'adeguatezza dei prodotti, e, in questo senso, impatta in maniera importante sulle attività della SGR in qualità di manufacturer e di distributor di prodotti. Infatti, sia nell'ambito della raccolta delle preferenze per la valutazione di adeguatezza che nell'identificazione del target market del prodotto viene concesso agli intermediari un certo grado di discrezionalità nella definizione dei modelli, portando non solo ad un duplice livello di informazione (informative SFDR legate al prodotto e informative legate alla consulenza), ma anche alla presenza sul mercato di differenti approcci per la valutazione di adeguatezza e di target market di un prodotto. Nonostante l'obiettivo del regolatore di garantire alla clientela maggior comparabilità delle informazioni sulla sostenibilità, l'intersezione di tali normative crea una molteplicità di fonti a cui attingere, generando "confusione" per la clientela con riferimento ai prodotti c.d. "sostenibili" in senso lato, come richiamato dal rapporto sull'implementazione dell'informativa sulla sostenibilità dei servizi finanziari prevista del Regolamento UE SFDR, redatto dalle tre autorità europee ESMA, EBA ed EIOPA e dalla ricerca del CFA Institute<sup>97</sup>.

Questi elementi, affiancati alla continua evoluzione del quadro normativo<sup>98</sup>, e alle problematiche che emergono in relazione ai dati (per cui si rimanda al capitolo 4.2), costituiscono una sfida importante per l'integrazione dei fattori "ESG" all'interno della SGR.

Da un lato, infatti, la normativa delinea un quadro piuttosto strutturato, che impone una certa classificazione dei prodotti, e l'integrazione di specifiche caratteristiche (e. g., *investimenti sostenibili*, allineamento alle caratteristiche ambientali e sociali), mentre dall'altro è necessaria una certa flessibilità del modello, per evitare di dover apportare modifiche eccessivamente impattanti nel caso in cui i requisiti dovessero cambiare, possibilità contemplata dai risultati della consultazione sul Regolamento SFDR. Inoltre, le SGR, come rimarcato anche dalla circolare CONSOB 1/2024 del 25 luglio 2024, dovrebbero rendere quanto più chiare e coerenti possibili le informative da veicolare alla clientela nelle varie forme richieste (informative SFDR, questionari per la raccolta delle preferenze, etc.). Ciò avrebbe l'obiettivo di favorire scelte informate, e, di conseguenza, di trattenerne investitori scoraggiati dall'eccessiva complessità del framework informativo sulla sostenibilità.

Alla luce delle considerazioni di cui sopra, il reporting esterno può contribuire a ridurre le asimmetrie informative ed aumentare la comparabilità sul mercato rispetto alle caratteristiche dei prodotti e all'indirizzo delle SGR, anche con riferimento alla gestione dei rischi legati alla sostenibilità. Tuttavia, le SGR in sede di definizione del processo di reporting devono tenere in considerazione le sfide che, se debitamente affrontate, contribuiscono a definire un framework che garantisce una comunicazione efficiente con l'esterno, e la rispondenza al quadro normativo.

---

<sup>96</sup> La Commissione Europea ha cercato di chiarire i dubbi sulle interazioni tra i due regolamenti con la Comunicazione della Commissione 2023/C 211/01, sull'interpretazione, sull'attuazione e sui collegamenti tra Taxonomy Regulation e SFDR.

<sup>97</sup> Peters et al. 2019.

<sup>98</sup> Ad esempio, il 14 dicembre 2023 le ESAs hanno pubblicato il "Final Report on draft Regulatory Technical Standards" in cui sono presenti le modifiche agli RTS SFDR, mentre il 25 luglio la Consob ha pubblicato un richiamo di attenzione sull'adeguamento agli obblighi in materia di "finanza sostenibile" nella prestazione dei servizi di investimento.

## Appendice: Principali framework di riferimento degli indicatori di sostenibilità

*Massimiliano Forte*

Gli indicatori andrebbero definiti sulla base delle raccomandazioni della *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD). In particolare, il gestore dovrebbe poter misurare:

- 1) **L'esposizione dell'Asset under Management (c.d. AuM) verso emittenti (corporate o governativi) con elevata intensità carbonica, raggruppando gli emittenti in base all'intensità carbonica del NACE di appartenenza.** Ciò implica la necessità di dover risalire attraverso gli ISIN Code degli emittenti in portafoglio alle informazioni relative ai NACE (Nomenclatura generale delle Attività economiche nelle Comunità Europee) e clusterizzare gli emittenti in base ai valori di intensità carbonica media ponderata (utilizzando come denominatore il fatturato o il PIL) del NACE di appartenenza;
- 2) **Calcolo dell'esposizione totale dell'AuM all'intensità carbonica,** ovvero l'ammontare di emissioni di gas serra che possono essere attribuite a un dato portafoglio ponderando le emissioni di gas serra del NACE di riferimento degli emittenti in portafoglio per la quota che il gestore detiene del suo valore, dato dalla somma del capitale e della sottoscrizione del debito emesso;
- 3) **Calcolo dell'impronta carbonica dell'AuM,** ovvero delle emissioni di gas serra totali dell'AuM attraverso il rapporto dell'indicatore 2) rispetto al valore di mercato dell'AuM stesso;
- 4) **Percentuale di investimento in green bond;**
- 5) **Percentuale di investimento dell'AuM in prodotti ex art. 8 SFDR,** ovvero prodotti finanziari che promuovono, tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche, a condizione che le imprese in cui gli investimenti sono effettuati rispettino prassi di buona governance;
- 6) **Percentuale di investimento dell'AuM in prodotti ex art. 9 SFDR,** ovvero prodotti finanziari che hanno come obiettivo investimenti sostenibili.

Oltre agli indicatori basati sulle emissioni andrebbero analizzati indicatori climatici prospettici:

- 7) **Gli impegni di decarbonizzazione** dei NACE di appartenenza degli emittenti che hanno assunto un impegno con la Science Based Target initiative (SBTi) per definire un piano di decarbonizzazione, oppure che hanno obiettivi di decarbonizzazione già approvati dalla stessa SBTi o in alternativa gli impegni di decarbonizzazione del singolo emittente sulla base di informazioni raccolte dal Sistema per lo scambio di quote emissione di gas a effetto serra dell'UE (European Union Emissions Trading Scheme – EU ETS), secondo cui ogni impianto autorizzato deve compensare annualmente le proprie emissioni con quote (European Union Allowances – EUA, equivalenti a 1 tonnellata di CO<sub>2</sub>eq) che possono essere comprate e vendute dai singoli operatori interessati<sup>99</sup>;

---

<sup>99</sup> Un numero limitato di quote di emissione viene assegnato a titolo gratuito ad alcune imprese sulla base di regole armonizzate di assegnazione applicate in tutta Europa. Gli impianti manifatturieri, in particolare quelli esposti a rischio di delocalizzazione a causa dei costi del carbonio (rischio di carbon leakage diretto, vedi paragrafi successivi), ricevono una parte di quote a titolo gratuito in base a parametri di riferimento (benchmark). In ogni caso, le imprese che non ricevono quote di emissione a titolo gratuito o in cui le quote ricevute non sono sufficienti a coprire le emissioni prodotte devono acquistare le quote di emissione all'asta o da altre imprese. Al contrario, chi possiede quote di emissioni in eccesso può rivenderle.

Le quote rappresentano la valuta centrale del sistema ETS: una quota dà al suo titolare il diritto di emettere una tonnellata di CO<sub>2</sub> o l'ammontare equivalente di un altro GHG. Gli impianti soggetti allo scambio devono comunque tenere traccia delle loro emissioni, con l'obiettivo di sapere in ogni momento quale quantità di quote devono restituire.

8) **Il punteggio sul rischio climatico dei paesi** (per i titoli di Stato), un punteggio di rischio crescente da zero a 100.

Gli indicatori dovrebbero tenere conto del contributo che il gestore dovrebbe dare al raggiungimento dell'obiettivo della *Carbon Neutrality* relativa alle emissioni *Scope 1*, *Scope 2* e *Scope 3*<sup>100</sup>. Come è noto, il principio consiste nel raggiungimento di un equilibrio tra le emissioni e l'assorbimento di carbonio; per raggiungere tale obiettivo, l'emissione dei gas ad effetto serra (GHG) dovrebbe essere controbilanciata dall'assorbimento delle emissioni di carbonio.

Anche il *Carbon Disclosure Project*<sup>101</sup> ("CDP"), che ha l'obiettivo di fornire in modo trasparente e standardizzato informazioni sugli impatti climatici a investitori, aziende e governi, dovrebbe essere ricompreso tra i driver per la costruzione degli indicatori, promuovendo da parte delle SGR campagne di sensibilizzazione delle società quotate volte a migliorare trasparenza sulle tematiche ambientali. Attraverso CDP e i suoi questionari, aziende, città e Paesi comunicano dati e informazioni sul proprio impatto ambientale. Gli indicatori previsti da CDP sono quattro:

- 1) Climate Change Program;
- 2) Water Program;
- 3) Forests Program;
- 4) Supply Chain Program.

Per il 2024, il CDP ha introdotto importanti aggiornamenti nei suoi questionari e nei sistemi di reporting ambientale:

- introduzione del questionario integrato, che raggruppa i temi di clima, foreste e gestione delle acque, al fine di semplificare il processo di divulgazione e incentivare una gestione ambientale più olistica e coordinata;
- nuovo focus sulle attività legate alla plastica, estendendo la rilevazione non solo a produzione e commercializzazione, ma anche alla gestione dei rifiuti e delle acque;
- introduzione di un questionario dedicato alle piccole e medie imprese (PMI), progettato per essere più accessibile e adatto alle esigenze di queste realtà, facilitando la loro partecipazione nel sistema di divulgazione globale del CDP;
- implementazione di una nuova piattaforma CDP disponibile da aprile 2024, che promette di migliorare l'efficienza del processo di divulgazione.

CDP è adottato soprattutto dalle grandi aziende a livello globale, tanto che detiene il più grande database sulle emissioni di gas serra aziendali e sulle strategie implementate per contrastare il cambiamento climatico.

---

<sup>100</sup> Scope 1 emissions: L'ambito 1 comprende le emissioni provenienti da fonti che un'organizzazione possiede o controlla direttamente, come ad esempio la combustione di carburante nella nostra flotta di veicoli (se non sono alimentati elettricamente). Scope 2 emissions: L'ambito 2 è costituito dalle emissioni che un'azienda provoca indirettamente e che derivano dal luogo in cui viene prodotta l'energia che acquista e utilizza. Ad esempio, rientrano in questa categoria le emissioni causate dalla produzione dell'elettricità che utilizziamo nei nostri edifici. Scope 3 emissions: L'ambito 3 comprende le emissioni che non sono prodotte dall'azienda stessa e non sono il risultato di attività provenienti da beni di sua proprietà o controllati, ma da quelle di cui è indirettamente responsabile a monte e a valle della sua catena del valore. Un esempio è dato dall'acquisto, dall'uso e dallo smaltimento di prodotti da parte dei fornitori. Le emissioni dell'ambito 3 includono tutte le fonti che non rientrano negli ambiti 1 e 2.

<sup>101</sup> CDP è un'organizzazione benefica senza scopo di lucro che gestisce il sistema di divulgazione globale per gli investitori, le aziende, le città, gli Stati e le regioni per gestire il loro impatto ambientale. CDP è stata fondata nel 2000 come "Carbon Disclosure Project", chiedendo alle aziende di rendere noto il loro impatto sul clima. Da allora, ha ampliato l'ambito della divulgazione ambientale, includendo la deforestazione e la sicurezza idrica e ampliando la portata a sostegno di città, Stati e regioni.

L'obiettivo di CDP è quello di aumentare la trasparenza riguardo all'impatto ambientale, e aiutare investitori e soggetti finanziari a prendere decisioni di investimento e di partnership, sulla base dello score CDP ottenuto dalle aziende.

In ottemperanza ai *Principles of Responsible Investments* delle Nazioni Unite (cd PRI), il gestore dovrebbe, inoltre, prefiggersi l'obiettivo di analizzare le implicazioni dei fattori ESG (ambientali, sociali e di governance) per gli investimenti redigendo almeno annualmente un *ESG transparency report* finalizzato ad una valutazione (assessment) di come, in qualità di investitore responsabile, prende in considerazione le tematiche ESG e a valle condurre un'analisi delle azioni che potrebbero essere intraprese.

Il gestore dovrebbe recepire le informazioni che per ciascuna società in portafoglio lo mettano in condizione di calcolare i principali indicatori così da consentire di valutare l'allineamento della singola posizione e dei portafogli ai KPI e KRI selezionati ed eventualmente suggerire le azioni da intraprendere per correggere i disallineamenti e mitigare i rischi.

Tra i parametri da prendere in considerazione nell'analisi e nell'engagement con le società in portafoglio, si dovrebbero selezionare indicatori di Sostenibilità da monitorare (e rendicontare), quali ad esempio:

- 1) *GHG emissions;*
- 2) *Climate Change Policy;*
- 3) *Biodiversity Policy;*
- 4) *Water management Policy;*
- 5) *Unadjusted gender pay gap;*
- 6) *Human right policy;*
- 7) *Rate of accidents.*

Per la raccolta dei dati, in particolare ove non disponibili attraverso provider o altre fonti dati ritenute affidabili, come tipicamente potrebbe accadere nelle realtà di ridotta capitalizzazione o non quotate, potrebbe essere adottato uno specifico questionario che copra gli aspetti ritenuti rilevanti, sulla falsa riga dell'esempio riportato nella Tavola 2.

Tavola 2 – Esempio del questionario da sottoporre alle società per la valorizzazione degli indicatori ESG

**INDICATORI AMBIENTALI (E)**

E1: La Società monitora la sua ‘carbon emission’ - GHG?

Se “NO” spiegare i motivi e le iniziative, se già note, volta ad impostare un monitoraggio.

Se “N/A” spiegare i motivi.

E1.1: Se la risposta alla domanda 1 fosse “SI”, inserirei i valori di:

Scope 1	CO2e	
Scope 2	CO2e	
Scope 3	CO2e	
GHG per FTE	Somma dei valori precedenti/FTE	

E2: La Società monitora il suo consumo energetico?

Se “NO” spiegare i motivi e le iniziative, se già note, volta ad impostare un monitoraggio.

Se “N/A” spiegare i motivi.

E2.1: Se la risposta alla domanda 2 fosse “SI”, inserirei i valori di:

Indicatore	Metrica	Valore
Consumo di elettricità	KWH	
Consumo di gas	M3	
Consumo di acqua	M3	
Produzione di rifiuti	Tonnellate	

E3: La Società, a fronte del monitoraggio sopra esposto, adotta o ha intenzione di adottare sistemi di riduzione delle proprie emissioni, sistemi di riduzione, recupero e/o riutilizzo dei rifiuti, sistemi di efficientamento energetico e/o utilizzo di energia da fonti rinnovabili?

Se “NO” spiegare i motivi.

E4: La Società ha impostato una “Carbon neutrality strategy” o una “NET Zero strategy”<sup>102</sup>?

Se “NO” spiegare i motivi e le iniziative, se già note, volta ad impostare un monitoraggio.

Se “N/A” spiegare i motivi

<sup>102</sup> Con il termine “carbon neutrality” si intende una condizione in cui l’impresa, che produce una certa quantità di emissioni, ne compensa la stessa quantità.

E5: La Società è stata causa ovvero ha preso parte ad eventuali comportamenti che hanno causato rilevanti impatti ambientali negativi?																		
E5.1 Se la risposta alla domanda 5 è “SI”, si chiede di elaborare e quantificare il danno/sanzione																		
E6: La Società ha come attività principale l’operatività in settori che comportano l’utilizzo e/o lo sfruttamento delle risorse naturali (petrolifero, minerario, costruzione di trivelle per perforazione del terreno, pesca a strascico, ...)?																		
Se “SI” inserire gli ATECO/NACE di riferimento																		
<b>PARTE SPECIALE – INDICATORI SOCIALI (S)</b>																		
S1: La Società è dotata di una policy in materia di ‘Salute e sicurezza’?																		
Se “NO” spiegare i motivi e le iniziative, se già note, volte alla sua introduzione																		
Se “N/A” spiegare i motivi																		
S2: La Società ha registrato incidenti sul lavoro mortali e/o gravi?																		
S2.1: Se la risposta alla domanda 1 è “SI”, specificare se la Società è stata impattata da tali incidenti in termini di produttività e, nel caso, indicare il nr. dei giorni/uomo di produttività ‘persi’																		
S4: La Società ha sviluppato iniziative tese ad assicurare il benessere lavorativo dei dipendenti?																		
Se “NO” spiegare i motivi e le iniziative, se già note, volte alla sua introduzione																		
Se “N/A” spiegare i motivi																		
S4.1: Se la risposta alla domanda 4 fosse “SI”, inserirei i valori di:																		
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Indicatore</th> <th>Metrica</th> <th>Valore</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>FTE turnover</td> <td>Nr di dimissioni e licenziamenti nell’anno ‘x’/totale FTE a fine anno ‘x’</td> <td></td> </tr> <tr> <td>FTE turnover volontario</td> <td>Nr di dimissioni nell’anno ‘x’/totale FTE a fine anno ‘x’</td> <td></td> </tr> <tr> <td>FTE turnover involontario</td> <td>Nr di licenziamenti nell’anno ‘x’/totale FTE a fine anno ‘x’</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Assenteismo</td> <td>Nr gg</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Assenteismo %</td> <td>Nr gg assenze per malattia nell’anno ‘x’/Nr gg lavorativi anno ‘x’</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	Indicatore	Metrica	Valore	FTE turnover	Nr di dimissioni e licenziamenti nell’anno ‘x’/totale FTE a fine anno ‘x’		FTE turnover volontario	Nr di dimissioni nell’anno ‘x’/totale FTE a fine anno ‘x’		FTE turnover involontario	Nr di licenziamenti nell’anno ‘x’/totale FTE a fine anno ‘x’		Assenteismo	Nr gg		Assenteismo %	Nr gg assenze per malattia nell’anno ‘x’/Nr gg lavorativi anno ‘x’	
Indicatore	Metrica	Valore																
FTE turnover	Nr di dimissioni e licenziamenti nell’anno ‘x’/totale FTE a fine anno ‘x’																	
FTE turnover volontario	Nr di dimissioni nell’anno ‘x’/totale FTE a fine anno ‘x’																	
FTE turnover involontario	Nr di licenziamenti nell’anno ‘x’/totale FTE a fine anno ‘x’																	
Assenteismo	Nr gg																	
Assenteismo %	Nr gg assenze per malattia nell’anno ‘x’/Nr gg lavorativi anno ‘x’																	

Con questo termine non si impone un target di riduzione delle emissioni (comunque sempre previsto in un percorso corretto), e non ci sono limitazioni sulle tipologie di progetti da sostenere per compensare le emissioni, purché si tratti di soluzioni certificate e in linea con gli standard internazionali.

Il termine “**Net Zero**”, invece, è considerabile in un certo senso una condizione più stringente rispetto alla carbon neutrality. Presuppone infatti, come abbiamo già detto, che l’azienda si trovi su una traiettoria di riduzione delle emissioni allineata con gli obiettivi di Parigi e raccomanda la preferenza verso soluzioni carbon removal per la compensazione delle emissioni.

<p>S5: La Società promuove la formazione dei suoi dipendenti?</p> <p>Se "SI" indicare il nr e il costo collegato alla formazione su base mensile (media)</p> <p>Se "NO" spiegare i motivi e le iniziative, se già note, volte alla sua introduzione</p> <p>Se "N/A" spiegare i motivi</p>		
<p>S5.1 La società nella formazione che eroga al suo personale ha previsto sessioni dedicate alla sostenibilità e a come il suo business può impattare/contribuire alle tematiche di sostenibilità?</p>		
<p>S6: La Società è stata oggetto di accuse o sanzioni economiche o amministrative incorse per violazioni dei diritti umani (lavoro forzato, lavoro minorile, etc.) e dei lavoratori (discriminazione, etc.)?</p>		
<p>S6.1: Se la risposta alla domanda 6 è "SI", si chiede di elaborare e quantificare il danno/sanzione.</p>		
<p>S7: La Società si adopera per garantire il rispetto dei diritti dei lavoratori e si assicura che vi siano pratiche e policy che garantiscano pari opportunità a tutte le risorse senza distinzione di genere, razza, età, istruzione, credenze religiose, orientamenti sessuali, opinioni politiche?</p>		
<p>S7.1 Se la risposta alla domanda 7 fosse "SI", si chiederebbe di inserire i valori di:</p>		
Indicatore	Metrica	Valore
Totale Personale dipendente	Nr totale personale dipendente	
Genere meno rappresentato (in valore assoluto e %)	Nr1 Nr1/Nr totale personale dipendente	
Età < 30 anni (in valore assoluto e %)	Nr2 Nr2/Nr totale personale dipendente	
Età compresa tra 30 e 39 anni (in valore assoluto e %)	Nr3 Nr3/Nr totale personale dipendente	
Età compresa tra 40 e 49 anni (in valore assoluto e %)	Nr4 Nr4/Nr totale personale dipendente	
Età > 50 anni (in valore assoluto e %)	Nr5 Nr5/Nr totale personale dipendente	
Genere meno rappresentato presente nelle posizioni apicali (in valore assoluto e %)	Nr6 Nr6/Nr totale personale dipendente	
Genere meno rappresentato presente nel CdA/Board (in valore assoluto e %)	Nr7 Nr7/Nr totale personale dipendente	

Genere meno rappresentato presente nel Collegio Sindacale/Supervisory Body (in valore assoluto e %)	Nr8 Nr8/Nr totale personale dipendente	
Personale dipendente laureato (in valore assoluto e %)	Nr9 Nr9/Nr totale personale dipendente	
Personale dipendente nato in Stati diversi da quello della sede legale della Società (in valore assoluto e %)	Nr10 Nr10/Nr totale personale dipendente	

S8. La Società ha registrato fatti o circostanze che hanno avuto impatti negativi sull'ambiente e sul benessere lavorativo?

Se "SI" descrivere brevemente e indicare anche l'azione posta in essere per evitare che tale problematica si ripeta.

S9: La Società monitora e/o ha attivato politiche di misurazione del gender pay gap?

Se "NO" spiegare i motivi e le iniziative, se già note, volte alla sua introduzione.

Se "N/A" spiegare i motivi.

S10: La Società si è dotata di una policy di procurement che considera gli aspetti ESG, in particolare per la dimensione Social di gestione del personale dei propri fornitori al fine di assicurare che la stessa non sia coinvolta indirettamente in fenomeni di violazione dei diritti umani ovvero di altre situazioni che prevedono utilizzo delle risorse umane in violazione delle leggi (caporalato, lavoro in 'nero', ...)?

S10.1: Se la risposta alla domanda 10 è "SI", specificare come la Società si accerta dell'assenza di tali comportamenti lungo la sua catena di fornitura di beni/servizi.

S11: La Società partecipa ad iniziative di charity o altre che supportano la comunità locale/settore in cui opera?

S11.1: Se la risposta alla domanda 11 è "SI", si chiede di dettagliarle indicando anche il numero di FTE impiegati e quantificare tali iniziative (es gg uomo vs costo azienda, costo della 'beneficenza', ...).

S12: Il settore economico in cui la Società opera è, direttamente o indirettamente, collegato e/o riconducibile ai settori delle armi convenzionali e non, del gioco d'azzardo, del tabacco, della pornografica, dell'alcool?

S12.1: Se la risposta alla domanda 12 è "SI", inserire gli ATECO/NACE di riferimento e il fatturato collegato.

### **INDICATORI DI GOVERNANCE (G)**

G1: La Società è dotata di organi di governo societario e assicura una adeguata dialettica tra i membri degli organi del Consiglio di Amministrazione, Collegio Sindacale, Funzioni di Controllo ove esistenti, Società di Revisione?

G2: La Società è una società i cui titoli sono negoziati sui mercati regolamentati/altri sistemi multilaterali di negoziazione (EGM)?  
Se "SI" descrivere se redige il 'Bilancio di sostenibilità' /NFR declaration.

G3: La Società è dotata di un Codice di condotta/Codice etico?

G4: La Società, se italiana, è dotata di un Modello organizzativo ai sensi del DLgs 231/01 in tema di "Responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica"?  
Se "NO" spiegare i motivi e le iniziative, se già note, volte alla sua introduzione.  
Se "N/A" spiegare i motivi.

G5: La Società, se estera, è dotata di una policy in materia di anti-bribery & corruption (ABC)?  
Se "NO" spiegare i motivi e le iniziative, se già note, volte alla sua introduzione.  
Se "N/A" spiegare i motivi.

G6: La Società è dotata di una policy whistleblowing?  
Se "SI", si sono mai verificate denunce? Nel caso inserire numero.  
Se "NO" spiegare i motivi e le iniziative, se già note, volte alla sua introduzione.  
Se "N/A" spiegare i motivi.

G7: La Società è dotata di policy, prassi, indicazioni in materia di trattamento dati ai sensi del GDPR – Reg EU 676/2016 in materia di protezione dati ovvero ai sensi di normative equivalenti se la sede legale non è in uno stato membro dell'Unione?  
Se "NO" spiegare i motivi e le iniziative, se già note, volte alla sua introduzione  
Se "N/A" spiegare i motivi

G8: La Società è dotata di presidi di sicurezza informatica utili a prevenire un attacco informatico o altre manifestazioni di cyber risk (firewall, antivirus, ...)?  
Se "NO" spiegare i motivi e le iniziative, se già note, volte alla sua introduzione.  
Se "N/A" spiegare i motivi.

G9: In materia di cybersecurity, si prega di compilare la seguente tabella:

Indicatore	Metrica	Valore
Breach alla sicurezza informatica	Nr su orizzonte anno 'x'	
Episodi di <i>data breach</i>	Nr su orizzonte anno 'x'	
Episodi di <i>data breach</i> notificati alle Autorità	Nr su orizzonte anno 'x'	

G10: Il documento DURC e DURF è regolare?

G11: La Società è stata oggetto di accuse o sanzioni economiche o amministrative incorse per corruzione e frode (indagini preliminari/rinvio a giudizio/processi in corso)?

G11.1: Se la risposta alla domanda 12 è “Sì”, si chiede di descrivere brevemente la fattispecie ivi compreso il coinvolgimento, nel caso, di soggetti apicali e/o dipendenti

### 3.5. Appendice: Rischi emergenti dalla “comunicazione” riguardante i prodotti ESG

*Pietro Turrisi*

La valutazione sulle preferenze di sostenibilità degli investitori è parte integrante dell’adeguatezza (*suitability*) nella MiFID II ma il rapporto sull’implementazione dell’informativa sulla sostenibilità dei servizi finanziari prevista del Regolamento SFDR, redatto dalle tre autorità europee ESMA, EBA ed EIOPA, evidenzia che la comunicazione di trasparenza fornita dagli intermediari presenta complessità e difficoltà di comprensione.

La tematica è di rilevanza globale tanto che in un articolo pubblicato sul sito istituzionale il 28 novembre 2024 Paul Moody, *Managing Director, Global Partnerships & Client Solutions*, presso *CFA Institute* si chiedeva “*Are we doing enough to explain sustainable investing to the next generation?*”, introducendo così le sue riflessioni: “*In the realm of finance and investment, terms like ESG (Environmental, Social, and Governance), sustainable investing, impact investing, transition finance, responsible investing, and net zero have become increasingly prevalent and deeply politicized. While each of these concepts aims to promote positive change, the plethora of terminology often leads to confusion and debate about their value, significance and effectiveness, particularly among new investors. In many cases these terms are used interchangeably, particularly by politicians and the media, adding further confusion, fueling negativity and frustrating those looking to improve levels of financial literacy amongst the next generation of investors*”. Chiunque svolga un ruolo di “divulgatore” in ambito d’educazione finanziaria non può non condividere tali preoccupazioni.

È ormai di pubblica evidenza una certa “confusione” creatasi sui fondi ex art. 6, 8 e 9 della SFDR, e Consob ipotizza che i minori flussi osservati nelle masse gestite in investimenti sostenibili in tutto il mondo siano “da correlare anche a questi aspetti, oltre a quelli più immediati rappresentati dalla ricerca di più elevati rendimenti e i possibili timori di *greenwashing*”. Il Rapporto Consob-Università RomaTre sulla relazione consulente-investitore, dedicato al tema dell’integrazione dei fattori ESG nell’attività di consulenza finanziaria (c.d. indagine a specchio o *mirroring*) attraverso un confronto tra le opinioni espresse dal campione, palesa distonie rilevanti sui *drivers* dell’investimento sostenibile (fattori che possono incidere sulla propensione verso tale tipologia di investimento, quali l’informazione disponibile, la gamma di prodotti offerta, le prospettive di rendimento). Una ricerca dell’Associazione globale degli analisti finanziari certificati – *CFA Institute* evidenzia che quasi la metà dei rispondenti ritiene che quantità e complessità delle informazioni in tema di ESG induca confusione negli investitori *retail*; per un terzo degli analisti i requisiti descritti negli articoli 8 e 9 della SFDR, giudicati troppo complessi, ostacolerebbero la comprensione della graduazione dell’impatto sulla sostenibilità dei fondi proposti per l’investimento per di più poco comparabili.

La Consob, con richiamo di attenzione n. 1/2024 del 25 luglio 2024, ha ammonito gli intermediari affinché assicurino che le informazioni sulla finanza sostenibile relative ai temi ESG siano più chiare, concise e comprensibili, soprattutto per la clientela al dettaglio. Si tratta di un ambito riguardante la normativa di *investor protection* della Direttiva (UE) 2014/65 (c.d. “MiFID II”) ma anche e soprattutto gli obiettivi legati alla sostenibilità nei processi di *product governance*, contribuendo a meglio delineare gli obblighi della Direttiva delegata (UE) 2017/593, posti in capo agli intermediari produttori

e distributori. Gli intermediari devono specificare, a beneficio dei clienti, anche gli eventuali obiettivi legati alla sostenibilità in sede di definizione del *target market* dei prodotti che s'intendono realizzare e distribuire. Per i prodotti che non considerano i fattori di sostenibilità (prodotti c.d. "non sostenibili"), si valuterà "caso per caso", in ragione delle specifiche caratteristiche dei prodotti medesimi, l'opportunità di individuare un *target market* negativo; si terrà conto degli obiettivi legati alla sostenibilità nella revisione periodica dei prodotti realizzati e distribuiti. Ne risultano condizionati anche i processi legati alla definizione delle politiche commerciali, dei *budget* e dei sistemi di remunerazione del personale.

La Direttiva UE, c.d. *Green Claims*, emanata nel febbraio 2024, segna un importante, avanzamento circoscrivendo alcune forme di *greenwashing* che, una volta recepita la direttiva da parte degli Stati membri entro marzo 2026, potranno essere proibite dalle autorità nazionali come "pubblicità ingannevoli", sulla base di un'analisi caso per caso. Per quanto riguarda i marchi di sostenibilità si vuole evitare che il cliente possa essere ingannato dal proliferare di marchi ambientali e di sostenibilità auto-prodotti senza una solida base scientifica; saranno permesse iniziative regolate da autorità pubbliche o che si basino su "sistemi di certificazione" i cui requisiti di sistema devono essere accessibili al pubblico; il sistema, nel rispetto di condizioni trasparenti, eque e non discriminatorie, deve essere aperto a tutti gli operatori economici disposti e in grado di conformarsi ai suoi requisiti; i requisiti devono essere stati elaborati dal titolare del sistema in consultazione con esperti riconosciuti e con gli *stakeholders* dotandosi di procedure per affrontare i casi di non conformità e prevedendo la revoca o la sospensione dell'uso del marchio di sostenibilità. Il monitoraggio della conformità avverrà con una procedura obiettiva e sarà svolto da un terzo, competente e indipendente, insieme al titolare del sistema e all'operatore economico, basandosi su norme e procedure internazionali o nazionali. Per quanto concerne invece le compensazioni delle emissioni di gas serra attraverso crediti volontari di carbonio (il c.d. *carbon offsetting*) la Direttiva consente che le asserzioni su prodotti e servizi del tipo "neutrale dal punto di vista climatico", "certificato neutrale in termini di emissioni di CO<sub>2</sub>", "positivo in termini di emissioni di carbonio", "a zero emissioni nette", etc. qualora l'impatto effettivo riguardi il ciclo di vita del prodotto o servizio e non sulla compensazione delle emissioni di gas a effetto serra al di fuori della catena del valore. Non basterà quindi un annuncio di essere carbon *neutral* entro una certa data o una promessa di azzerare il consumo di plastica al tempo x e anche i risultati intermedi andranno certificati da un soggetto terzo.

La Consob è intervenuta sulla scia dell'impatto delle "linee guida" sulla nomenclatura dei fondi che utilizzano termini ESG o legati alla sostenibilità pubblicate il 14 maggio 2024 dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati – ESMA, le *Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms*, applicabili a tutti i gestori di organismi di investimento collettivo soggetti sia alla disciplina AIFM che UCITS, inclusi gli OICR che hanno chiuso il periodo di sottoscrizione. L'obiettivo delle "Linee guida" è garantire che gli investitori siano tutelati da affermazioni di sostenibilità non comprovate o esagerate nei nomi dei fondi e fornire ai gestori patrimoniali criteri chiari e misurabili per valutare la loro capacità di utilizzare termini ESG o legati alla sostenibilità nei nomi dei fondi. Gli OICR presi in considerazione dall'ESMA sono quelli che utilizzano nella loro denominazione i termini: (i) "Transizione" e correlati come "transitorio", "migliorare", "progredire", "evoluzione", "trasformazione" o "net zero"; (ii) "Ambientale" e correlati come "verde", "green", "clima", "ESG", "SRI"; (iii) "Sociale" e correlati come "uguaglianza"; (iv) "Governance" e correlati come "controversia"; (v) "Impact" e correlati come "d'impatto", "impacting" o "impactful" o (vi) "Sostenibilità" e/o "sostenibile". I gestori devono garantire che una soglia di investimenti dell'80% sia allineata con la strategia d'investimento in materia di "sostenibilità" indicata nell'informativa al pubblico con una percentuale minima dell'80% per investimenti utilizzati idonei a soddisfare le caratteristiche ambientali o sociali o gli obiettivi di investimento sostenibile,

in conformità con gli elementi vincolanti della strategia di investimento ex Allegati II e III del Regolamento Delegato (UE) 2022/2018 (informativa pre-contrattuale OICR di cui agli artt. 8 e 9 SFDR). Sono previsti ulteriori requisiti connessi, in prevalenza, al rispetto o meno delle soglie ambientali legate all'Accordo di Parigi. In particolare agli OICR che utilizzano nel loro nome i termini "Transizione", "Sociale" o "Governance" (o correlati), fermo il rispetto della cennata soglia del 80%, sono preclusi investimenti in società di cui all'articolo 12, paragrafo 1, lettere da a) a c) del Regolamento Delegato (UE) 2020/1818 (a causa di coinvolgimento in attività riguardanti armi controverse, nella coltivazione e nella produzione di tabacco, per acclamate violazioni di principi del patto mondiale delle Nazioni Unite o delle linee guida dell'OCSE destinate alle imprese multinazionali).

Gli OICR che utilizzano nel loro nome i termini "Ambientale" o "Impact" (o termini correlati) devono, oltre a rispettare la soglia del 80% sopra indicata, non effettuare investimenti in società di cui all'articolo 12, paragrafo 1, lettere da a) a g) del Regolamento Delegato (UE) 2020/1818 (oltre alle società precedentemente indicate si tratta di: società che ottengono l'1% o più dei ricavi dalla prospezione, estrazione, distribuzione o raffinazione di carbon fossile e lignite; società che ottengono il 10% o più dei ricavi dalla prospezione, estrazione, distribuzione o raffinazione di oli combustibili; società che ottengono il 50% o più dei ricavi dalla prospezione, estrazione, produzione o distribuzione di gas combustibili; società che ottengono il 50% o più dei ricavi dalla produzione di energia elettrica con un'intensità dei gas a effetto serra superiore a 100 g CO<sub>2</sub>e/kWh). Gli OICR che utilizzano nel loro nome i termini "Sostenibilità" (o correlati) devono, oltre a rispettare la regola "generale" dell'80%: non effettuare investimenti in società di cui all'articolo 12, paragrafo 1, lettere da a) a g) del Regolamento Delegato (UE) 2020/1818 e, soprattutto, impegnarsi a investire in modo significativo negli investimenti sostenibili di cui all'articolo 2 del SFDR.

Già nei primi commenti si è parlato di un "divorzio" dei temi ambientali dal sociale e dalla governance in quanto la S e la G sarebbero ora associate alla nuova categoria "transition" il cui obiettivo è supportare percorsi di decarbonizzazione delle aziende; ciò renderebbe differenti i prodotti "sostenibili" e addirittura si auspica, da parte delle Autorità di vigilanza, l'introduzione di una terza categoria "investor's impact".

Alla luce delle Linee guida ESMA Bloomberg ha passato al vaglio oltre 2.700 fondi europei verificando la presenza di termini correlati a "sostenibilità", "ambiente" e "impatto". Il 58% di questi sarebbero esposti su almeno una società in cui hanno investito non conforme alle regole di esclusione relative alle attività sui combustibili fossili. Qualora si considerassero altre tipologie di esclusioni (ad es. per le linee guida UNGC e OCSE) i fondi non in regola salirebbero all'82,7% mentre restringendo il campo ai fondi inquadrati fino al 2024 come ESG ai sensi dell'SFDR, quasi il 75% di quelli ex articolo 8 includono aziende potenzialmente esposte ai criteri di esclusione dei combustibili fossili, solo il 15% per i prodotti articolo 9.

Morningstar si aspetta - nella valutazione dell'analista Hortense Bioy espressa in un articolo del 14 novembre 2024 - un'accelerazione dell'attività di rebranding tra i fondi articolo 8 e articolo 9 poiché i gestori che commercializzano prodotti nell'UE sono tenuti a conformarsi alle Linee guida dell'ESMA entro maggio 2025. Molti fondi abbandoneranno i termini più popolari "ESG" e "sostenibile" a favore di termini neutri promuovendo le loro caratteristiche in altro modo: ad esempio, "ESG screened", "ESG filtered" e "ESG leaders" diventeranno presumibilmente "screened", "filtered" e "leaders"; sarà più difficile per gli investitori cercare fondi con caratteristiche ESG e potrebbero essere più enfatizzati gli aspetti di transizione. Pur lodando l'intento di ESMA per contrastare il *greenwashing* qualcuno comincia a chiedersi: "Chi spiega queste regole al piccolo investitore?".

Il 21 agosto 2024 l'ESMA ha pubblicato le traduzioni in tutte le lingue ufficiali dell'Ue delle sue Linee guida sui nomi dei fondi che utilizzano termini Esg (*Environmental, Social, and Governance*) o legati alla sostenibilità. Le Linee guida sono ormai in vigore dal 21 novembre 2024. Infatti Consob e Banca d'Italia, rispettivamente con Avviso Consob del 29 ottobre 2024 e con Nota Banca d'Italia n. 43 del 30 ottobre 2024, hanno comunicato ad ESMA, per i profili di rispettiva competenza, di volersi conformare agli Orientamenti sull'utilizzo di termini ambientali, sociali e di governance (ESG) o relativi alla sostenibilità nelle denominazioni dei fondi, adottate dall'Autorità europea il 14 maggio 2024. Gli Orientamenti dell'ESMA assumono quindi valore di orientamenti di vigilanza e gli intermediari si dovrebbero conformare ex art. 16 del Regolamento UE n. 1095/2010 (Regolamento istitutivo dell'ESMA). Pertanto:

- i destinatari degli Orientamenti sono i gestori di cui all'art. 1, c. 1, lett. q-bis TUF;
- gli Orientamenti si applicano dal 21 novembre 2024 con riferimento agli OICR istituiti da tale data; quelli istituiti prima di tale data godono di un periodo transitorio di sei mesi (fino al 21 maggio 2025);
- le disposizioni interessate dal recepimento degli "Orientamenti" sono:
  - l'art. 14, comma 1, della Direttiva 2009/65/CE;
  - l'art. 12, c. 1, della Direttiva 2011/61/UE;
  - l'art. 35-decies, c. 1, lett. a), del TUF;
  - il Titolo III, Capitolo I, e Titolo V, Capitolo I, del Regolamento di Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio.

L'ESMA ha pubblicato, inoltre, sei Q&A su aspetti specifici dell'applicazione pratica delle Linee guida sui nomi dei fondi che utilizzano termini ESG o correlati alla sostenibilità finalizzate ad una comprensione comune dei concetti chiave. Le Q&A sono relative: ai green bond, alla convergenza sul concetto di "investire in modo significativo in investimenti sostenibili", alla definizione di armi controverse. In dettaglio:

- a) per quanto riguarda i green bond europei emessi ai sensi del Regolamento (UE) 2023/2631, gli investimenti non devono essere valutati in base alle esclusioni di investimenti di cui ai paragrafi 16-18 delle Linee guida, poiché le Linee guida devono essere lette congiuntamente alla legislazione di Livello 1 (il Regolamento) considerato l'elevato livello di protezione garantito dal quadro giuridico dell'UE;
- b) per gli investimenti in qualsiasi altro tipo di strumenti di utilizzo dei proventi, come i green bond non emessi ai sensi del Regolamento sui Green Bond europei, le esclusioni di cui ai paragrafi 16-18 delle Linee guida dovrebbero applicarsi su base *look-through* alle attività economiche finanziate. L'approccio *look-through* comporta che lo strumento in cui si è investito non finanzi alcuna attività di cui all'art. 12(1)(a-b) e (d-g) del Regolamento delegato (UE) 2020/1818, e inoltre gli investimenti in società escluse ai sensi dell'art. 12(1)(c) del regolamento delegato (UE) 2020/1818 non potranno beneficiare del *look-through*;
- c) ai fini dell'applicazione delle esclusioni di cui ai paragrafi 16-18 delle Linee guida relative all'art. 12, par. 1 lett. a del Regolamento delegato (UE) 2020/1818 (società coinvolte in qualsiasi attività correlata alle armi controverse), le autorità nazionali competenti possono fare riferimento all'elenco delle armi controverse di cui all'indicatore 14 della tabella 1 dell'allegato I del Regolamento delegato ("mine antiuomo, munizioni a grappolo, armi chimiche e armi biologiche");

d) i fondi che utilizzano termini “sostenibili” devono impegnarsi a investire in modo significativo in investimenti sostenibili di cui all’art. 2, paragrafo 17 della SFDR: se tali i fondi allocano meno del 50% in investimenti sostenibili non stanno “investendo in modo significativo in investimenti sostenibili”.

È difficile immaginare che questo “chiarimento” porti a una maggior comprensione da parte dell’investitore in merito al prodotto finanziario che gli verrà proposto!

Il 2024 si è connotato per il significativo attivismo delle Autorità di Vigilanza europee (ESMA, EBA ed EIOPA) sul tema del *greenwashing* sulla scia della Direttiva (UE) 2024/825 che ha introdotto le “asserzioni in materia di sostenibilità” nelle regole di tutela dei consumatori per i prodotti (non finanziari) dichiarati sostenibili. Si rimarca l’obbligo di fornire informazioni agli investitori in modo equo, chiaro e non fuorviante; già l’articolo 12 della Direttiva AIFM recitava... *“gli Stati membri assicurano che in ogni momento i GEFIA agiscano onestamente, con la competenza, la cura, la diligenza e la correttezza dovute nell’esercizio delle loro attività ...”* mentre l’articolo 14 della Direttiva UCITS stabiliva che *“ciascuno Stato membro redige le regole di condotta che le società di gestione in esso autorizzate devono osservare in ogni momento... obbligano la società di gestione ad agire, nell’esercizio della propria attività, in modo leale e corretto, nell’interesse degli OICVM che gestisce e dell’integrità del mercato ...”*.

L’ESMA ha raccomandato alle Autorità nazionali di: i) sviluppare un approccio integrato alla supervisione della sostenibilità, ii) rafforzare e promuovere l’alfabetizzazione finanziaria degli investitori retail, iii) esplorare l’impiego di strumenti tecnologici di vigilanza (*SupTech*) ed elaborare un linguaggio naturale (PNL) per facilitare l’esame delle informazioni relative alla sostenibilità.

Le Autorità di Vigilanza, con la formulazione di linee guida e buone pratiche, intendono rimediare alle incertezze normative, contribuendo, indirettamente, alla riduzione dei costi di *compliance* imponendo regole e divieti specifici. In linea con la posizione della Commissione EU si pone l’accento sull’ “ambiziosità” degli obiettivi che gli intermediari devono perseguire e sulla necessità di prevenire il rischio sempre maggiore di un contenzioso legale per informativa fuorviante al mercato da parte delle NGOs e di cittadini. Molto opportuna la messa a fuoco del principale fattore critico costituito dal sistema di *data governance* e della misurazione d’impatto. Permangono concreti problemi di allineamento tra le politiche di sostenibilità del mondo finanziario e quello industriale e la prospettiva di ampliare il *set* di dati necessari per l’elaborazione dei *report* complica l’implementazione dei pertinenti modelli per gli operatori finanziari, soprattutto per quelli di minori dimensioni. Le Autorità di Vigilanza sembrano ora più attente alla relazione tra finanza ed economia reale (*real world*) anche alla luce delle accresciute possibilità di accesso alla finanza da parte delle imprese minori.

Per chiudere il quadro delle recenti disposizioni riguardanti i contenuti delle “comunicazioni” a cui sono tenute le società di gestione si segnala un richiamo di attenzione di Consob<sup>103</sup> sull’inclusione dei fattori ESG nel processo decisionale degli OICR e sulla trasparenza informativa a livello di prodotto: l’obiettivo è accompagnare i gestori nella corretta applicazione delle disposizioni normative in materia di finanza sostenibile, in linea con le iniziative di ESMA. Il documento è complementare rispetto al richiamo di attenzione Consob n. 1/24 del 25 luglio 2024 sull’adeguamento dei fondi agli obblighi in materia di finanza sostenibile nella prestazione dei servizi di investimento e s’inquadra nelle iniziative di semplificazione annunciate dalla Presidente della Commissione europea nel novembre 2024 e ribadite nella Comunicazione del 29 gennaio 2025 (*“Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic*

<sup>103</sup> CONSOB, febbraio 2025, Richiamo di attenzione n. 1/25 dell’11 febbraio 2025, [Richiamo di attenzione n. 1/25 dell’11 febbraio 2025 - AREA PUBBLICA - CONSOB](#).

and Social Committee and the Committee of the Regions”). Come già accennato in questo *paper*, gli obblighi di trasparenza dell'SFDR sono differentemente modulati a seconda della tipologia di prodotto, sulla base della distinzione tra: prodotti art. 6 o generalisti, ex art. 8, che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali e art. 9, che perseguono come obiettivo investimenti sostenibili. L'informativa di dettaglio deve essere fornita per le ultime due tipologie, distinguendo tra informativa pre-contrattuale, periodica e sul sito web (rispettivamente, in prospetto/documento d'offerta ovvero nel rendiconto). Nell'ottica dell'adozione da parte dei gestori di meccanismi operativi efficaci l'uso di espressioni generiche quali “*il prodotto persegue obiettivi ambientali/sociali*” andrà evitato mentre è opportuna l'individuazione di uno o più indicatori funzionali alla valutazione di ciascuna delle caratteristiche promosse/obiettivi perseguiti. Si suggerisce l'indicazione sintetica dei *negative screening*, dei criteri di selezione in positivo, degli obiettivi gestionali definiti in termini di *ESG risk* o *ESG rating* a livello di emittente e di portafoglio. Per i prodotti ex art. 9 SFDR va assicurata la coerenza tra la loro connotazione e i *benchmark* di riferimento.

Le specifiche indicazioni sull'inclusione dei fattori ESG nel processo decisionale per la gestione degli OICR riguardano: a) efficaci modalità di monitoraggio del rispetto delle liste di esclusione, con una tempistica della loro revisione, da aggiornare di pari passo con l'evoluzione dell'operatività delle imprese *target*; b) criteri per la selezione degli investimenti per identificare iniziative imprenditoriali effettivamente virtuose, o al momento dell'investimento o in una prospettiva evolutiva, frutto di valutazione delle singole *target* approfondendo la conoscenza di ciascuno dei pilastri ESG; c) il computo dell'indicatore di riferimento in modo che ci sia equivalenza nella valutazione del fondo e in quella del *benchmark*, verificabile ex post; d) la rappresentazione di come gli investimenti non causino un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali e/o sociali (c.d. “*do no-significant harm-DNSH*”). Questo intervento del supervisore si dimostrerà tanto più efficace nella misura in cui il risparmiatore/investitore avrà un “accesso facilitato” alle informazioni e se queste saranno formulate in termini “amichevoli” per smussare i tecnicismi, tenuto conto che, dai dati statistici desumibili dal sito della Borsa Italiana a dicembre 2024, i fondi ESG erano quasi interamente classificati ex art.8 SFDR.

Altri utili spunti, alla luce del ruolo d'importante distributore svolto dal sistema bancario, sono ritraibili dalle Linee Guida EBA in materia di *greenwashing*. Qui lo si definisce “*pratica dove comunicati, dichiarazioni, azioni o affermazioni legate alla sostenibilità non riflettono in modo chiaro ed equo il sottostante profilo di sostenibilità della società, di un prodotto finanziario o di un servizio finanziario. Questa pratica può essere fuorviante per consumatori, investitori o altri operatori finanziari*”. La comunicazione in materia di sostenibilità dovrebbe essere bilanciata e “*dimostrata*” (*substantiated*), quindi chiara, equa e non fuorviante. La dimostrabilità richiede dati affidabili e verificabili, associata alla misurazione dell'impatto; le informazioni saranno “*accurate, complete, aggiornate*” senza omissioni importanti. Gli intermediari, sia a livello di prodotto che di entità, comunicheranno “in modo proporzionale e tenendo conto del complessivo agire dell'intermediario e/o del prodotto” rifuggendo da toni enfatici; le asserzioni in materia di sostenibilità devono essere chiare e presentate in modo da poter essere *comprensibili*, anche agli *stakeholders* sofisticati. L'EBA richiede che il rischio di *greenwashing* sia adeguatamente presidiato nello sviluppo e nell'implementazione delle strategie ESG con una particolare attenzione su: “comunicazione”, definizione dei processi per la revisione dei prodotti, *marketing* e pubblicità, *disclosure*, formazione del personale. E' importante che sia dato spazio a una valutazione su basi scientifiche delle decisioni metodologiche utilizzate ai fini della dimostrazione dell'impatto di un determinato prodotto nonché sia assicurato un sistema interno con risorse dedicate a verificare che i dati utilizzati da *provider* terzi siano aggiornati, affidabili e sufficientemente robusti, ma nel contempo si auspica che gli intermediari si dotino di sistemi di verifica esterna sia sul

proprio *reporting* in materia di sostenibilità sia a livello di prodotto (in perfetto allineamento con quanto stabilito con il regolamento EuGB, la CSRD e gli *standard* EFRAG).

Il *Risk Management* può mitigare i rischi derivanti dal *greenwashing* tramite la strutturazione di presidi e procedure interne per individuare, valutare e misurare i potenziali impatti negativi, non solo nell'ambito della gestione dei rischi di condotta, operativi e reputazionali, ma anche in quello dei rischi di liquidità e di finanziamento (come nel caso di riduzione della liquidità). E' necessario garantire che *"le affermazioni relative alla sostenibilità di prodotti e servizi siano corrette, chiare e non fuorvianti, e siano coerenti con le caratteristiche di sostenibilità del prodotto o del servizio"*, dovrebbero basarsi sull'utilizzo di definizioni e criteri basati su *standard* internazionali, *rectius* europei quando possibile, essere chiare e trasparenti riguardo ad altri criteri e definizioni utilizzati, in maniera tale da garantire uniformità applicativa ed evitare rischi connessi all'utilizzo di *standard* considerati non adeguati dal mercato, fermo restando l'onere di valutare se gli *standard* di mercato siano coerenti con il livello di ambizione e rigore richiesto dal *framework* regolamentare.

I modelli ex d.lgs. 231/2001 costituiscono strumenti utili per la *compliance* e il miglioramento in ambito ambientale, sociale e di governance ma non si ha evidenza di loro considerazione nell'ambito dell'assegnazione dei *rating* ESG. Uno studio del CNDCEC individua quale punto di contatto tra l'attribuzione dei *rating* ESG e l'impianto normativo ex d.lgs. 231/2001 nel *rating* di legalità. Si dovranno gestire con cautela i dati utilizzati ai fini dell'attribuzione dei *rating* ESG per non incorrere in pratiche scorrette ed eventuali sanzioni anche ai fini della responsabilità amministrativa degli enti. Un sistema integrato di *compliance* 231-ESG trae forza dalle recenti riforme in tema di adeguati assetti organizzativi (art. 2086 c.c.) per un governo consapevole, attento alla gestione dei rischi e a processi atti a generare valore anche per gli *stakeholder*. I modelli 231, concepiti per prevenire il rischio di compimento dei reati presupposto, si arricchiscono con l'introduzione di regole di comportamento ESG attraverso matrici di rischio comune. In tal modo il modello verrebbe strutturato sin dall'inizio con la doppia finalità. Infatti, l'adozione del modello è una dichiarazione di adesione da parte dell'ente ad un percorso di legalità, etica e trasparenza: come tale, non può che risultare conforme anche in chiave di sostenibilità. Le attività di *risk assessment* e *Risk Management*, opportunamente orientate, contribuiscono ad aumentare la percezione di affidabilità dell'impresa; allo stesso tempo si rafforzerebbero i flussi informativi tra i diversi organi aziendali anche con l'implementazione di un sistema di controllo integrato con riferimento alla funzione dell'Organismo di Vigilanza. Tale impostazione appare utile anche per fronteggiare la ventilata estensione del sistema sanzionatorio previsto per le informazioni finanziarie anche al *reporting* di sostenibilità, questione che ha originato la (preoccupata) lettera congiunta del 18 aprile 2024 che ABI, ANIA, Assirevi, Assonime, Confindustria e CNDCEC hanno inviato al MEF proprio al fine di evidenziare la necessità di un sistema sanzionatorio proporzionato. I rischi derivanti da *greenwashing* presumibilmente diventeranno *"parte integrante degli stress test o di altri tipi di analisi previsionali"*.

A fronte del *greenwashing* la tutela preventiva dell'investitore è normalmente affidata al settore pubblico mentre la tutela risarcitoria, per essere effettiva, richiede sistemi giurisdizionali efficienti; non vi sono, allo stato, regole armonizzate con riguardo ai rimedi di natura privatistica. La rilevanza attuale del tema è data dalle potenzialità espansive di azioni fondate sulla responsabilità da prospetto o da abusi di mercato o sulla violazione dei doveri fiduciari degli amministratori, sebbene l'ingannevolezza delle affermazioni di sostenibilità non sempre generi un danno patrimoniale per l'investitore, con ciò rendendo il *private enforcement* parzialmente idoneo allo scopo: la mancanza o la perdita di requisiti ESG oppure l'impossibilità di realizzarli rileva solo quando si accompagni o determini un danno di natura finanziaria. Rientra nello spettro delle analisi di *Risk Management* anche

l'ampliato perimetro di limitazioni poste dall' "antitrust". La direttiva (UE) 2024/825 integra la disciplina europea sulle pratiche commerciali scorrette introducendo nella Direttiva 2005/29/CE del Parlamento e del Consiglio dell'11 maggio 2005 nuovi obblighi e divieti. Saranno meglio individuabili pratiche commerciali integranti il *greenwashing* consumeristico. La direttiva precisa la portata ingannevole delle pratiche commerciali e la "lista nera" di pratiche considerate in tutti i casi ingannevoli (Allegato I della direttiva 2005/29/CE) con il generale divieto di fare uso, nella comunicazione commerciale, di asserzioni ambientali generiche e non supportate da prove, quali "rispettoso dell'ambiente" o "naturale" o "rispettoso degli animali". Vi sarà un divieto tassativo di dichiarazioni circa un impatto neutro, ridotto o positivo sull'ambiente, per il tramite della partecipazione a sistemi di compensazione delle emissioni di carbonio; sarà vietato utilizzare marchi di sostenibilità che non siano basati su sistemi di certificazione approvati o promossi da autorità pubbliche. E' bene aver presente che secondo le definizioni di AGCM per "pratica commerciale" s'intende qualsiasi azione, omissione, condotta, dichiarazione o comunicazione commerciale, ivi compresa la pubblicità diffusa con ogni mezzo e il *marketing*, che un professionista pone in essere in relazione alla promozione, alla vendita o alla fornitura di beni o servizi; è scorretta quando, in contrasto con il principio della diligenza professionale, falsa o idonea a falsare in misura apprezzabile il comportamento economico del consumatore medio che raggiunge o al quale è diretta. Le pratiche commerciali ingannevoli sono idonee a indurre in errore falsando il processo decisionale.

La direttiva (UE) 2024/825 dovrà essere recepita dagli Stati Membri entro il 27 marzo 2026 ed applicata entro il successivo 27 settembre. Le misure UE relative alla finanza per lo sviluppo sostenibile rafforzano l'inquadramento dei modelli di *business* che praticano la *Corporate Social Responsibility* (CSR), modelli che fanno acquisire *intangibles* e vantaggi competitivi: la responsabilità sociale può produrre benefici reputazionali e concorrenziali ma rischi di *greenwashing* per il mercato. Già in dottrina vi erano riflessioni sui disallineamenti fra la CSR praticata e quella comunicata: si distingueva la pubblicità ecologica generica da quella informativa, vietando in ogni caso la pubblicità ecologica generica in quanto ingannevole e dannosa per il buon funzionamento del mercato mentre è censurabile e la pubblicità ecologica informativa solo se mendace o non verificabile. Pertanto, alcuni commentatori ritengono che, già nel quadro della CSR, le pubblicità ecologiche generiche siano vietate dal diritto della concorrenza perché peggiorano il benessere generale. Il diritto UE associa al contrasto della pubblicità ecologica mendace incentivi per la comunicazione corretta. La transizione ecologica sarebbe ostacolata, oltre che dalle comunicazioni decettive anche da un eccesso di informazioni ("rumore") sulla sostenibilità o, al contrario, una reticente comunicazione, il c.d. *greenhushing*, per evitare accuse di *greenwashing*.

Se applicabili le regole a tutela del mercato occorrerà porre attenzione a eventuali pratiche commerciali scorrette nell'ottica del contrasto a ogni azione, omissione, condotta, dichiarazione, comunicazione commerciale e forma pubblicitaria falsa o idonea a falsare in misura apprezzabile un comportamento economico e scelte libere e consapevoli. Le Autorità perseguono le pratiche commerciali scorrette sotto forma di "azioni ingannevoli" e di "omissioni ingannevoli" prevedendo un divieto delle asserzioni ambientali e dei marchi di sostenibilità che non rispettino una serie di criteri minimi. Come già richiamato sopra le asserzioni ambientali devono essere formulate in modo chiaro, preciso, accurato e inequivocabile essere non solo veritiere ma anche non creare confusione per via di imprecisione, incompletezza, vaghezza o non verificabilità. Per le omissioni affinché si configuri una pratica commerciale scorretta andrà dimostrata l'intenzione dell'inganno limitando la capacità di prendere decisioni informate. Si può citare in un contesto finanziario la decisione dell'Autorità britannica per gli *standard* pubblicitari (ASA) del 2022 avverso due pubblicità di HSBC sulla prospettiva della banca verso il cambiamento climatico in cui si stigmatizzava l'aver omesso il riferimento al rinnovato finanziamento da parte di HSBC di progetti legati ai combustibili fossili e alla

deforestazione. L'AGCM può agire avverso la pubblicità ingannevole perseguendo l'interesse alla realizzazione di un mercato aperto, competitivo e libero da interferenze indebite; per contro chi si avvale della comunicazione commerciale deve essere in grado di dimostrare la veridicità dei dati, delle descrizioni, affermazioni, illustrazioni e simili. Il corpus normativo (c.d. "diritto della pubblicità") è quindi un insieme di norme con diversi livelli di tutela d'interessi differenti ma comunque focalizzato sul buon funzionamento del mercato e su una corretta comunicazione d'impresa in quanto, nella materia che qui interessa, determinate dichiarazioni di sostenibilità sono in grado di ingenerare, nei terzi, aspettative ragionevoli sugli obiettivi ESG.

Una notazione finale va dedicata alle "azioni collettive" attivabili nel contenzioso bancario, finanziario e assicurativo sulla base di normative, nazionali e/o di attuazione europea, cui la dottrina ha dedicato prime riflessioni. La normativa in tema di "azioni di classe" ha modificato il panorama procedurale codicistico introducendo una disciplina nazionale mentre la [Direttiva 1828/2020](#) ha rinnovato il sistema di tutela dei consumatori; si è creata la coesistenza di due normative parallele con campi di applicazione e regole differenti. In base all'azione di classe e inibitoria ([legge 12 aprile 2019, n. 31](#), che ha introdotto nel Codice di Procedura Civile il titolo dedicato ai procedimenti collettivi, artt. 840 *bis* e seguenti) si tutelano i "diritti individuali omogenei" lesi da atti o comportamenti posti in essere da un'impresa o da un ente gestore di servizi pubblici o di pubblica utilità nell'esercizio della loro attività; sotto un profilo soggettivo sono legittimati attivi gli esercenti diritti facenti parte di una classe di danneggiati, persone fisiche e/o giuridiche, inclusi investitori, risparmiatori, etc., ma anche associazioni e organizzazioni senza fine di lucro, i cui obiettivi statutari comprendano la tutela di diritti individuali omogenei e siano iscritte in un apposito elenco istituito presso il Ministero della Giustizia, senza necessità di mandato specifico. Diversa è l'"azione rappresentativa" (ex [Direttiva 1828/2020 del 25 novembre 2020](#)) a tutela degli interessi collettivi dei consumatori, recepita in Italia con il D. Lgs. 28/2023 (modificativo degli artt. 140 *bis* e seguenti del Codice del Consumo). L'azione rappresentativa è volta a tutelare i consumatori dalle violazioni da parte di un operatore commerciale e riconducibili a più settori: tra le fattispecie considerate ritroviamo anche la pubblicità ingannevole. L'azione rappresentativa è limitata ai rapporti tra consumatori e professionisti ma può assumere anche una declinazione transfrontaliera, che permette alle associazioni di altre nazioni EU di promuovere azioni anche in Italia, e alle organizzazioni di consumatori italiane di fare altrettanto negli stati membri. Tanto le azioni di classe quanto le azioni rappresentative impatterebbero sul contenzioso nei settori bancario, finanziario e assicurativo, anche se avviate quali "*follow on actions*", ovvero a seguito di segnalazioni e/o sanzioni da parte delle Autorità di Vigilanza o dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato - AGCM. Potrebbero essere intentate azioni legate alla mancata comunicazione ai clienti di informazioni chiare e sufficienti durante la commercializzazione di prodotti o servizi bancari oppure, nell'ambito dei servizi di investimento, quando si ritenga di non aver ricevuto adeguate informazioni su natura, rischi e caratteristiche di prodotti finanziari. Infatti, non si può escludere che banche, istituzioni finanziarie e compagnie assicurative siano coinvolte, anche solo in modo strumentale, in azioni collettive da parte di coloro che si ritenessero danneggiati da dichiarazioni percepite come non veritiere in merito a pratiche ESG, iniziative di sostenibilità o investimenti *green*, oppure dalla distribuzione di prodotti non conformi alle caratteristiche dichiarate. Si è dibattuto, ad esempio, se un'azione rappresentativa possa essere avviata per la mancanza di informazioni sulle preferenze di sostenibilità o per la violazione di quelle fornite (argomentando ex [Regolamento 2021/1253](#) in materia di prodotti ESG): per l'ESMA (Orientamento n. 35-43-3172 del 3 aprile 2023, n. 82) se l'intermediario intende raccomandare un prodotto che non soddisfa le preferenze di sostenibilità iniziali del cliente deve consentirgli di modificare le sue preferenze per il prodotto, registrandone la richiesta.

In tutto questo marasma burocratico “l’industria dei fondi comuni” limita al massimo l’accesso a report dettagliati sull’andamento del risparmio gestito in Italia, in particolare ai dati di raccolta e patrimonio di ogni singola “casa d’investimento” precludendone ad analisti e soprattutto ai piccoli investitori l’elaborazione in via autonoma, se in possesso di sufficienti cognizioni tecniche (lo rileva Gianfranco Ursino in Plus de Il Sole24Ore del 4 gennaio 2025). In effetti Assogestioni ormai fornisce solo aggregazioni dei dati presenti sulla sua piattaforma web “Cubo”, disponibile nella sua interezza solo per gli associati; in passato le SGR comunicavano, invece, anche i risultati di ogni singolo fondo e, soprattutto, il confronto con la *performance del benchmark* di riferimento. Resta libero l’accesso ai dati forniti da Borsa Italiana (partizione ESG del sito) che tuttavia, nonostante gli sforzi profusi, risulterà alquanto ostico per il risparmiatore/investitore poco avvezzo a certi tecnicismi: è probabile che aumenterà la sua diffidenza verso il “mondo ESG”! Non è un caso che nello stesso numero del citato quotidiano il filosofo Sebastiano Maffettone, recensendo un recente volume di Lapucci e Lucchini, ne avalla l’interpretazione innovativa dell’ESG con l’aggiunta di una “H” che sta per “*human, healt, happines* perché dopo circa due decenni di pratiche ESG si rischia di buttare via il bambino (Esg) con l’acqua sporca (quello che non funziona) dobbiamo rendere più naturale e meno astratto il modello, applicandolo, per esempio, alla gestione delle città e ai problemi della sanità...In sostanza, cerchiamo di rendere il tutto *alla portata della persona e comprensibile*”.

In un contesto di produzione alluvionale di regolamentazione e di proclami ambiziosi d’indirizzo “politico” abbiamo il timore che un disorientato operatore finanziario si rivolga alla clientela retail in preda a innumerevoli interrogativi con la frase di Altan: “Nel dubbio, ho deciso di prendere le *distanze da me stesso*”!

## 4. ORGANIZZAZIONE, RUOLO E PROCESSI DEL RISK MANAGEMENT IN AMBITO ESG

*Alessio Ginocchetti, Elisabetta Gualandri*

Per un simpatico “gioco del caso” (in questo contesto, il riferimento al libro di Nassim Nicholas Taleb “Giocati dal caso” che ogni Risk manager professionista dovrebbe aver letto, non è affatto casuale) la parola “economia” evolve in “ecologia” con la semplice sostituzione di due lettere.

E questa immagine aiuta a cogliere l’evoluzione a cui stiamo assistendo nel mondo dei mercati finanziari con l’introduzione dei fattori ESG nelle scelte di investimento.

Evoluzione che coinvolge diversi attori: istituzioni, intermediari, clienti.

Con l’intento di fornire maggiori dettagli in merito alle ripercussioni sulla figura del Risk manager di questa evoluzione sono stati approfonditi i temi relativi ai modelli organizzativi della funzione, ai modelli operativi per la gestione dei dati (prerequisito fondamentale per qualsiasi analisi in questo ambito) ed ai processi che coinvolgono la funzione di Risk Management di una società di gestione del risparmio.

### 4.1. Struttura organizzativa del Risk Management in ambito ESG di una SGR

*Marilena Cino, Carmen Gallucci, Raffaella Nappo, Rosalia Santulli*

L’integrazione dei fattori ESG nei processi decisionali e di gestione del rischio rappresenta una sfida cruciale per le Società di Gestione del Risparmio (SGR). La crescente attenzione degli investitori verso pratiche sostenibili e le pressioni normative richiedono un adattamento della struttura organizzativa delle SGR, affinché possano rispondere in modo efficace a queste esigenze. In tale contesto, l’analisi dei modelli organizzativi adottabili per la gestione dei rischi ESG (centralizzato, decentrato e misto) rivela come la scelta dipenda da diversi fattori, quali la complessità dell’organizzazione e il grado di maturità nella gestione della sostenibilità. Un aspetto centrale è il livello di coinvolgimento del Risk Management, chiamato a svolgere un ruolo chiave nell’integrazione dei rischi ESG all’interno dei processi aziendali.

Come illustrato nel Capitolo 1, il Risk Management è una funzione essenziale per le SGR, finalizzata a identificare, valutare e gestire i rischi associati alle proprie attività. Questo approccio consente alle SGR di assicurare una gestione del patrimonio degli investitori coerente con la politica di investimento dei prodotti, assicurando allo stesso tempo la conformità alle normative vigenti.

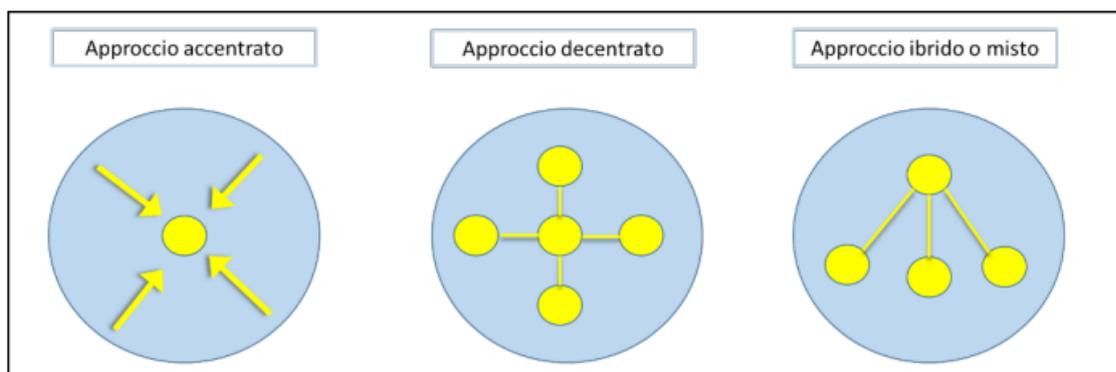
Alla luce della trasformazione sostenibile a cui stiamo assistendo, molte SGR stanno implementando un riassetto organizzativo delle funzioni di controllo ed in particolare proprio del Risk Management. Negli ultimi anni, infatti, la crescente attenzione da parte degli investitori verso pratiche sostenibili e la pressione normativa hanno reso necessaria l’integrazione delle dimensioni ambientali, sociali e di governance (ESG) in tutti i processi decisionali aziendali, inclusa la gestione dei rischi.

Tradizionalmente, il Risk Management era concentrato su aspetti finanziari e operativi, ma oggi deve considerare anche le implicazioni delle scelte aziendali sul piano della sostenibilità ESG e dei rischi ad essa connessi. Ciò implica una rivalutazione delle modalità di integrazione dei rischi ESG che possono manifestarsi a vari livelli: strategie aziendali complessive, aggiornamento della gamma prodotti, modello organizzativo.

In questo contesto, le disposizioni dell'articolo 2086 del Codice Civile, che rappresentano un riferimento fondamentale in tema di adeguatezza degli assetti organizzativi, stabiliscono l'obbligo per le imprese di adottare un assetto organizzativo adeguato alla loro natura e dimensione, in vista di una capacità delle strutture organizzative di identificare in modo tempestivo i rischi, al fine di intervenire prontamente a seguito dell'emersione degli stessi. Sebbene originariamente concepite per le imprese di produzione e di servizi, queste norme si applicano in modo rilevante anche a realtà complesse come le SGR, dove l'adeguatezza dell'assetto organizzativo diventa fondamentale per renderle più funzionali nel rispondere ai nuovi rischi, ai nuovi impatti e alle nuove modalità di misurazione degli stessi. Un assetto organizzativo adeguato, in linea con le dimensioni aziendali e con la complessità delle operazioni tipiche di una SGR, non solo garantisce che il potere decisionale sia esercitato al livello di competenza appropriato, ma assicura anche trasparenza nei processi e un'efficace gestione dei rischi ESG in termini di tempestività di rilevazione e intervento. La presenza di strutture chiare e ruoli ben definiti facilita l'integrazione dei rischi ESG nelle attività operative e consente una gestione proattiva, contribuendo così alla stabilità e alla reputazione della SGR. Inoltre, permette di conseguire risultati gestionali più soddisfacenti, in linea con gli obiettivi di sostenibilità della SGR e con le aspettative degli investitori.

L'importanza del tema degli assetti organizzativi per le SGR emerge altresì dalle aspettative di vigilanza di Banca d'Italia sui rischi climatici e ambientali, che illustrano una possibile strutturazione attraverso tre modelli: accentrato, decentrato e ibrido (Figura 1).

**Figura 4.1: Modelli e approcci organizzativi in tema di governance dei rischi climatici e ambientali**



Fonte: Banca d'Italia (2022), *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali* [https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative\\_di\\_vigilanza\\_BI\\_su\\_ESG.pdf](https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative_di_vigilanza_BI_su_ESG.pdf)

- **Modello accentrato o centralizzato:** Nel modello accentrato, una struttura ad hoc è incaricata del governo dei rischi climatici ed ambientali e, per estensione, di tutte le tematiche sulla sostenibilità. Il modello restituisce una maggiore efficacia dei processi quando detta struttura riporta direttamente all'organo di amministrazione, che resta deputato alla definizione e all'approvazione delle *policy* di sostenibilità;

La centralizzazione favorisce una maggiore uniformità nelle pratiche di risk assessment e reporting, garantendo coerenza e standardizzazione; tuttavia, può risultare meno flessibile nel rispondere alle esigenze specifiche dei diversi ambiti di rischio;

- **Modello decentrato o decentralizzato:** In questo modello, le responsabilità di gestione dei rischi di sostenibilità sono distribuite tra diverse strutture, ciascuna assegnataria di ruoli e responsabilità coerentemente con il proprio perimetro e processo di competenza. Questo

approccio favorisce un adattamento più agile alle nuove tendenze ed esigenze di sostenibilità, consentendo una gestione dettagliata delle problematiche specifiche. Tuttavia, la mancanza di un coordinamento centrale può portare a discrepanze nell'interpretazione delle normative e ad una gestione disomogenea della gestione dei rischi di sostenibilità;

- **Modello ibrido:** Il modello ibrido combina elementi del modello accentrato e del modello decentrato. In questo approccio, esiste un livello di coordinamento delle tematiche climatiche e ambientali all'interno del Risk Management che definisce le linee guida e le politiche generali, delineando l'integrazione dei fattori ESG nelle attività operative delle altre funzioni. Le singole unità operative hanno la responsabilità di adattare queste linee guida alle loro specifiche esigenze, in base alle proprie competenze. Questo approccio può garantire uniformità nella gestione dei rischi ESG, consentendo al tempo stesso una certa autonomia alle diverse funzioni aziendali.

Questi modelli organizzativi, ciascuno con i propri punti di forza e di criticità, rappresentano soluzioni praticabili per rispondere efficacemente alle esigenze di sostenibilità, permettendo al Risk Management di orientarsi verso una gestione del rischio ESG sempre più integrata e conforme alle aspettative dell'Autorità di Vigilanza e alle prescrizioni normative. Indipendentemente dal modello scelto, il ruolo del Risk Management in ambito ESG assume un'importanza crescente all'interno delle SGR, richiedendo un approccio sempre più integrato e sinergico non solo con le altre funzioni di controllo, come Compliance, Internal Audit, ma anche funzioni di business, come Area Investimenti, Sostenibilità e Sviluppo Commerciale. Il Chief Risk Officer ("CRO") gioca un ruolo cruciale nel coordinamento e monitoraggio delle strategie ESG, garantendo che queste siano pienamente incorporate nei processi decisionali e rispondenti alle linee guida aziendali.

Vista la complessità dei rischi ESG, il team di Risk Management necessita di competenze multidisciplinari, comprendendo anche conoscenze specifiche su aspetti ambientali, sociali e di governance. Ciò implica maggiori investimenti in formazione specialistica e in strumenti avanzati di monitoraggio, che possano supportare analisi predittive e valutazioni più accurate dei rischi ESG, favorendo una gestione proattiva e allineata agli obiettivi di sostenibilità.

Preme sottolineare che le principali responsabilità in ambito ESG restano in capo al Consiglio di Amministrazione. Nello specifico:

- **Definizione delle linee guida strategiche ESG:** Il CdA è responsabile di stabilire le linee guida ESG della società, approvando politiche e strategie orientate alla sostenibilità;
- **Responsabilità finale per i rischi ESG:** Il CdA è l'organo che detiene la responsabilità finale per i rischi ESG. Delibera sulle politiche di gestione del rischio, monitora l'espletamento delle procedure e supervisiona l'operato delle altre funzioni aziendali, assicurando che i criteri ESG siano rispettati e integrati nelle operazioni della SGR;
- **Gestione efficace della sostenibilità e prevenzione del greenwashing:** Il CdA garantisce che il rischio di sostenibilità della SGR e dei titoli in portafoglio sia gestito in modo adeguato, prevenendo rischi reputazionali legati al greenwashing e assicurando la conformità alle normative ESG;
- **Supervisione del framework ESG aziendale:** Il CdA monitora il quadro complessivo ESG della società, valutando i risultati in termini di sostenibilità e approvando decisioni chiave sugli investimenti e sulla gestione dei rischi ESG.

Come già affrontato nel primo capitolo del Position Paper, l'inquadramento delle SGR italiane rappresenta un insieme molto variegato per prodotti, servizi, dimensione e struttura interna. In primo luogo, il livello di integrazione delle tre dimensioni di sostenibilità – ambientale (E), sociale (S) e di governance (G) – varia notevolmente tra le SGR. In generale, l'integrazione si è concentrata principalmente sugli aspetti climatici e ambientali, anche grazie alla pressione normativa degli ultimi anni, mentre si riscontra un livello di integrazione minore per quanto riguarda le dimensioni sociali e di governance. Tale evidenza viene confermata anche dai risultati della survey condotta, oggetto di approfondimento nel capitolo 5.

Ne consegue che anche l'impatto della trasformazione sostenibile nel modello organizzativo del Risk Management delle società non sia uniforme, ma vari a seconda delle caratteristiche distintive di ciascuna SGR.

Dall'analisi su dati secondari condotta su 36 *ESG policy statements*<sup>104</sup> e dalle interviste effettuate ad alcuni Risk Manager è emerso chiaramente che le SGR manifestano una spiccata sensibilità verso il tema della sostenibilità, avendo acquisito piena consapevolezza dell'importanza di definire ruoli e processi di gestione e monitoraggio del rischio ESG.

Tutte e 36 le SGR per la quali si sono indagate gli *ESG policy statements* sono dotate di una funzione Risk Management che si occupa del monitoraggio dei portafogli di investimento, individuando i rischi ESG attuali o prospettici. In alcuni e circoscritti casi, tuttavia, la funzione Risk Management si amplia fino a ricomprendere l'individuazione, la gestione ed il controllo dei rischi ESG in relazione agli impatti che gli stessi possono avere sulla SGR e sui portafogli di investimento.

Le SGR italiane indagate si sono dotate per più dell'80% dei casi di un Comitato ESG o di una responsabilità dedicata al monitoraggio dei rischi ESG. Per quanto concerne le SGR dotate di un organo collegiale, nel più del 70% dei casi il Comitato ESG è di tipo endoconsiliare, mentre il restante 30% ha optato per l'adozione di un modello organizzativo che prevede la presenza di un Comitato ESG dotato di un maggior grado di autonomia e funzioni consultive più strutturate. In particolare, i Comitati ESG maggiormente autonomi e con funzioni non esclusivamente consultive sono una caratteristica propria delle SGR con un maggior volume di Asset under Management (AuM). Al contrario, i Comitati ESG assolvono ad una funzione prettamente consultiva e di supporto al CdA nel caso delle SGR con AuM inferiori.

Per quanto attiene alle funzioni specifiche del Comitato ESG, esso è dedicato alla supervisione delle questioni di sostenibilità connesse all'esercizio dell'attività dell'impresa e alle sue dinamiche di interazione con tutti gli stakeholder. Con riferimento alle tematiche ESG, nella maggior parte dei casi, svolge una funzione esclusivamente valutativa e consultiva a favore del Consiglio. In altri casi, tuttavia, il Comitato ESG, accanto al suo ruolo consultivo, riveste anche ruolo propositivo e istruttorio, concorrendo ad assicurare un miglior presidio dei rischi ESG. Inoltre, data la rilevanza che i rischi ESG hanno nell'ambito del buon funzionamento di una SGR, il Comitato ESG è talvolta composto dalle prime linee decisionali sia di business che di controllo, tra cui, anche in più di un caso, il Responsabile Risk Management.

Accanto alle tradizionali funzioni consultive ed a quelle propositive ed istruttorie, il Comitato ESG contribuisce anche alla definizione delle metodologie e dei criteri ESG da adottare nella selezione delle imprese target, monitora il conseguimento degli obiettivi della politica di sostenibilità e svolge

---

<sup>104</sup> L'indagine è stata condotta dalle autrici su 36 SGR presenti nella lista degli intermediari mobiliari pubblicata sul sito di Banca d'Italia. Lo studio si è concentrato sugli Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM), escludendo i Fondi di Investimento Alternativi (FIA). Per quanto concerne invece i dati relativi agli Asset under Management (AuM), essi sono stati rinvenuti dal database EIKON Refinitiv e si riferiscono all'entità del portafoglio di tipo equity gestito da una data SGR.

un ruolo consultivo attivo e specifico in relazione alla considerazione dei fattori e dei rischi di sostenibilità nel processo decisionale di investimento governato dal Risk Management e partecipa attivamente al processo di individuazione delle misure di reazione individuate per far fronte al verificarsi di un evento. Tra gli altri compiti demandati al Comitato ESG vi sono l'effettuazione di valutazioni connesse allo screening negativo generale, la redazione della relazione annuale ESG, trasmessa poi al Consiglio di Amministrazione, contenente una sintesi delle principali attività svolte in ambito di integrazione ESG nell'attività d'investimento nonché del monitoraggio dei rischi ESG. Inoltre, il Comitato ESG è anche talvolta incaricato del riesame delle politiche di screening negativo e di screening positivo dettagliate nella politica ESG delle SGR. Va quindi ribadito che il ruolo del Comitato ESG non è da intendersi come meramente consultivo, bensì in ottica ben più ampia, configurandosi quale attore chiave nel processo di gestione dei rischi ESG all'interno di una SGR.

Dalle sopracitate interviste emerge altresì come le SGR stanno rispondendo alla crescente attenzione per la sostenibilità attraverso due principali approcci organizzativi: alcune integrano i rischi ESG nei processi di gestione del rischio esistenti, mentre altre creano strutture dedicate e centralizzate per trattare esclusivamente questi aspetti.

È interessante evidenziare come, in relazione allo svolgimento delle proprie attività legate all'ambito Risk Management, le SGR con strutture tradizionali affidano i rischi ESG ai team ed ai framework già in uso acquisendo dati da provider esterni (es., Bloomberg, Refinitiv, Moody's, Sustainalytics) e trattandoli come parte dei rischi finanziari e operativi. Altre, invece, dedicano team o figure specializzate alla gestione dei rischi ESG, con responsabilità specifiche in materia di identificazione, valutazione e monitoraggio, lavorando a stretto contatto con il resto della funzione di Risk Management per integrare l'analisi dei rischi climatici e di sostenibilità alle analisi relative ai rischi di mercato e di liquidità, e spesso collaborando con altre aree aziendali.

È interessante osservare che un numero crescente di SGR sta investendo in certificazioni professionali specifiche, permettendo ai membri del team di Risk Management di acquisire le competenze necessarie per diventare esperti di ESG risk all'interno della società. Diverse SGR hanno già iniziato a promuovere questa iniziativa, incentivando i propri dipendenti a seguire corsi di formazione e ad ottenere certificazioni riconosciute nel settore della sostenibilità, elevando il livello di competenza all'interno dell'organizzazione e dimostrando un impegno concreto verso la sostenibilità. Quelle più lungimiranti iniziano a valutare l'ipotesi di aderire, in un futuro non troppo lontano, a Net Zero.

In molti casi, inoltre, le SGR istituiscono comitati interni o gruppi di lavoro ESG, dove il Risk Management contribuisce alla definizione di metriche e protocolli di valutazione per garantire trasparenza e consistenza nei processi di rendicontazione. Questo approccio permette alle SGR di realizzare report periodici (es. Sustainability Report ESG Risk Report, ESG Performance Monitoring Report, SFDR Compliance Report, Net-Zero Progress Report), approvati dal CdA e destinati agli stakeholder, con aggiornamenti sui progressi raggiunti e sui rischi residui, rafforzando la visibilità e la credibilità dell'impegno aziendale verso la sostenibilità.

Nell'aver passato in rassegna le pratiche organizzative caratterizzanti le SGR italiane per il tramite dell'indagine empirica condotta su dati secondari e primari, si rammenta come il requisito della predisposizione di adeguati assetti organizzativi che siano in grado di bilanciare le esigenze di tempestività nella rilevazione e prontezza negli interventi correttivi resti un elemento indispensabile anche per le SGR, specialmente alla luce della consistente materialità dei rischi ESG nello scenario odierno. I modelli organizzativi indicati dalla Banca d'Italia costituiscono certamente un riferimento indispensabile per tutte le SGR che intendano perseguire l'obiettivo del miglioramento della propria struttura organizzativa, anche alla luce del disposto dell'art 2086 del c.c. Ciononostante, non è

possibile addivenire all'individuazione di un modello che risulti adeguato a tutte le realtà del settore del risparmio gestito. Appare tuttavia possibile tratteggiare alcuni punti di forza e di debolezza di ciascun modello, di modo da fornire ai practitioners alcuni spunti operativi nel processo di riorganizzazione del modello prescelto. Se da un lato, infatti, il modello accentrato consente di agire tempestivamente in fase di intervento, quando vi è quindi la necessità di attuare rimedi organizzativi rispetto all'emersione di talune problematiche di rischio connesse all'ambito ESG, dall'altro esso rende meno agevole una tempestiva rilevazione dei rischi emergenti, dal momento che i flussi convergenti verso il CdA richiedono delle tempistiche specifiche per poter risalire l'organigramma aziendale. D'altro canto, il modello decentrato non rappresenta una possibile soluzione dal momento che, seppure detto modello, proprio in virtù della sua diffusione verso il basso, consente una rilevazione tempestiva dei rischi ESG emergenti, dall'altra risulta meno reattivo in termini di intervento, con il rischio quindi di dilazionare l'implementazione delle necessarie operazioni correttive.

Ferme restando le limitazioni insite in ciascun modello, tre sono i possibili principali driver che influenzano l'adozione di un modello organizzativo in luogo di un altro:

- **Dimensione della società in termini di Asset under Management:** la dimensione della SGR in termini di Asset under Management è un fattore determinante nell'approccio delle società alla gestione dei rischi ESG. Le SGR con un volume di AuM elevato sono spesso in grado di destinare risorse significative a strutture specializzate nella gestione dei rischi ESG. Tipicamente, in queste SGR vi è una divisione interna o un team di Risk Management dedicato ai temi di sostenibilità che gestisce esclusivamente i rischi ESG, con accesso a strumenti avanzati di monitoraggio e analisi e con responsabilità autonome per il reporting periodico. Per le SGR con un volume di AuM inferiore e risorse limitate, tendono a integrare i rischi ESG all'interno delle strutture di Risk Management esistenti, senza creare unità dedicate. In queste realtà, il team di Risk Management gestisce i rischi ESG accanto ai rischi tradizionali, utilizzando framework condivisi e strumenti standardizzati per il monitoraggio e la valutazione. Tuttavia, anche le competenze interne ed il livello di specializzazione nella gestione di sistemi avanzati di monitoraggio dei rischi ESG influenzano fortemente la scelta del modello organizzativo. In altre parole, se le SGR con un volume di AuM inferiore possiedono competenze interne avanzate e una buona capacità di implementare tecnologie moderne di analisi, potrebbero optare comunque per una gestione più strutturata e dedicata dei rischi ESG, anche senza una divisione separata;
- **Appartenenza a un gruppo (bancario o assicurativo):** le SGR appartenenti a gruppi bancari o assicurativi adottano generalmente un approccio più strutturato alla gestione dei rischi ESG, grazie all'accentramento della funzione Risk Management in capo alla holding o al "supporto ricevuto" in termini di competenza e linee-guida dalla Capogruppo per rispondere agli obblighi di trasparenza richiesti al gruppo a livello consolidato. In tali ipotesi, le SGR sono spesso dotate di un entry-point all'interno della funzione di Risk Management che funge da punto di riferimento per tutte le questioni legate alla sostenibilità. In questo modo, i rischi ESG vengono gestiti in sinergia con le direttive e le politiche di gruppo, assicurando coerenza con le strategie di sostenibilità dell'intera organizzazione e facilitando l'adozione di prassi comuni di governance. L'appartenenza ad un gruppo consente, quindi, una gestione centralizzata e coerente dei rischi ESG, agevolando sia la compliance alle regolamentazioni nazionali ed internazionali sia la conformità agli standard di reporting richiesti dal gruppo. Le SGR appartenenti a un gruppo beneficiano, inoltre, della condivisione di competenze e risorse specialistiche, con accesso a strumenti di valutazione ESG avanzati, che sono talvolta gestiti a livello centralizzato e resi accessibili anche alle singole entità del gruppo.

Di seguito, alcune situazioni specifiche in cui questo supporto risulta particolarmente vantaggioso:

1. *Accesso a Risorse e Competenze Specializzate*: le capogruppo dispongono spesso di team dedicati e competenze specialistiche in ambito regolamentare, di gestione del rischio e di conformità ESG. Grazie a questo supporto, le SGR possono beneficiare di competenze che non avrebbero internamente, velocizzando il processo di implementazione di pratiche ESG complesse e migliorando la qualità delle analisi dei rischi;
  2. *Economia di Scala e Riduzione dei Costi*: le capogruppo possono fornire infrastrutture tecnologiche, sistemi di reportistica e soluzioni IT centralizzati che le SGR potrebbero non essere in grado di sviluppare autonomamente. Questo consente alle SGR di accedere a strumenti di raccolta dati e piattaforme di gestione senza dover sostenere costi elevati per lo sviluppo interno, ottenendo efficienza operativa grazie all'economia di scala. Si sottolinea come, tuttavia, nel caso in cui l'infrastruttura IT sia centralizzata e utilizzata per la gestione dei dati ESG, risulti fondamentale che essa sia progettata strategicamente per garantire la tracciabilità delle diverse destinazioni d'uso e la conformità alle licenze dei dati. Le licenze per dati ESG forniti da provider terzi, infatti, possono prevedere un pricing differenziato per entity o per ambito di utilizzo (buy-side/sell-side). Di conseguenza, il risparmio sui costi legati all'acquisizione dei dati potrebbe risultare solo parziale. Inoltre, la reportistica ESG potrebbe richiedere sia dati prettamente ESG sia dati più generici, con set di permessi diversi, aggiungendo un ulteriore livello di complessità nella gestione centralizzata;
  3. *Conformità Normativa Rafforzata*: le capogruppo hanno spesso processi ben consolidati per garantire la conformità a normative complesse, come la SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) e la CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive). Ricevere supporto su questi temi può facilitare la rendicontazione ESG, riducendo il rischio di non conformità e le relative sanzioni. Questo è particolarmente utile per le SGR che potrebbero non avere risorse interne dedicate alla gestione degli aspetti normativi;
  4. *Accesso a Dati e Informazioni di Qualità*: le banche e le assicurazioni raccolgono una grande quantità di dati finanziari e di mercato, che possono includere informazioni rilevanti per l'analisi dei rischi ESG. Le SGR possono sfruttare questi dati per migliorare le loro analisi e identificare meglio i rischi ESG legati ai portafogli di investimento, aumentando la qualità delle decisioni d'investimento. Tuttavia, quando si utilizzano dati provenienti da provider esterni (anziché da fonti pubbliche), è importante considerare che le licenze spesso prevedono un pricing differenziato per singola entity o per ambito di utilizzo. Pertanto, l'accesso e i risparmi sui costi di acquisizione dati potrebbero essere limitati;
  5. *Maggiore Credibilità e Reputazione*: la capogruppo, in quanto entità consolidata, può fornire supporto reputazionale alle SGR nel promuovere le loro iniziative di sostenibilità. Le SGR possono sfruttare la reputazione della capogruppo per aumentare la fiducia degli investitori nei propri prodotti finanziari sostenibili, migliorando la raccolta di capitali;
  6. *Formazione e Capacity Building*: le capogruppo possono offrire programmi di formazione specifici e workshop sulle migliori pratiche ESG. Questi programmi possono potenziare le competenze del personale delle SGR, migliorando la loro capacità di integrare fattori ESG nelle decisioni di investimento.
- **Percentuale di prodotti che integrano i fattori ESG nell'offerta commerciale**: la proporzione di prodotti classificati come articolo 8 e 9 ai sensi della SFDR rispetto al portafoglio complessivo di una SGR rappresenta un ulteriore driver rilevante nell'organizzazione del Risk Management ESG.

Le SGR, con una forte esposizione a fondi e portafogli sostenibili, tendono a dare maggiore enfasi alla gestione dei rischi ESG, poiché la loro reputazione e competitività dipendono strettamente dal mantenimento di una completa conformità ai criteri previsti dalla SFDR. In queste società, l'approccio al rischio ESG è spesso più sofisticato e strutturato, con figure dedicate o team specialistici che monitorano e valutano costantemente le performance ESG, sia per garantire conformità che per rispondere alle esigenze di trasparenza richieste dagli investitori. Inoltre, la presenza di una gamma di prodotti ESG compliant comporta un impegno costante nel migliorare le pratiche di gestione ESG, rendendo essenziali la formazione avanzata del personale e l'adozione di strumenti di reporting e valutazione altamente dettagliati. Queste SGR si impegnano a fornire agli investitori rendicontazioni complete e accurate sui rischi ESG, evidenziando l'impatto delle strategie di investimento in relazione agli obiettivi di sostenibilità.

In conclusione, ed in estrema sintesi, sebbene risultino essere diversi i driver in grado di determinare l'adozione di un modello organizzativo piuttosto che di un altro, è opportuno qui tenere a mente come, in ultima istanza, la scelta di una struttura organizzativa debba sempre e comunque essere necessariamente dettata dalle specificità del portafoglio investimenti e, più in generale, della SGR. Non è possibile dunque individuare un modello *"one-size-fits-all"* per le SGR alla luce delle moderne sfide di sostenibilità, ma resta comunque l'importanza di riuscire, per il tramite del modello organizzativo, a bilanciare tempestività di individuazione dei rischi ESG emergenti con la dovuta reattività organizzativa necessaria per l'approntamento dei più opportuni interventi correttivi.

## 4.2. Modello applicativo e fornitura dei dati

*Alessio Brusati, Carmine Lombardi, Omar Monzeglio*

I fattori Ambientali, Sociali e di Governance (ESG) sono diventati sempre più importanti nel settore finanziario. Le Autorità di regolamentazione stanno prevedendo un sempre maggior numero di requisiti, e i clienti, sia istituzionali che retail, sono alla ricerca di offerte allineate alle loro preferenze di sostenibilità e profilo di rischio. Di conseguenza, l'ESG non è più solo una questione di rischio e conformità, ma influenza ormai quasi tutti gli aspetti legati al core business delle SGR.

L'inclusione relativamente recente delle attività legate alla sostenibilità nei processi aziendali, e la natura trasversale della stessa tra plurali strutture, impone la necessità di valutare la modalità di gestione dei dati relativi ai fattori "ESG". Mentre i dati finanziari, i dati dei clienti e altri tipi di informazioni più tradizionali sono solitamente gestiti da dipartimenti e strutture specifiche, i dati ESG sono sparsi in tutta la struttura, archiviati separatamente e classificati in modo incoerente senza una chiara definizione di responsabilità e titolarità. Infatti, mentre tematiche tradizionali come i rischi finanziari hanno una struttura organizzativa verticale, con definizione di ruoli e responsabilità ben definite e consolidate, la modalità di integrazione delle analisi di tipo ESG all'interno delle strutture delle SGR è ancora in fase di definizione senza, al momento, vedere prevalere una specifica "market practice".

Basti pensare alle numerose esigenze di analisi e reporting in ambito sostenibilità, anche relative all'ottemperanza dei diversi Regolamenti / Direttive emanate dall'UE nell'ambito del quadro europeo di finanza sostenibile (EU Taxonomy, CSRD, SFDR), appare evidente come la gestione dei dati e degli algoritmi di calcolo rivestano un fattore critico di successo nella gestione delle SGR (come discusso nel Capitolo 3). In questo ambito, al Risk Management spetta in delicato compito di fornire un supporto trasversale alla efficace e buona riuscita delle analisi dei rischi di sostenibilità. In questo ambito, riveste rilevante importanza la necessità di dover gestire diverse tipologie di dati, con

caratteristiche differenti dai dati finanziari tradizionalmente utilizzati dalla suddetta funzione (sia per natura, che per profondità storica, completezza e affidabilità di contenuto). La loro storicizzazione è fondamentale al fine di monitorarne l'evoluzione e valutare l'efficacia delle strategie adottate.

Si rimanda alla Tavola 3 per un elenco esemplificativo dei dati che le SGR sono chiamate a gestire.

Tavola 3 – esempio di dati relativi al processo ESG

***Dati anagrafici delle imprese***

- Settore economico di appartenenza - e specifiche indicazioni sulla natura dell'impresa o emittente (privato, governativo, supranational, agency);
- Legami di gruppo;
- Coordinate geografiche degli immobili utilizzati come siti produttivi o di stoccaggio merci.

***Informazioni legali sull'azienda o settore economico***

- Eventuali controversie in cui le imprese (o il settore di appartenenza) sono state coinvolte e stima qualitativa della gravità delle stesse, incluso l'impatto sulla reputazione aziendale.

***Dati climatici e ambientali: informazioni attuali e prospettive su determinati aspetti climatico-ambientali, relative anche al posizionamento della singola impresa***

- Mappatura geografica delle aree a rischio di disastri naturali o degrado ambientale;
- Dati storici su eventi climatici estremi in diverse aree geografiche di interesse/investimento;
- Esiti dei modelli previsionali del cambiamento climatico, formulati per diversi scenari;
- Quantità di emissioni di CO2 e gas serra delle aziende, suddivise per Scope;
- Stima dell'impatto delle attività produttive di una singola impresa sulle risorse naturali (es. acqua, energia, suolo) e sull'ecosistema (su protezione e mantenimento della biodiversità, trattamento di rifiuti/materiali tossici, prevenzione e riduzione dell'inquinamento, anche attraverso la promozione di attività basate sul concetto di economia circolare);
- Dati sul consumo energetico delle imprese, con indicazione della quota parte di energia derivante da fonti rinnovabili.

***Dati strategici aziendali***

- Allineamento delle aziende rispetto agli Accordi di Parigi ed eventuali obiettivi di allineamento futuri;
- Strategie aziendali per la riduzione delle emissioni ed il miglioramento dell'efficienza energetica (es. utilizzo di risorse rinnovabili, riduzione di sprechi, ecc.);
- Informazioni su progressi e impegni presi dalle aziende in risposta agli stimoli degli investitori per migliorare le loro pratiche ESG;
- Posizionamento rispetto ad eventuali opportunità del settore in base al contesto di ambientale e di mercato.

***Dati finanziari derivanti dal posizionamento climatico/ambientale delle imprese***

- Stima dei costi che le aziende dovranno sostenere in futuro per adeguarsi alla normativa ambientale prendendo in considerazione diversi scenari di transizione e degli eventuali benefici derivanti dalle opportunità che potrebbe offrire il cambiamento;

- Percentuale di fatturato che deriva da attività sostenibili o settori legati all'economia verde e percentuale di investimenti in conto capitale con lo stesso obiettivo;
- Dati di rischio e performance degli strumenti finanziari legati a obiettivi di sostenibilità (e.g. green bonds, sustainability-linked bonds).

#### ***Informazioni sugli investitori***

- Dati relativi alla sensibilità degli investitori al tema della sostenibilità;
- Comportamento degli investitori in risposta ad eventuali episodi di greenwashing;
- Distribuzione degli investitori.

#### ***Informazioni sul posizionamento sociale delle imprese***

- Allineamento a politiche incentrate sul rispetto dei diritti umani e delle condizioni di lavoro;
- Relazioni con le comunità locali e impatto sociale dei progetti finanziati;
- Equità nella catena di fornitura e accesso a servizi essenziali;
- Equità di genere nelle politiche retributive;
- Impegno nella formazione e sviluppo del personale;
- Esistenza di presidi di privacy e data security.

#### ***Informazioni sulle pratiche di governance delle imprese***

- Struttura di governance, inclusa la presenza di Comitati per la sostenibilità;
- Trasparenza delle politiche aziendali e dei report, nonché di obiettivi e target di sostenibilità;
- Esistenza di policy di anti-corruzione, anti-concussione, anti-riciclaggio;
- Esistenza di policy di whistleblower protection;
- Esistenza di incentivi per il management legati a obiettivi di sostenibilità;
- Presenza di pianificazione fiscale trasparente e non aggressiva;
- Diversità/equità di genere nella rappresentanza all'interno dei Board;
- Esistenza di un codice etico;
- Indipendenza del Consiglio di Amministrazione;
- Processi di partecipazione e dialogo con gli azionisti;
- Dati sulle retribuzioni dei CEO.

#### ***Giudizi di sintesi***

- Rating, score forniti da provider o calcolati internamente anche relativamente ai singoli pillar.

#### ***Informazioni sugli OICR di terzi eventualmente in portafoglio***

- Dati di Lookthrough (di dettaglio o sintesi);
- Informazioni, anche ottenute tramite specifici questionari, sulla struttura e sui processi del Gestore (Policy & Governance, Team, ESG Skills, Investment Process, Engagement process, Gamma Prodotti etc.).

#### ***Informazioni specifiche relative all'ambito private asset***

- Dati sulla sostenibilità degli immobili, delle infrastrutture.

Si fa riferimento sia a dati elementari (in quanto ottenuti direttamente dalle Società o da info provider) sia ai dati frutto di rielaborazioni interne, di cui è necessario tenere traccia. La stessa tipologia di dato, peraltro, potrebbe essere un dato grezzo in alcune realtà mentre in altre essere generato internamente.

Attraverso questo patrimonio informativo, le SGR sono tenute a produrre una serie elaborazioni di sintesi, sia per il monitoraggio interno dei rischi (esempio, score ESG, climate risk, etc.) sia al fine di adempiere alle normative in materia di trasparenza, sia a livello di azienda che di prodotto. Si rimanda a quanto esposto nel paragrafo 3.3 per l'analisi degli output che le Società devono generare.

La buona notizia è che, anche sul mondo dei dati, è possibile fare “economie di scala”; ossia è possibile utilizzare l'impostazione di strutture IT pre-esistenti, il know how nella predisposizione dei flussi informativi e le competenze nella creazione, alimentazione e gestione di database a livello finanziario già consolidate. Grazie a questo bagaglio di conoscenze non è necessario cambiare l'intera organizzazione. Anzi, le SGR possono trasformare la capacità di gestione dei dati da fattore critico di rischio a fattore di successo adattando il proprio approccio e creando una piattaforma di dati integrata.

Non vi è dubbio che la gestione di tale tipologia di informazioni è sicuramente più difficile da governare rispetto ai dati “tradizionali”, in quanto di nuova “istituzione”, ancora in formato non consolidato, con una qualità non sempre consolidata e senza una paragonabile profondità storica. Uno degli aspetti da considerare è l'enorme quantità e varietà di informazioni. Le SGR hanno bisogno di metriche su ogni dimensione dell'ESG, dal consumo energetico alle emissioni, dalla salute e sicurezza sul posto di lavoro alla diversità, all'equità e all'inclusione. I dati devono riguardare le attività caratteristiche degli emittenti e la loro catena del valore, sia a monte, attraverso le valutazioni che coinvolgono fornitori e dei partner, sia a valle, fino al più ampio portafoglio clienti.

Si tratta di un numero sempre maggiore di dati provenienti da una pluralità di fonti più variegata rispetto a quelle che le organizzazioni hanno storicamente dovuto raccogliere e gestire, e che si presentano in forme non strutturate rispetto a quelle a cui molte organizzazioni sono abituate. A questo si aggiungono anche le nuove modalità di fruizione delle informazioni come l'utilizzo di file PDF, immagini e web scraping<sup>105</sup>.

Mentre molte SGR dispongono di motori di analisi in grado di elaborare dati strutturati e non strutturati, poche hanno investito in meccanismi in grado di farlo specificamente per i dati ESG. Di conseguenza, si registra una forte differenza tra “domanda” di dati “strutturati, completi e gestibili” (un sempre maggior numero di utenti ha bisogno di dati ESG) e l'“offerta” di dati (come riuscire a ottenerli in modo sicuro, tempestivo ed affidabile).

Altra tematica molto importante riguarda le metriche e la metodologia di valutazione degli indicatori di rischio di sostenibilità. Infatti, la crescente rilevanza della misurazione ESG ha generato una proliferazione di metodologie da parte di organismi indipendenti di social rating, istituti finanziari, compagnie assicurative, enti di ricerca, organismi di regolazione e certificazione non sempre coerente e confrontabile tra loro. La diversità nelle metriche di sostenibilità richiede nuove competenze, finora sconosciute al mondo della finanza (si veda il ruolo della meteorologia), rilevanti impieghi di risorse sia umane (da destinare alla crescita delle competenze specifiche per questo tipo di analisi) che in termini economici (vedi acquisto di dati) e sforzi di analisi e valutazione di metriche che non prevedono modelli di stima consolidati. In questo contesto, la produzione di analisi consolidate,

---

<sup>105</sup> Con web scraping si intende una tecnica informatica di estrazione di dati da un sito web, le informazioni raccolte vengono poi esportate in un formato più utile per l'utente.

omogenee e confrontabili tra peers rimane un obiettivo da perseguire, come un reporting ormai definitivamente impostato e predefinito) in termini di formato ed indicatori).

Con la pressione esercitata sul settore finanziario, affinché assuma un ruolo di leadership sulle questioni ESG, e con un elenco crescente di riferimenti ed obblighi normativi, la necessità di avere un approccio strutturato, incrementale ed efficiente alla gestione dei dati ESG – e, di conseguenza, alla gestione del rischio ESG – è condivisa dalla maggior parte dell'industria finanziaria.

La consapevolezza della necessità e dell'importanza dello sviluppo di un piano olistico per la gestione dei dati ESG passa dal coinvolgimento di molti C-Level perché ogni loro funzione ne è influenzata. In particolare, può essere sensato che il Chief Data Officer, il Chief Information Officer e il Chief Sustainability Officer assumano la guida nello sviluppo della strategia complessiva, data la natura dei loro ruoli. La loro supervisione può garantire che tutti gli utenti della SGR utilizzino i dati ESG in modo affidabile e appropriato. Ad esempio, potrebbero contribuire alla creazione di sistemi e processi che consentano ai Chief Risk Officer di gestire e monitorare le minacce ambientali e ai Chief Commercial Officer di possibili modulazioni dell'offerta in base alle valutazioni ESG.

Tuttavia, la natura ancora in evoluzione di molti framework, soluzioni e standard ESG non rende facile la scelta della strategia da adottare.

Un'architettura ed una piattaforma di dati ESG olistica, integrata e modulare può offrire alle SGR la flessibilità richiesta per la gestione di tale tipologia di dati ma, al contempo, richiede uno sforzo implementativo non irrilevante.

#### **4.2.1. La definizione di un'architettura ESG**

Il primo passo nella definizione di un'architettura IT di riferimento è l'identificazione degli obiettivi strategici e la successiva traduzione in fasi operative. Da un punto di vista di architettura dati ESG, ciò significa creare un catalogo generale di metriche con le relative definizioni, traducendo la strategia ESG e i relativi obiettivi e requisiti in metriche ESG misurabili e gestibili.

Dopo aver creato le metriche ESG, il passo successivo è quello di definire e descrivere i processi per la generazione e la raccolta dei dati, a cui si affiancheranno i processi di aggiornamento, controllo e salvataggio dei dati. La definizione del processo deve includere tutte le attività aziendali che contengono dati rilevanti, il processo di consegna dei dati, la frequenza di aggiornamento e così via. Questa fase deve essere convalidata in coordinamento con vari stakeholder, quali, ad esempio, altre unità aziendali coinvolte e comitati fruitori delle valutazioni di sostenibilità.

Per chiudere il cerchio, il modello informativo definito deve essere convertito in un modello dati che contiene le metriche, le loro relazioni reciproche e la loro mappatura con i campi tecnici (se noti).

L'architettura IT esistente deve essere analizzata in base alle fasi sopra descritte, identificando i processi e modelli di dati già disponibili, verificando se questi sono stati digitalizzati e determinando le tecnologie necessarie per integrare i modelli di business e di dati target.

Un ostacolo generale sulla strada dei processi digitali end-to-end è la tecnologia non ancora completata; può trattarsi di piattaforme, servizi o applicazioni. Un'analisi completa deve determinare quali fonti di dati richiedano un determinato tipo di applicazioni e servizi e se le piattaforme siano adatte a ospitare tali applicazioni e servizi. Si deve anche analizzare se le funzionalità delle tecnologie disponibili sono già utilizzate al massimo o se si possono sfruttare ulteriori funzioni.

La prassi migliore per eseguire tale analisi consiste nel mappare i requisiti derivati dalle funzionalità aziendali target rispetto alle tecnologie esistenti. Tutte le differenze tra i requisiti derivati dalle

capacità aziendali target e le capacità tecnologiche esistenti devono essere documentate come lacune e affrontate nell'architettura IT di riferimento.

In generale, un'architettura adatta a soddisfare tali necessità è composta da quattro livelli principali, aventi diversa specializzazione funzionale e rapporto gerarchico, c.d. layer: data sourcing, data life cycle management (consolidamento ed aggregazione), calculation engine (metriche e KPIs) e decision support layer.

Si rimanda alla Tavola 4 per approfondire il funzionamento dei singoli layer.

#### Tavola 4 – I Layer di un'architettura di ultima generazione

Nella progettazione e realizzazione di architetture data-centric, ovvero che sfruttano più sorgenti dati, per persistere le informazioni trattate l'approccio più diffuso è quello di scomporre il sistema in diversi strati applicativi (layer), ciascuno dei quali caratterizzato da una forte focalizzazione e specializzazione funzionale. Ogni livello assolve compiti specifici e omogenei, ma per poterli eseguire comunica con gli altri attraverso dipendenze che individuano un ordine relazionale.

Il primo layer (data sourcing) aiuta le SGR ad acquisire, archiviare, elaborare e riconciliare metriche ed altri dati da fonti interne ed esterne, gestendoli a livello centrale e aggiornandoli continuamente. Tale livello costituisce la base per il consolidamento dei dati, determina anche il grado di automazione del trasferimento dei dati, in base alla frequenza e al tipo di raccolta degli stessi.

Il layer di gestione del ciclo di vita dei dati (data life cycle management), in alcuni casi definito anche "livello di integrazione dei dati", organizza poi le informazioni all'interno della piattaforma in base a specifici argomenti aziendali e le abbina a controlli appropriati. Questa struttura basata sul dominio democratizza l'accesso ai dati, contiene l'infrastruttura per l'archiviazione e l'amalgama dei dati e li aggrega (dal livello 1) in un unico archivio centralizzato e coerente per supportare l'analisi, il data mining, le applicazioni di intelligenza artificiale, l'apprendimento automatico e molte altre funzionalità. Si tratta di una parte cruciale dell'architettura IT per le analisi successive (che avvengono nel terzo layer) basate su grandi quantità di dati (di bilancio, previsionali ed effettivi e storici). Rappresenta un hub centrale di dati ESG a livello di organizzazione che assicura la completezza e la coerenza del controllo e del monitoraggio ESG, garantendo al contempo la trasparenza e la governance di tutte le metriche rilevanti. Gli architetti devono evitare la ridondanza dei dati e utilizzare e migliorare i modelli di dati esistenti per un database snello, ottimale ed efficiente. Alla fine, questo hub di dati ESG servirà come "unica fonte di verità" per tutte le informazioni organizzative relative all'ESG. L'hub dei dati ESG non deve essere in contraddizione con l'approccio olistico, poiché è il prodotto dell'aggregazione, del consolidamento e della contestualizzazione dei dati e rimane il sottoinsieme dell'approccio olistico alla gestione dei dati di un'organizzazione.

Il terzo layer, dedicato alle metriche e i KPIs, incorpora le funzionalità di cui gli utenti hanno bisogno nella loro operatività quotidiana, come i processi di calcolo e distribuzione e le funzionalità di business intelligence (BI). Tale layer facilita l'esecuzione della logica computazionale e delle modifiche dei dati in base al modello di dati definito. Il motore di analisi e le funzioni di analisi predittiva si trovano in questo livello. Il calculation engine esiste in tutte le piattaforme, ora deve essere ampliato per includere la componente ESG e le relative informazioni.

Infine, il livello quattro, decision support layer, offre la struttura per far convergere tutte le informazioni e consente di visualizzarle in interfacce utente per gestire, indirizzare e comunicare la

strategia ESG. Le organizzazioni devono ampliare i sistemi esistenti con componenti ESG e integrarli senza creare interfacce da zero in quanto l'ESG non è un'area di gestione separata e deve essere integrato nei sistemi di gestione e nei processi decisionali esistenti.

#### 4.2.2. La piattaforma informatica e il monitoraggio dei dati: la data quality

Una piattaforma di questo tipo, oltre a facilitare l'orchestrazione dei dati e una maggiore standardizzazione nella loro gestione, aiuta ad ottenere significativi vantaggi in termini di performance, in particolare riducendo i tempi di elaborazioni e tagliando i costi IT.

Inoltre, creando una singola "fonte di verità" per i dati ESG, la qualità è maggiormente garantita. Gli utenti possono accedere alle informazioni di cui hanno bisogno quando ne hanno bisogno ed in formati facilmente consultabili, risparmiando tempo, riducendo gli errori e accelerando i risultati.

Infine, una piattaforma progettata all'insegna della flessibilità può essere scalata in base alle capacità e alle esigenze della SGR, ad esempio, passando (nel tempo) da metriche calcolate su base mensile, sfruttando processi batch per l'approvvigionamento dei dati, a metriche completamente integrate nelle attività quotidiane e calcolate in tempo reale.

Dal punto di vista dell'analisi dei dati, una architettura di questo tipo, rende più semplice lo sviluppo, ed inserimento, di tecnica di Intelligenza Artificiale. Infatti, la gestione di dati ESG implica un monitoraggio continuo di grandi volumi di dati (e di serie storiche) che possono presentare anomalie ed altre problematiche legate alla loro qualità. È quindi opportuno affiancare al monitoraggio umano di questi dati tecniche avanzate di Data Mining e Data Quality, come ad esempio il rilevamento automatico delle anomalie tramite tecniche di Machine Learning (c.d. anomaly detection).

L'obiettivo finale del rilevamento delle anomalie è quello di produrre avvisi precisi e tempestivi; esso viene raggiunto attraverso un processo in due fasi, (1) generando prima un insieme di anomalie candidate mediante la selezione di soglie specifiche (c.d. threshold) e (2) filtrando poi le anomalie irrilevanti per un determinato set informativo.

Si rimanda all'allegato metodologico per approfondimenti sul funzionamento del sistema di *anomaly detection*.

#### 4.2.3. L'aggregazione e la sintesi

L'utilizzo di tecniche avanzate di data quality gioca un ruolo molto importante anche in tema di aggregazione dei dati.

Infatti, la maggior parte delle elaborazioni richieste in tema ESG richiede uno sforzo di sintesi per determinare misure aggregate a livello di prodotto o di entity. Il tema dell'aggregazione è complesso in quanto deve tenere conto di diversi fattori:

- delle modalità in cui deve essere effettuato il calcolo (ad esempio come trattare la parte di portafoglio "non applicabile");
- della copertura non completa da parte del singolo provider;
- modalità di rappresentazione del dato di base potenzialmente incoerente tra un provider e l'altro;
- delle informazioni anagrafiche necessarie a determinare la modalità di gestione della singola posizione.

In particolare, rispetto all'utilizzo di più fornitori di dati, è necessario fare una serie di considerazioni. Esse riguardano:

- la complementarità dei dati. Alcuni dati più specialistici possono non essere offerti da un provider più "generalista" (ad esempio, dati elementari di rischio fisico per una specifica geolocalizzazione);
- la riduzione del rischio di errore potendo disporre di dati sovrapposti da incrociare.

La soluzione adottata dipende anche da logiche dimensionali, tenuto conto sia dei costi diretti (licenze) che indiretti.

In particolare, la qualità dei dati e la loro metodologia di applicazione deve essere analizzata a fondo sia prima di acquisire la fonte che successivamente nel continuo, con un costo di analisi molto rilevante.

Per questo motivo, sebbene idealmente la diversificazione delle fonti possa apparire attraente, la soluzione più realistica – almeno inizialmente - è quella di concentrare l'effort su un numero di fonti contenuto, possibilmente con la copertura maggiore e le metodologie più trasparenti.

Con riferimento all'individuazione di una soluzione per l'aggregazione, poi, vi sono diversi approcci.

Il primo, più semplice, prevede di utilizzare dati di un solo provider, che ad esempio può anche fornire un tool di aggregazione calibrato sui propri criteri di misurazione e anagrafica.

Tali calcoli possono essere generalmente replicati internamente in un approccio di validazione iniziale, in coerenza alla metodologia proposta dal provider stesso, corredata da esempi operativi.

La seconda soluzione prevede di utilizzare "aggregatori", ovvero fornitori di servizi che - a seguito di specifici accordi - possono utilizzare dati di diverse fonti al fine di fornire una copertura più completa.

È una soluzione che non è priva di insidie. Infatti, è necessario una approfondita analisi al fine di evitare che dati elementari anche apparentemente simili ma forniti in modo incoerente possano infine portare a risultati inattesi, e potrebbe rivelarsi instabile nel tempo.

Tale complessità di analisi è ovviamente necessaria nel caso che il processo di aggregazione sia svolto internamente, aggregando dati provenienti da fonti diverse.

Da un lato, occorre un grande *effort* interno nello sviluppo software, attività che nel caso precedente veniva svolta dal fornitore. Dall'altro, il vantaggio è la maggiore flessibilità di intervento nel caso in cui sia necessario apportare specifici correttivi.

Quanto fin qui detto, assume ancora maggior rilievo se si considera che nel contesto ESG, i dati utilizzati per valutare le performance delle aziende in relazione a fattori ambientali, sociali e di governance, possono essere ricavati con due modalità: dati stimati e dati contribuiti.

I primi sono prodotti da agenzie esterne, analisti o modelli che stimano i dati in base a informazioni parziali o indirette, come i report finanziari, comunicazioni aziendali, benchmark settoriali, e altre fonti pubblicamente disponibili. Sono utilizzate in particolare quando le aziende non forniscono informazioni dirette su certi aspetti ESG (ad esempio, emissioni di gas serra non rendicontate).

Possono essere soggette a variazioni in base a ipotesi di base, metodologie diverse, e fonti di dati non uniformi, ma consentono di coprire lacune informative e dare una copertura più completa dei portafogli.

Per contro, possono risultare meno accurati, trasparenti, e ignorare le peculiarità aziendali.

I dati contribuiti, invece, sono forniti direttamente dalle aziende, attraverso report ufficiali o comunicazioni aziendali, in base a standard riconosciuti, come il GRI (Global Reporting Initiative), il SASB (Sustainability Accounting Standards Board), o la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD).

Sono dati di prima mano raccolti direttamente dall'azienda su vari parametri ESG, come le emissioni di CO<sub>2</sub>, politiche di diversità, pratiche lavorative, governance, e altro.

Sono generalmente più affidabili e trasparenti poiché basati su attività aziendali reali e dichiarate; teoricamente dovrebbero presentare maggiore comparabilità ma vi possono essere incoerenze nelle metodologie utilizzate dalle varie aziende sia nella metodologia di determinazione che nella rendicontazione. Potrebbero risentire inoltre dell'interesse dell'azienda a presentare dati migliori (greenwashing). Come si è detto, le informazioni potrebbero essere solo parzialmente disponibili, non adatte alla specifica esigenza di analisi

Nel processo di valutazione ESG solitamente si integrano sia dati stimati che contribuiti per creare un quadro più completo. Tuttavia, nel concreto la scelta relativa a quale tipologia di dati utilizzare può anche variare a seconda dell'ambito di applicazione: processo di investimento, reporting interno ed analisi di rischio, reporting esterno. In particolare, in quest'ultimo caso, sebbene si richieda uno sforzo di ampliamento del perimetro di copertura dei dati, in base a logiche prudenziali si può ritenere opportuno evitare l'utilizzo di dati che dipendono da modelli, non sono sempre verificabili e possono avere margini di errore elevati.

Da tutto questo nasce la rilevanza della tematica della gestione dei dati quale fattore critico di successo nella valutazione dei rischi di sostenibilità.

Si rimanda all'allegato metodologico alla fine del presente capitolo per maggiori dettagli ed approfondimenti a riguardo.

### **4.3. Processi ed altre attività del Risk Management in ambito ESG**

*Fabio Bressan, Alessio Ginocchietti*

Se il concetto di rischio è insito nella natura dell'uomo, la sua gestione consapevole nell'ambito della vita aziendale è un'evoluzione relativamente recente<sup>106</sup>. In questo specifico ambito, dagli albori del secolo scorso ad oggi, l'evoluzione delle modalità di valutazione è stata continua, conseguenza sia della necessità di includere le nuove fattispecie di rischio che emergevano che dei risultati raggiunti da questa attività.

All'interno del settore finanziario, la gestione dei rischi ha visto l'iniziale adozione di processi separati, in cui ogni singolo rischio veniva assegnato a una specifica funzione che lo analizzava, misurava e mitigava con un approccio specifico e con strumenti e modalità ben definiti. A partire dalla metà degli anni 90 ed in particolare per rispondere alle crisi dei primi anni 2000, il Risk Management è andato sempre più verso un approccio olistico, il così detto Enterprise Risk Management.

È all'interno di questo paradigma che i rischi di sostenibilità hanno trovato la loro naturale collocazione al fine di essere inclusi e considerati nelle decisioni di investimento. Al fine di illustrare come tali rischi sono stati inseriti nei principali processi aziendali è stato descritto nei successivi paragrafi il processo di Risk Management ed il suo ruolo negli altri processi aziendali.

<sup>106</sup> Il francese Henri Fayol nel suo studio "General and Industrial Management" include fra le sei funzioni primarie del management di un'impresa, anche la "Funzione della Sicurezza", con il compito di proteggere le risorse aziendali utilizzate dalle altre cinque funzioni aziendali.

### 4.3.1. Il processo di Risk Management

I rischi (intesi sia come minacce che come opportunità) derivanti dall'inclusione dei fattori ESG nelle scelte di investimento non sono necessariamente nuovi. Le aziende, infatti, hanno dovuto affrontare temi come le ripercussioni degli eventi climatici, gli effetti della corruzione, i temi della business ethics e la gestione dei conflitti d'interesse già da diverso tempo. Tuttavia, negli ultimi dieci anni, l'importanza di queste tematiche è cresciuta in maniera così impetuosa, sia in termini di rilevanza che di impatto, da imporre alle aziende la necessità di affrontare e gestire strutturalmente e approfonditamente le ripercussioni di queste tematiche.

Questa dinamica è stata accentuata dalla sempre maggiore attenzione dei vari "portatori di interesse" presenti sul mercato (ad esempio, le Autorità di controllo ed i Regolatori, gli azionisti ed i dipendenti, gli investitori, i clienti), che ha reso necessario sia provare ad individuare approcci e metriche condivise per consentire la misurabilità e confrontabilità dei risultati, sia la definizione di processi efficaci e standardizzati volti a consentire una gestione chiara, completa e concreta dei fattori ESG.

L'integrazione dei rischi di sostenibilità all'interno del framework dell'Enterprise Risk Management, che comprende sia i rischi aziendali che quelli relativi alla gestione dei portafogli gestiti, è avvenuta in maniera "evolutiva" e non "additiva". Detto in altri termini, l'integrazione dei fattori "ESG" è avvenuta inserendo nei processi aziendali esistenti le nuove e peculiari fattispecie di analisi (*"La gestione dei rischi climatici implica alcuni elementi di complessità, derivanti, da un lato, da un elevato grado di incertezza sull'entità degli effetti dei cambiamenti climatici - in dipendenza delle politiche, delle possibili azioni di adattamento e dei possibili canali di trasmissione - e, dall'altro lato, dalla necessità di adottare orizzonti temporali di valutazione più lunghi<sup>107</sup>."*). Ciò ha comportato, parallelamente, un'evoluzione del ruolo del Risk manager, chiamato ancora una volta ad ampliare il suo ambito di attività, includendo nuove competenze.

Questa evoluzione, in altri termini, si pone nella scia della costante e profonda evoluzione del ruolo del Risk manager degli intermediari finanziari che lo vede coinvolto in attività sempre più trasversali e di supporto, non sempre legate direttamente all'ambito dei mercati finanziari. In altre parole, si sta registrando l'evoluzione del suo ruolo che passa da *"financial Risk manager"* a *"Risk manager delle financial institutions"*.

L'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi interni alla funzione Risk, sulla base della normativa vigente e delle policy interne deliberate dal CdA, avviene mediante l'inclusione dei fattori ESG nelle fasi tipiche di un processo di Risk Management:

- 1) Identificazione, ossia l'individuazione dei fattori ESG che hanno un impatto significativo sulle attività economiche e che, a loro volta, influenzando sul sistema finanziario, si ripercuotono sui portafogli gestiti. A tal proposito giova ricordare come Banca Centrale Europea abbia fornito una serie di definizioni e caratteristiche dei rischi climatici ed ambientali, nonché una tabella esemplificativa di quali possano essere considerati i fattori di rischio ambientale e climatico. In questa fase del processo viene ricondotta anche la verifica periodica relativa all'evoluzione di questi fattori o all'insorgenza di nuove fattispecie di rischio.

Nel novero dei rischi disciplinati mediante il processo di Risk Management sembra opportuno includere anche quelli che impattano direttamente sulla Società (e non solo quelli che impattano sui portafogli gestiti) quali, ad esempio, i rischi operativi ed i rischi reputazionali, in primis il c.d. "greenwashing", ossia *"dire o fare cose che non riflettono in modo chiaro e corretto il profilo di sostenibilità di un ente (chi crea, emette o distribuisce prodotti finanziari come banche, società*

<sup>107</sup> "Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali" – Banca d'Italia.

*d'investimento, compagnie assicurative), un prodotto finanziario (azioni, obbligazioni, prestiti, assicurazioni) o un servizio finanziario (come la consulenza). È una pratica che può essere fuorviante per i consumatori, gli investitori e gli altri partecipanti al mercato”<sup>108</sup>;*

- 2) Analisi e misurazione, ossia la determinazione e la quantificazione dell’esposizione ai fattori ESG degli strumenti finanziari, e di conseguenza dei portafogli gestiti. A tal fine, i peculiari elementi di analisi utilizzati in questa fase sono:
  - a) La “mappa di materialità”, ovvero il processo attraverso il quale vengono identificati i fattori di rischio che risultano essere più rilevanti per una SGR;
  - b) Gli strumenti di monitoraggio, ossia gli indicatori di rischio che si intende utilizzare. In questo ambito possono essere fatti ricomprendere:
    - i) indicatori di rischio, quali, ad esempio, lo score ESG o i PAI;
    - ii) metriche forward looking, che si basano su modelli quantitativi che stimano i potenziali effetti del cambiamento climatico sulle valutazioni degli emittenti.
- 3) Valutazione, ossia la quantificazione dell’impatto dei rischi di sostenibilità, assegnando loro probabilità e conseguenze. Obiettivo finale di questa fase è la determinazione di quali rischi devono essere considerati, la relativa priorità e l’attribuzione di opportune soglie di monitoraggio (determinate anche in funzione della politica di investimento dei prodotti);
- 4) Gestione, ossia l’individuazione dei criteri che si intendono seguire per eliminare o mitigare i rischi di sostenibilità. In questo ambito, i principali criteri prevedono l’adozione di specifiche strategie quali quelle di:
  - a) “Screening negativo”: esclusione o restrizione di determinati settori o emittenti sulla base di specifici criteri ESG;
  - b) “Screening positivo”: investimenti in emittenti selezionati sulla base di caratteristiche ESG positive o “ad impatto” (cioè investimenti che hanno lo scopo dichiarato, intenzionale e misurabile di generare un impatto positivo sulla società o sull’ambiente) e che rispettino prassi di buona governance;
  - c) “Dialogo diretto e azionariato attivo”: interazioni volte ad influenzare il comportamento degli emittenti attraverso l’impegno diretto (comunicazioni ai consigli di amministrazione o all’alta direzione), il deposito o il co-deposito di proposte degli azionisti e il voto per delega guidato da linee guida ESG complete;
- 5) Monitoraggio, ossia la verifica dell’efficacia delle strategie adottate mediante un controllo nel continuo dell’evoluzione dell’esposizione ai rischi di sostenibilità dei portafogli gestiti. In questo ambito rientrano le attività di controllo dei limiti ed i processi decisionali finalizzati al contenimento dei rischi, anche reputazionali. L’attività di monitoraggio viene svolta sia in fase di predisposizione degli ordini (cd. controllo “pre-trade”) sia in fase di valorizzazione dei portafogli (cd. controllo “ex-post”);

---

<sup>108</sup> <https://economiepertutti.bancaditalia.it/notizie/che-cos-il-greenwashing-e-come-ci-inganna/>  
Sul tema si veda anche il report ESMA “Final Report on Greenwashing”, 4 giugno 2024,  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699\\_Final\\_Report\\_on\\_Greenwashing.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Greenwashing.pdf).

- 6) Comunicazione, ossia la ricezione e la predisposizione di idonei flussi informativi connessi alla gestione dei rischi ESG ed alla rendicontazione delle analisi effettuate messe a disposizione di vari interlocutori, quali, ad esempio, il Consiglio di Amministrazione, l'Alta Direzione, il Comitato Rischi ed altre funzioni aziendali.

In questo contesto è opportuno precisare che i flussi informativi hanno una duplice natura:

- a) dati di input, quali, ad esempio, quelli ricevuti successivamente ad una delibera del Consiglio di Amministrazione, il quale svolge un ruolo attivo di indirizzo e governo nell'integrazione dei rischi di sostenibilità nella strategia aziendale;
- b) dati di output, volti a rendere edotti i vari interlocutori in merito al livello di esposizione ai rischi ESG dei patrimoni gestiti, l'analisi delle eventuali criticità rilevate e la definizione e l'efficacia delle relative azioni di mitigazione intraprese.

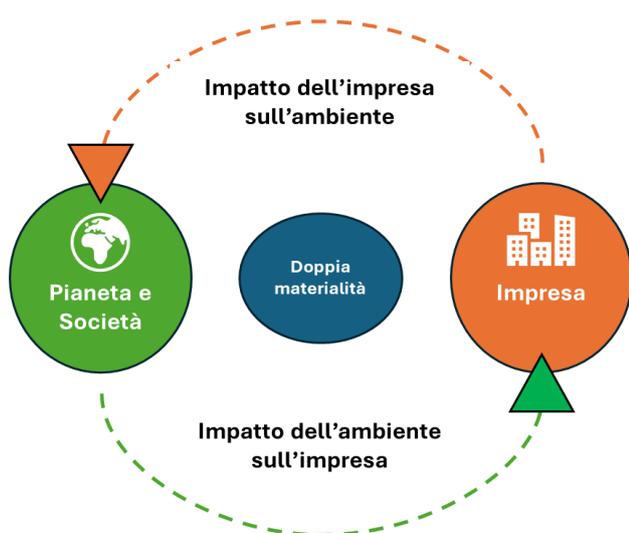
### 4.3.2. Il ruolo del Risk Management

Se l'inserimento nel framework di ERM delle tematiche ESG rappresenta la naturale evoluzione della funzione di Risk Management, le domande successive da porsi sono: quali sono le caratteristiche su cui si deve basare la sua attività? Quali rapporti instaura con le altre funzioni aziendali e quali sono i contributi che deve fornire negli altri processi aziendali?

Per rispondere a queste domande, dobbiamo partire dalle parole d'ordine che, in generale, devono guidare il Risk manager nelle sue attività e che, come per le caratteristiche di un diamante, possono essere sintetizzate con "4-c": competenza, completezza, concretezza, e collaborazione.

- **Competenza:** requisito base di qualsiasi tipo di valutazione scientifica, riveste particolare importanza nell'ambito dei rischi di sostenibilità poiché, per taluni aspetti, estremamente tecnici e specifici. Inoltre, il recente inserimento di questa tematica nell'ambito dei mercati finanziari richiede una profonda e costante attività di ricerca al fine di creare quelle nozioni necessarie per basare le analisi su solidi e provati elementi e conoscenze;
- **Completezza:** caratteristica tipica di tutte le analisi di rischio. Particolarmente rilevante in questo specifico ambito al fine di includere nelle valutazioni sia i rischi attuali che quelli potenziali e le possibili ripercussioni che possono emergere dalla transizione climatica ed ambientale (sia minacce che opportunità);
- **Concretezza:** uno dei concetti cardine delle analisi dei rischi di sostenibilità è concetto di "materialità". In questo ambito, il concetto di materialità, come già citato nei capitoli precedenti, viene declinato in almeno due modalità distinte:
  - "Doppia materialità": si riferisce, come già anticipato nel Capitolo 2, all'approccio mediante il quale si considera sia l'impatto generato dall'ambiente esterno nei confronti della Società (c.d. prospettiva "outside-in" o "financial materiality"), sia l'impatto generato dalla Società verso l'ambiente esterno (c.d. prospettiva "inside-out" o "impact materiality");

**Figura 4.2: Spiegazione del concetto di doppia materialità**



Fonte: Elaborazione del gruppo di lavoro.

- “Materialità dell’impatto”: si riferisce alle analisi propedeutiche alla determinazione degli score ESG che mirano ad individuare i rischi ESG più rilevanti a livello di settore GICS o industry.
- Collaborazione: si riferisce alla crescente consapevolezza che unicamente grazie ad una risposta coordinata tra le diverse funzioni si possano efficacemente mitigare i rischi di sostenibilità assunti e proteggere la reputazione aziendale. In questo ambito, integrando le capacità e le risorse del risk non solo con la funzione di Sostenibilità, ma anche con quella di Compliance, si possono affrontare in maniera efficace, flessibile e resiliente le sfide che le tematiche ESG mettono e metteranno sulla strada del risparmio gestito.

Stante la natura trasversale dell’attività, combinata con la necessità di prevedere, in alcuni casi, integrazioni ai processi esistenti con tematiche o valutazioni svolte per la prima volta, la collaborazione inter-funzionale è il vero fattore critico di successo e può spaziare dalla semplice diffusione all’interno dell’azienda di una cultura del rischio e della sostenibilità grazie alla definizione di un linguaggio comune, fino ad un approccio integrato per le analisi ed il supporto nei vari processi aziendali. Volendo guardare non solo al mondo del risparmio gestito ma estendendolo più in generale anche al mondo bancario, la modalità integrata sempre più diffusa tra società di grandi dimensioni, prevede per il Risk manager un ruolo proattivo, pervasivo e pertinente affinché fornisca un contributo efficace, puntuale e consistente. La consapevolezza che i rischi di sostenibilità rivestono sempre più un ruolo strategico nell’organizzazione e nel business aziendale impongono la necessità di ridefinire ruoli, attività e processi da svilupparsi congiuntamente e concordemente con gli esperti di sostenibilità ma anche sia con le funzioni di business (in primis, area investimenti che area commerciale), sia le funzioni di controllo (in primis, la compliance), affinché operino in piena sinergia andando a formare un vero e proprio comitato rischi cross-funzionale in grado di avere una visione multidisciplinare e completa in ambito ESG.

### 4.3.3. La partecipazione del Risk manager negli altri processi aziendali

Il primo processo da analizzare, forse quello più rilevante, è il supporto al Consiglio di Amministrazione<sup>109</sup> ed all'Executive management nella definizione delle strategie e degli obiettivi aziendali. Questa attività è già nelle corde del Risk Management ed è volta sia a fornire supporto in merito agli strumenti ed alle metodologie idonee per la gestione dei rischi di sostenibilità che a verificare la sostenibilità delle strategie e obiettivi assunti. L'ampliamento di questi ultimi alle tematiche ESG richiede un atteggiamento ancora più proattivo, pertinente e pervasivo del Risk manager.

Volendo entrare più nello specifico, si prevede il suo contributo attivo a supporto delle decisioni circa il posizionamento della SGR in ambito sostenibilità partecipando, per esempio, alle analisi in merito alle strategie di integrazione dei rischi di sostenibilità da adottare, alle metodologie di analisi o alle valutazioni e considerazioni in merito ai PAI (sia a livello di singolo portafoglio che di legal entity) e alla, eventuale, definizione e monitoraggio dei target da perseguire. Questo contributo assume ancora maggior importanza alla luce dei vari obblighi di disclosure in materia di sostenibilità definiti dalla normativa, che prevedono la necessità di comunicare i propri obiettivi e, soprattutto, di rendicontare annualmente il proprio percorso di raggiungimento degli stessi. Questi obblighi di disclosure espongono la SGR sia a un rischio normativo che reputazionale: per questo il Risk manager interviene non solo ex post, in fase di verifica e rendicontazione, ma anche ex ante, fornendo al management ed alle altre strutture aziendali analisi predittive degli impatti che le scelte strategiche potranno avere sulle metriche ESG.

Il raggiungimento degli obiettivi e dei target di sostenibilità potrà essere raggiunto solo grazie alla partecipazione ed al contributo fornito a vari livelli ai processi aziendali.

La partecipazione del Risk Management negli altri processi aziendali è, di fatto, previsto dalla stessa Autorità di Vigilanza<sup>110</sup>.

In particolare, in questo ambito ci concentreremo su due dei principali: a) processo di creazione dei nuovi prodotti; b) processo di investimento.

#### a) Processo di creazione dei nuovi prodotti

In questo specifico ambito, i contributi che la funzione di Risk Management è chiamata a fornire in merito all'inclusione dei fattori ambientali, sociali e di buon governo societario nella strategia d'offerta sono volti al supporto nella definizione di una gamma prodotti in linea con gli obiettivi assunti (anche a livello strategico; si veda, in questo caso, il paragrafo precedente) e con le prescrizioni normative (in primis, quelle definite ai sensi della SFDR). È anche prioritario che le caratteristiche di sostenibilità di ogni singolo prodotto, l'eventuale utilizzo di un benchmark e la relativa scelta, la possibilità o meno per il prodotto di seguire determinati PAI, la politica d'investimento etc., siano del tutto coerenti con gli obiettivi che la SGR si è data. Proprio in questa fase preliminare il Risk, partecipando ai diversi gruppi di lavoro inter-funzionale propedeutici al

<sup>109</sup> Le "Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali" pubblicate da Banca d'Italia nel 2022, a pagina 5, affidano all'organo di amministrazione degli intermediari "un ruolo attivo di indirizzo e governo nell'integrare i rischi climatici e ambientali nella cultura e nella strategia aziendale nonché nel risk appetite framework aziendale (ove previsto) e nei limiti di rischio dei portafogli gestiti, declinando in modo coerente le principali policy aziendali e l'adattamento dei sistemi organizzativi e gestionali."

<sup>110</sup> "La Banca d'Italia si aspetta che, una volta definiti, nell'ambito del più ampio processo di pianificazione strategica, l'approccio generale ai temi della sostenibilità e l'impegno che si intende assumere ai fini del raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità o per il contrasto al cambiamento climatico, gli intermediari traducano tali orientamenti nelle politiche di investimento, prendendo in considerazione l'impatto dei rischi di sostenibilità sui portafogli gestiti ed elaborando una strategia di offerta coerente con la linea strategica perseguita e in grado di soddisfare le attese degli investitori." (cfr. "Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali", pagina 7 - Banca d'Italia (2022).

lancio di nuovi prodotti, può fornire un supporto ed un contributo chiaro, competente e preciso alle funzioni che solitamente si occupano di product governance. L'intervento nella definizione delle caratteristiche a livello di prodotto è fondamentale e si articola nel mettere a disposizione valutazioni quali:

- valutazioni in merito agli strumenti ed alle metodologie idonee per la gestione dei rischi di sostenibilità;
- analisi sulle caratteristiche di sostenibilità degli indici selezionati come parametro di riferimento per i prodotti;
- considerazioni in merito agli indicatori di rischio di sostenibilità da associare ai prodotti in fase di analisi;
- analisi di scenario, per valutare come il cambiamento climatico potrebbe influenzare le valutazioni delle aziende detenute nei portafogli in base a fattori riconducibili al "rischio fisico" ed al "rischio di transizione";
- valutazione dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti.

#### b) Processo di investimento

Le citate "Aspettative" di Banca d'Italia, a pagina 6, descrivono esplicitamente le attese relative alla "Integrazione dei fattori di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti", ed in particolare che: *"Per gli operatori che prestano servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio che implicano l'assunzione di decisioni d'investimento, l'integrazione dei fattori di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti dovrà essere declinata sia a livello di entità, sia di prodotti finanziari offerti."*

In questo ambito il compito del Risk Management è quello relativo al monitoraggio della politica d'investimento ed in particolare alla verifica dell'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle scelte d'investimento. Il Risk Management, eventualmente con il supporto di altre strutture aziendali, controlla i limiti operativi finalizzati al contenimento dei rischi, anche reputazionali, previsti per le strategie associate ai portafogli gestiti.

Il processo di controllo dei rischi di sostenibilità si inserisce nell'ordinario framework dei controlli operativi previsti per i portafogli gestiti e si articola in due fasi: un controllo pre-trade, posto in essere in fase di predisposizione degli ordini; un controllo ex-post effettuato nella fase di valorizzazione dei portafogli.

Inoltre, il Risk manager non fa mancare il suo contributo nella definizione delle metriche utili a monitorare l'evoluzione nel tempo dei vari indicatori di rischio di sostenibilità (quali, ad esempio, quelli relativi allo score ESG o ai PAI) sia a livello di legal entity che di portafoglio. Tali metriche, ampiamente descritte nel capitolo 3, affiancano quelle più strettamente finanziarie abitualmente monitorate, e sono al centro del confronto ordinario con i gestori di portafoglio. L'estensione ai rischi di sostenibilità dei vari strumenti/metodologie di analisi a disposizione del Risk manager per mitigare i rischi prevede anche l'utilizzo del appositi tool di valutazione con cui effettuare analisi di scenario e/o di sensitività, mediante i quali è possibile quantificare i potenziali impatti che le scelte di investimento di oggi potranno avere sulle valutazioni delle aziende detenute nei portafogli in base a fattori riconducibili al "rischio fisico" ed al "rischio di transizione".

Oltre che nella definizione delle metriche (e delle metodologie di calcolo), il Risk Management fornisce un ruolo cruciale nel supporto alla definizione dei criteri di negative e positive screening e nella categorizzazione degli strumenti in portafoglio quali "investimenti sostenibili".

In estrema sintesi, in questo ambito il compito del Risk manager è di fornire un framework in grado di assicurare che le politiche d'investimento deliberate del Consiglio di Amministrazione in tema di inclusione dei fattori ESG nelle scelte di investimento siano implementate come previsto e fornisca un cruscotto di controllo (vedi anche Capitolo 3) per aggiornare i vari Organi e strutture aziendali al fine di assicurare che i portafogli non si scostino dal sentiero tracciato e dai target individuali.

c) Processo di fornitura/validazione dei dati relativi ai rischi di sostenibilità

Il Risk manager contribuisce in qualità di fornitore/validatore alla predisposizione di parte dei dati utilizzati nella predisposizione della documentazione d'offerta, commerciale o richiesta dalla normativa. Iniziando da quest'ultima, ed in particolare da quella prevista per la disclosure SFDR o sui PAI, spetta al Risk manager contribuire al supporto nell'individuazione delle metodologie di calcolo degli indicatori di sostenibilità o alla validazione degli stessi se ottenuti da un provider esterno. Oltre al calcolo, in collaborazione con le altre funzioni, fornisce vari contributi al fine di identificare e spiegare, nella disclosure, le ragioni di eventuali scostamenti dei valori calcolati rispetto ai target definiti.

Per quanto riguarda la documentazione commerciale il Risk manager dovrà collaborare con la funzione Marketing per definire i contenuti della documentazione commerciale di prodotto.

Utilizzando un'interpretazione estensiva del ruolo del Risk manager, si potrebbe far rientrare in questo ambito anche il monitoraggio di alcuni target fissati dalla Società su indicatori peculiari e caratteristici della transizione climatica e ambientale.

Si fa riferimento in questo ambito all'eventuale adesione o meno a iniziative/protocolli ESG, come per esempio la "Net Zero Asset Managers initiative<sup>111</sup>". La sottoscrizione del protocollo, infatti, implica il dover rispettare tutto un insieme di vincoli che vanno ad indirizzare e, in qualche modo a caratterizzare, la strategia aziendale in termini di gamma prodotti e di politica d'investimento. Il non rispetto dei protocolli sottoscritti esporrebbe la società di gestione a un elevato rischio reputazionale, da qui sorge la necessità che in primis il Risk manager, in collaborazione con la compliance, ma anche con i team di sostenibilità e di gestione, monitori nel continuo il rispetto dei vincoli previsti.

Tavola 5 – Il ruolo nelle SGR alternative: il caso del Private Equity

In un'ipotetica classifica dei prodotti gestiti con una maggiore possibilità di impatto sugli aspetti legati ai fattori ESG non si può non mettere al primo posto quei fondi che, per le proprie caratteristiche intrinseche, hanno una presenza tale in termini di compagine azionaria da poter avviare un dialogo incisivo, diretto e strutturato con il management dell'impresa partecipata. In questi casi, l'efficacia dell'attività di engagement destinata ad indirizzare le decisioni aziendali verso il raggiungimento di chiari obiettivi ambientali, sociali e di governance è direttamente proporzionale alla quota di partecipazione che il fondo detiene nella società target.

Tale capacità appartiene, in particolare, a quei prodotti che investono in strumenti destinati all'investimento in società dell'economia reale e cioè in imprese non quotate; stiamo parlando, in primis, dei fondi di private equity.

<sup>111</sup> La Net Zero Asset Managers Initiative è un'iniziativa di un gruppo internazionale di gestori patrimoniali che si impegnano, coerentemente con il loro dovere fiduciario nei confronti dei propri clienti e beneficiari, a sostenere l'obiettivo di azzerare le emissioni di gas serra entro il 2050 o prima, in linea con gli sforzi globali per limitare il riscaldamento a 1,5 gradi Celsius e a sostenere gli investimenti allineati con le emissioni nette zero entro il 2050 o prima.

Ad un livello leggermente più basso della stessa classifica troviamo gli emittenti di altre fattispecie di strumenti finanziari (o modalità di investimento) che caratterizzano il mercato dei “private assets”. Anche per queste fattispecie l’integrazione dei rischi di sostenibilità nelle strategie di selezione degli investimenti è divenuta di stringente attualità.

In questo contesto, tuttavia, la reale possibilità di incidere si scontra con l’altra peculiare caratteristica di questi mercati, ossia l’operare in ambiti in cui il processo di adeguamento alla sostenibilità è agli albori. Ad esempio, si registra una generalizzata carenza di dati relativi alla sostenibilità e metodologie di analisi non ancora condivise e consolidate (elementi che influiscono sensibilmente sulla qualità della disclosure disponibile), come già visto nel Paragrafo 4.2.

Tendenzialmente, la valutazione delle caratteristiche ESG viene effettuata mediante la sottomissione di una specifica “due diligence” finalizzata a far emergere i rischi di sostenibilità della azienda target. In tal modo, emerge un’altra profonda differenza di approccio con il framework di rischio previsto per le valutazioni degli emittenti che hanno strumenti quotati sui mercati finanziari, che possono disporre di base dati molto più ampie e standardizzate.

Stante le peculiari caratteristiche dell’ambito in cui si trovano ad operare i prodotti di “private assets” e il differente stadio di evoluzione delle analisi dei rischi di sostenibilità, non è possibile semplicemente estendere a questi le stesse metodologie e processi del mercato “public assets” appena descritte. Si rimanda pertanto all’interesse ed alla curiosità dei professional dell’Associazione per ulteriori sviluppi di approfondimento.

La consapevolezza che le nuove tipologie di rischio, quali i rischi di sostenibilità, rivestono sempre più un ruolo strategico e pervasivo nell’organizzazione e nel business del risparmio gestito impone la necessità di ridefinire il ruolo, l’attività ed i processi della funzione del Risk manager e induce alla conclusione che la figura del “*financial Risk manager*” è sempre più quella del “*Risk manager delle financial institutions*”.

#### **4.4. Appendice: metodologia per l’identificazione e il trattamento delle anomalie nelle serie temporali**

Da un punto di vista tecnico, un outlier è un punto di dati che è significativamente diverso dal resto dei dati. L’identificazione rapida ed efficiente di questi outlier è fondamentale.

Un possibile approccio alla problematica è l’utilizzo di un sistema di anomaly detection strutturato da tre componenti principali: modellazione delle serie storiche, rilevamento delle anomalie e allerta.

Data una serie temporale, la prima componente modella la serie storica producendo un valore atteso che successivamente viene analizzato dalle altre due componenti che, rispettivamente, calcolano l’errore e filtrano le anomalie non interessanti/rilevanti (possibili falsi positivi).

Tale tipologia di framework è facilmente integrabile in un’infrastruttura di monitoraggio esistente usandolo come “libreria” e mediante la progettazione di un’interfaccia con i servizi interni di monitoraggio. Un vincolo fondamentale è rappresentato dalla capacità dell’architettura di valutare migliaia (in alcuni casi milioni) di dati al secondo, al fine di ottimizzare l’elaborazione in tempo reale.

Metodologicamente, tutti i modelli di rilevamento delle anomalie sono generati in batch e applicati in tempo reale. Il flusso batch è composto da tre fasi:

1. Acquisizione delle serie temporali da monitorate che vengono memorizzati in blocco;
2. Un generatore di modelli (in batch) viene eseguito su questi dati e costruisce modelli più adatti sulla base della tipologia di serie storica analizzata;
3. I modelli vengono archiviati in un database di modellistico.

Il flusso online utilizza quindi i modelli memorizzati per valutare i dati in input:

- se è presente un'anomalia, questa viene trasmessa all'engine di regole secondario;
- in base alle regole, se l'anomalia è un evento di allarme, l'evento viene generato, memorizzato in un database – c.d. status db - e inoltrato a un sistema di routing degli avvisi;
- il sistema di routing avvisi applica le sue regole di configurazione (e.g., procedure di escalation, utenti a cui inoltrare gli avvisi di anomalia etc. ...) per inviare l'avviso allo staff di supporto appropriato.

Per quanto concerne la rilevazione delle anomalie, gli algoritmi supportati possono individuare principalmente tre classi di anomalie:

1. **Outlier:** data una serie temporale di input  $x$ , un outlier è una coppia temporale di valore  $(t, x_t)$  in cui il valore osservato  $x_t$  è significativamente differente dal valore atteso della serie temporale in quel momento, cioè  $E(x_t)$ ;
2. **Punti di variazione:** data una serie temporale di input  $x$ , un punto di variazione è un timestamp (punto temporale) “ $t$ ” tale che il comportamento della serie temporale è significativamente differente prima e dopo  $t$ ;
3. **Serie temporali anomale:** dato un insieme di serie temporali  $X=x^i$ , una serie temporale anomala  $x^i$  è una serie il cui comportamento è significativamente diverso dalla maggioranza delle serie temporali in  $X$ .

L'obiettivo finale del rilevamento delle anomalie è quello di produrre avvisi precisi e tempestivi; esso viene raggiunto attraverso un processo in due fasi, (1) generando prima un insieme di anomalie candidate mediante la selezione di soglie specifiche (c.d. threshold) e (2) filtrando poi le anomalie irrilevanti per un determinato set informativo.

Il compito della selezione delle soglie consiste nel selezionare soglie appropriate sulle “metriche di deviazione” prodotte dal modulo di rilevamento delle anomalie. Un possibile approccio può essere l'utilizzo di due algoritmi per la selezione delle soglie basati su (a)  $k\sigma$  e (b) distribuzione di densità.

Il primo approccio è parametrico e presuppone che i dati siano normalmente distribuiti con una media e una deviazione standard ben definite. Basandoci sulla distribuzione gaussiana, possiamo applicare una nota regola statistica “*three sigma rules*”, secondo cui, il 99,73% di tutti i campioni si trova entro tre deviazioni standard dalla media. Pertanto, a seconda del valore di  $K$  in  $k\sigma$ , si può essere fiduciosi circa la probabilità di osservare un campione al tempo  $t$ .

A seconda del livello di sensibilità desiderato, si può misurare se un dato campione rientra nel 95,45% o nel 68,27% di tutti i campioni.

Il secondo approccio, invece, è non parametrico ed è utile nei casi in cui l'ipotesi di dati normalmente distribuiti non sia valida. L'idea di base è quella di trovare regioni a bassa densità nella distribuzione. Un approccio consiste nell'utilizzare un algoritmo come il Local Outlier Factor (LOF) che si basa sul

concetto di densità locale, dove la località è data dai vicini più prossimi, la cui distanza viene utilizzata per stimare la densità. Confrontando la densità locale di un oggetto con le densità locali dei suoi vicini, è possibile identificare regioni densità simili e punti che hanno una densità sostanzialmente inferiore a quella dei loro vicini. Questi sono considerati outlier.

Ultimo step è il “filtrering”. Il filtraggio esegue l'ultima fase di post-elaborazione delle anomalie che vengono poi consegnate agli owner identificati nella fase di set-up del sistema. Sebbene le anomalie candidate, che costituiscono l'input per la fase di filtraggio, siano statisticamente significative, non tutte saranno rilevanti per un particolare fine analitico. Ad esempio, alcuni data owner sono interessati ai picchi nella serie temporale, mentre altri sono interessati ai cali e altri ancora ai punti di cambiamento.

Il fine-tuning del sistema, così come il miglioramento dell'apprendimento da parte degli algoritmi, è basato su un sistema di feedback: tramite un'interfaccia semplice e intuitiva, gli utenti contrassegnano le regioni della serie temporale che risultano anomale. Questo feedback viene poi utilizzato dal sistema di AI - insieme alle caratteristiche della serie storiche e del modello dati utilizzato - per addestrare un classificatore che predice se un'anomalia è rilevante per l'utente di riferimento.

È da notare che il modulo di filtraggio è estensibile in termini di modelli e caratteristiche.

## 5. SURVEY

*Francesco Bellarmino, Andrea Ottini*

Le SGR evidenziano un impegno sempre maggiore nella gestione dei rischi ESG, supportato da una struttura organizzativa solida e processi chiari. Tuttavia, permangono opportunità di miglioramento per raggiungere una completa integrazione delle pratiche di sostenibilità.

I prossimi dati suggeriscono che la funzione di Risk Management è attivamente impegnata nella formazione ESG ma con un focus principalmente su apprendimento esterno e partecipazione a iniziative organizzate da terzi.

Il gruppo di lavoro, al fine di analizzare come le società di gestione di risparmio si sono attrezzate per gestire i rischi ESG, ha predisposto una survey somministrata ai partecipanti alla commissione a settembre 2024.

La survey, completamente anonima, ha coperto le società di gestione del risparmio più grandi del contesto nazionale ed è considerata significativa, se non in termini di numeriche, almeno rispetto alle masse in gestione.

La maggior parte dei partecipanti alla survey si sono dichiarati appartenenti ad un "Gruppo bancario Italiano" oppure un "Asset Management/Gruppo di asset management indipendente Italiano". Alcuni gruppi europei, sia assicurativi che di asset management hanno partecipato alla survey ma costituiscono una quota minore.

Le attività principali includono la "Gestione collettiva di OICR", "Gestione individuale di portafoglio" e "Gestione di fondi pensione". Servizi come la consulenza in materia di investimenti sono meno prevalenti. Seppur meno comuni, sono presenti nel campione anche partecipanti attivi nella gestione di fondi per investimenti nel settore delle rinnovabili.

Il campione di riferimento offre una forte rappresentatività dei fondi UCITS, seguiti dai fondi FIA chiusi e poi dai FIA aperti. I principali asset gestiti includono obbligazioni, azioni e quote di altri fondi comuni; sono presenti tuttavia anche private equity, infrastrutture/rinnovabili e real estate, ma in misura inferiore.

La distribuzione dei partecipanti vede una forte adesione (poco meno di metà) da parte delle società con masse inferiori ai 15 miliardi di euro e circa un terzo di società con oltre i 100 miliardi.

La porzione di prodotti ESG ex. Art 9 risulta ancora molto limitata (circa l'80% dichiara di avere meno del 10% di asset under management in prodotti ex Art. 9); mentre sono più diffusi i prodotti ex. Art 8 (circa il 50% dei rispondenti ha almeno il 25% di AuM su tali prodotti).

La maggioranza delle SGR partecipanti alla survey ha dichiarato di adottare un approccio strutturato alla gestione dei rischi, con l'attenzione su rischi diretti come strategico, reputazionale e operativo, e rischi indiretti di portafoglio come mercato, liquidità e credito. Esiste una chiara gerarchia e procedure di escalation nel caso di superamento dei limiti di rischio, con una forte attenzione al coordinamento e alla conformità normativa.

Le competenze ESG all'interno delle SGR sono distribuite tra diverse strutture e uffici di Risk Management come introdotto nel capitolo 4.

Le SGR si avvalgono di diversi provider esterni (mediamente più di uno per SGR) anche in ambito ESG, principalmente per lo scoring ESG, dati per la tassonomia, analisi di scenario e dati sulle emissioni GHG.

Il Risk Management è coinvolto in tutte le fasi del processo di gestione dei rischi ESG, dal calcolo delle metriche alla supervisione delle strategie, supportando l'integrazione dei fattori ESG nel framework di gestione del rischio aziendale.

In conclusione, dalla survey e dal lavoro svolto dalla commissione emerge come:

- **Approccio Progressivo ma Non Ancora Completo all'Integrazione ESG**

Le SGR italiane hanno implementato diversi strumenti e processi per integrare i fattori ESG nel proprio framework di gestione del rischio, ma emergono delle aree che richiedono ulteriore rafforzamento. In particolare, l'integrazione delle metriche ESG nei rischi operativi e di mercato è presente, ma non pienamente consolidata, e il monitoraggio dei rischi fisici e di transizione potrebbe beneficiare di un approccio più proattivo e preventivo;

- **Centralità della Conformità Normativa**

Un punto di forza è l'attenzione alla conformità con le normative europee, come approfondito nel capitolo 2;

- **Dipendenza da provider**

Se da un lato l'utilizzo di data provider esterni è necessario per aspetti operativi ed utile per migliorare l'affidabilità delle valutazioni ESG, l'affidamento a provider esterni implica una dipendenza dai dati forniti, suggerendo che lo sviluppo di capacità interne potrebbe rappresentare una strategia complementare per migliorare la qualità e la tempestività delle analisi ESG;

- **Opportunità per Rafforzare il Ruolo del Risk Management nell'Engagement e nella Formazione ESG**

Le funzioni di engagement ESG e di formazione interna sono ancora in evoluzione. Mentre il Risk Management partecipa a discussioni e comitati, il suo ruolo potrebbe nella definizione attiva delle strategie ESG e nel miglioramento della cultura aziendale su questi temi è ancora in divenire;

- **Rischio di Greenwashing e Sostenibilità Autentica**

Il rischio di greenwashing è percepito come significativo, suggerendo che ulteriori sforzi dovrebbero essere orientati verso la trasparenza e la coerenza delle politiche ESG, evitando che le iniziative siano viste dal mercato come meri adempimenti normativi. Il coinvolgimento del Risk Management nelle verifiche di conformità e nella valutazione di impatto potrebbe essere un passo avanti per garantire la sostenibilità autentica degli investimenti.

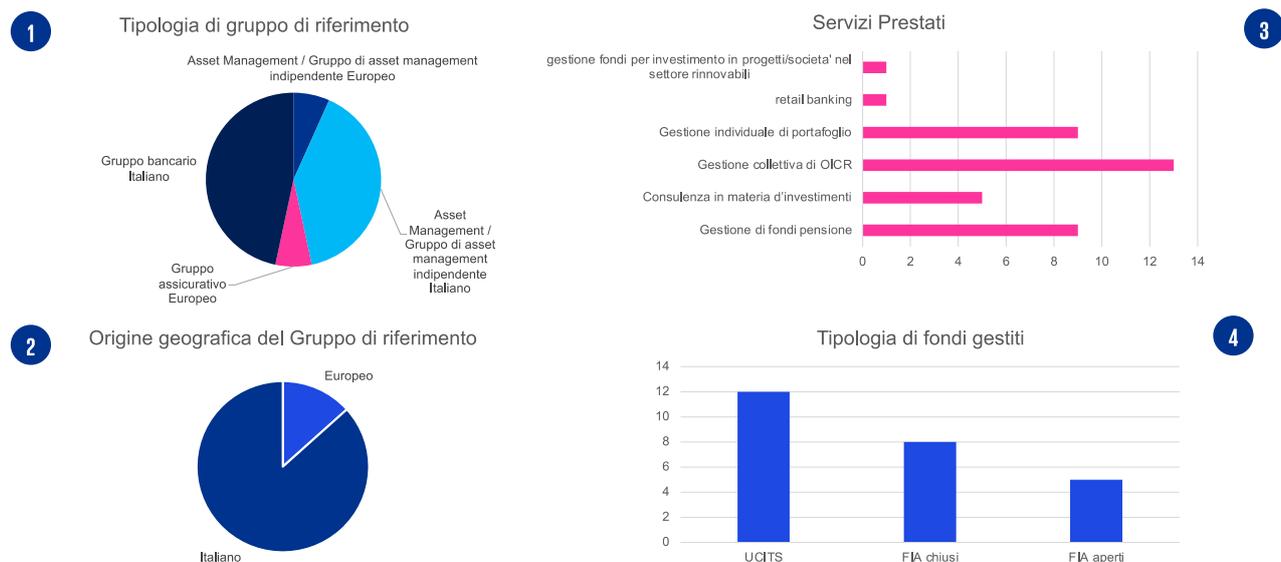
In sintesi, la SGR mostra un impegno crescente nella gestione dei rischi ESG, con una struttura organizzativa e processi ben definiti, ma esistono margini di miglioramento per una piena integrazione delle pratiche di sostenibilità.

Nei paragrafi che seguono vengono riportati i risultati già approfonditi nei singoli capitoli del presente Position Paper.

## 5.1. Informazioni Generali

L'adesione alla survey ha visto una prevalenza di gruppi italiani nel settore, con una forte attenzione alla gestione collettiva e individuale di portafogli, e un'ampia offerta di fondi UCITS. La presenza di servizi più specializzati, come quelli per le energie rinnovabili, sembra limitata. Le SGR che hanno partecipato gestiscono una gamma diversificata di asset con un'attenzione crescente, ma ancora limitata, agli investimenti ESG. La maggior parte degli asset gestiti è nella fascia media di dimensione, con una preferenza per i prodotti ex Art. 8 rispetto a quelli ex Art. 9. Gli investimenti di proprietà rimangono marginali, sottolineando un approccio prevalentemente basato sulla gestione esterna.

**Figura 5.1: Informazioni generali – Parte 1**



Fonte: Survey.

### ▪ Tipologia di gruppo di riferimento (Grafico 1)

La maggior parte dei gruppi di riferimento appartiene a "Gruppo bancario Italiano" e "Asset Management/Gruppo di asset management indipendente Italiano". I gruppi europei, sia assicurativi che di asset management, costituiscono una quota minore in numero;

### ▪ Origine geografica del Gruppo di riferimento (Grafico 2)

I gruppi italiani dominano la scena, mentre i gruppi europei rappresentano una porzione minore;

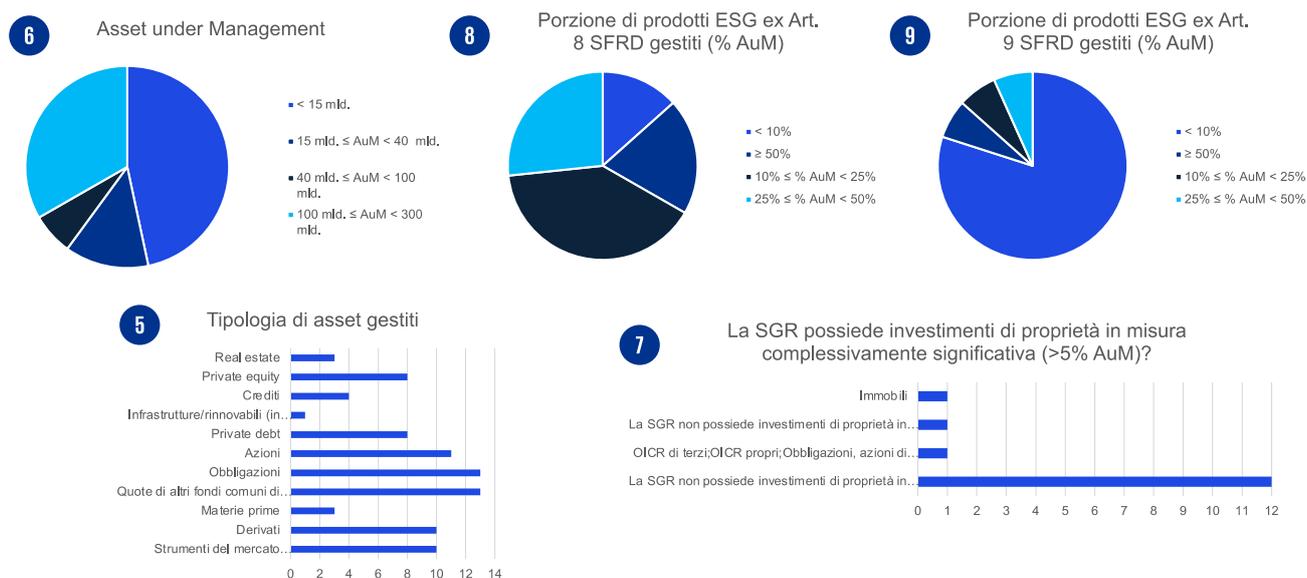
### ▪ Servizi Prestati (Grafico 3)

Le attività principali includono la "Gestione collettiva di OICR", "Gestione individuale di portafoglio" e "Gestione di fondi pensione". Servizi come la consulenza in materia di investimenti e il retail banking sono meno prevalenti. La gestione di fondi per investimenti nel settore delle rinnovabili è la meno comune;

### ▪ Tipologia di fondi gestiti (Grafico 4)

I fondi UCITS sono i più rappresentati, seguiti dai fondi FIA chiusi e poi dai FIA aperti;

**Figura 5.2: Informazioni generali – Parte 2**



Fonte: Survey.

▪ **Tipologia di asset gestiti (Grafico 5)**

Gli asset più gestiti includono obbligazioni, azioni e quote di altri fondi comuni. Sono presenti anche private equity, infrastrutture/rinnovabili e real estate, ma in misura inferiore;

▪ **Asset under Management (Grafico 6)**

La distribuzione degli asset gestiti è varia, con una maggiore concentrazione nella fascia tra 15 miliardi e 40 miliardi di euro di AuM. Anche le altre fasce di dimensioni maggiori sono rappresentate, ma con una presenza minore;

▪ **Investimenti di proprietà (Grafico 7)**

La maggior parte delle SGR non possiede investimenti di proprietà in misura significativa (>5% AuM), indicando una prevalenza di gestione esterna rispetto agli investimenti proprietari;

▪ **Porzione di prodotti ESG ex Art. 8 SFDR (Grafico 8)**

La quota di prodotti ESG ex Art. 8 gestiti varia, con una prevalenza di asset tra il 10% e il 25% dell'AuM. Ciò suggerisce che l'integrazione dei fattori ESG è presente, ma non ancora predominante;

▪ **Porzione di prodotti ESG ex Art. 9 SFDR (Grafico 9)**

La maggior parte delle SGR gestisce meno del 10% degli asset sotto questa classificazione, segnalando una minore attenzione agli investimenti che perseguono obiettivi sostenibili specifici.

## 5.2. Profili Operativi e rischi nelle SGR

I rischi strategici e reputazionali dominano tra i rischi diretti, mentre il mercato e la liquidità sono prioritari tra i rischi indiretti. L'integrazione dei fattori ESG nei processi di gestione del rischio è sempre più rilevante, soprattutto alla luce delle normative e delle richieste di trasparenza verso i prodotti sostenibili.

**Figura 5.3: Profili operativi e rischi delle SGR – Parte 1**



Fonte: Survey.

▪ **Tipologia di rischi gestiti (Grafico 10)**

La maggioranza delle SGR si occupa sia dei rischi diretti (rischi d'impresa) sia dei rischi indiretti (rischi associati ai portafogli gestiti). Questo indica un approccio integrato alla gestione del rischio che copre l'intero spettro delle esposizioni possibili;

▪ **Integrazione della funzione di Risk Management all'interno del gruppo (Testo 11)**

Le modalità di coordinamento tra la funzione di Risk Management della SGR e quella della capogruppo variano. Le opzioni vanno dall'indipendenza operativa, con un coordinamento occasionale su specifiche tematiche, fino alla completa esternalizzazione della funzione verso la capogruppo.

Sono presenti diverse strutture organizzative per la gestione del rischio, come il reporting funzionale verso il Chief Risk Officer (CRO) del gruppo o la creazione di funzioni di coordinamento che unificano il Risk Management a livello di gruppo.

In alcuni casi, la gestione del rischio segue la stessa politica adottata a livello di gruppo, mentre in altri la SGR mantiene un'autonomia operativa sui rischi finanziari, con coordinamento di alto livello sui rischi non finanziari.

Le SGR adottano un approccio integrato alla gestione del rischio, coprendo sia i rischi diretti sia quelli dei portafogli. L'integrazione con la capogruppo può variare in termini di indipendenza e coordinamento, con diverse configurazioni organizzative per ottimizzare la gestione dei rischi in modo coerente con le direttive del gruppo.

**Figura 5.4: Profili operativi e rischi delle SGR – Parte 2**



Fonte: Survey.

▪ **Rischi Diretti (Grafico 12)**

I rischi più rilevanti per le SGR sembrano essere il rischio strategico e il rischio reputazionale, seguiti dai rischi operativi e di mercato. Questo indica una priorità nella gestione delle conseguenze derivanti da scelte aziendali errate e potenziali danni alla reputazione, spesso legati a questioni di conformità o gestione sostenibile.

I rischi di liquidità, garanzie, credito e controparte risultano meno critici, suggerendo una relativa stabilità nelle aree finanziarie di base, o un controllo più consolidato di queste categorie di rischio;

▪ **Altre tipologie di rischio diretto (Testo 13)**

Tra i rischi diretti materiali non standard emerge l'importanza dei rischi legati agli outsourcer e ai rischi IT/cyber, classificati tra i rischi operativi. Anche il rischio di inondazione è citato come sottovalutato prima dell'evento in Emilia-Romagna, evidenziando la necessità di migliorare la valutazione dei rischi ambientali.

Ulteriori rischi diretti comprendono il rischio legato alla tecnologia, il rischio di sviluppo e autorizzazione, il rischio regolatorio e finanziario, che possono influenzare la gestione delle attività aziendali;

▪ **Rischi Indiretti (Grafico 14)**

I rischi indiretti più materiali per i portafogli gestiti sono il rischio di mercato e di liquidità, seguiti dal rischio di credito e controparte. Questo è tipico delle attività di gestione di fondi, dove i cambiamenti di mercato e le condizioni di liquidità possono influire direttamente sul valore dei portafogli;

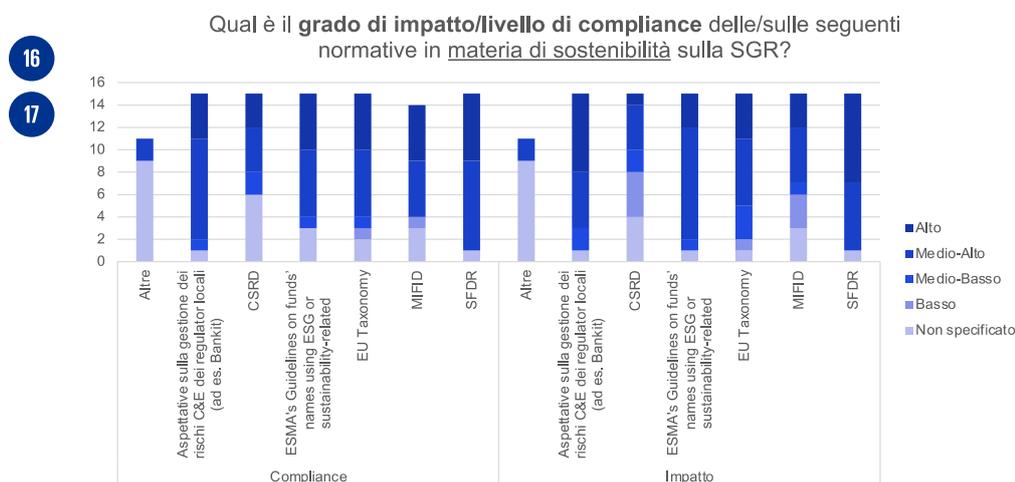
▪ **Altre tipologie di rischio indiretto (Testo 15)**

I rischi ESG (inclusi rischi climatici, operativi e normativi) sono identificati come importanti rischi indiretti, soprattutto per prodotti regolamentati come gli articoli 8 e 9 della SFDR. Questo sottolinea l'evoluzione del settore verso una maggiore attenzione ai rischi legati alla sostenibilità e alla necessità di conformarsi alle nuove regolamentazioni.

### 5.3. Rischi di Sostenibilità e canali di trasmissione

L'evoluzione delle normative ESG richiede alle SGR di avere un approccio proattivo per la gestione della sostenibilità e il miglioramento continuo della conformità, in particolare per le regolamentazioni che comportano un impatto elevato.

**Figura 5.5: Rischi di sostenibilità e canali di trasmissione – Parte 1**



Fonte: Survey.

#### ▪ Grado di impatto e livello di compliance

Le normative che mostrano un impatto elevato e un alto livello di compliance sono SFDR, MiFID ed EU Taxonomy. Questo riflette l'importanza di questi regolamenti per le SGR, che devono adeguarsi a standard rigorosi per garantire la trasparenza e la sostenibilità degli investimenti.

Anche la CSRD e le linee guida dell'ESMA per i nomi dei fondi ESG sono considerati con un livello di impatto significativo, sebbene lievemente inferiore. Questi regolamenti stanno imponendo maggiore chiarezza e trasparenza nella comunicazione delle informazioni ESG, influenzando la strategia e la governance delle SGR;

#### ▪ Aspettative sui rischi e altri regolamenti

Le aspettative di gestione dei rischi climatici e ambientali, imposte da regolatori locali come la Banca d'Italia, mostrano un grado di impatto variabile, suggerendo che l'applicazione pratica di questi requisiti possa essere diversificata tra le SGR.

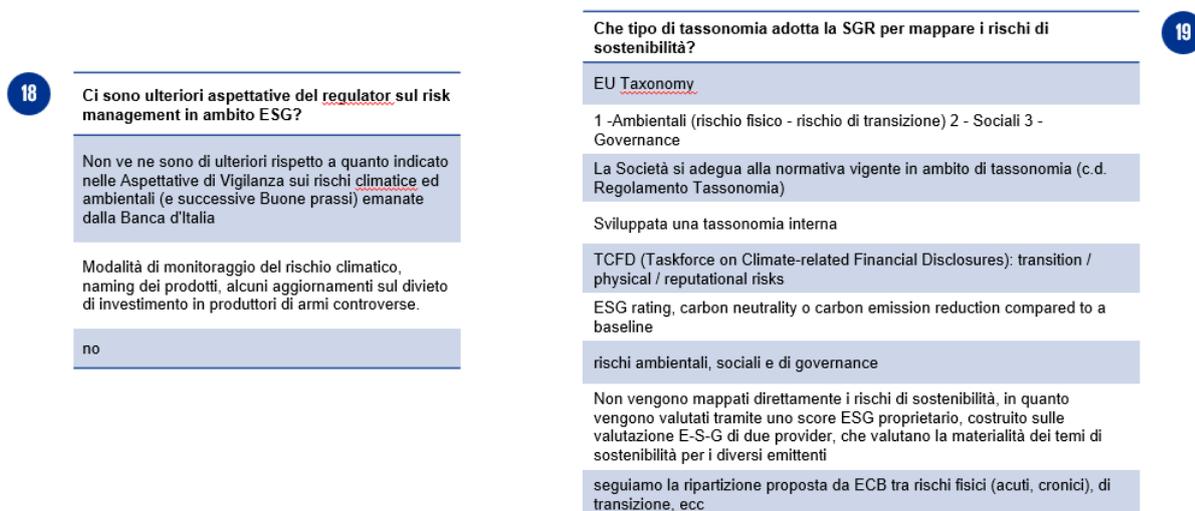
Alcune altre normative sono considerate meno critiche rispetto a quelle principali, ma hanno comunque un grado di impatto medio, indicando l'importanza di una conformità generale;

#### ▪ Implicazioni per le SGR

Le SGR devono assicurarsi di integrare i rischi ESG in modo completo per rispettare le normative chiave, soprattutto SFDR e MiFID, data la loro alta priorità.

La necessità di adeguarsi a standard come la EU Taxonomy e la CSRD spinge le società a migliorare la qualità del reporting di sostenibilità e l'integrazione dei fattori ESG nei processi decisionali;

**Figura 5.6: Rischi di sostenibilità e canali di trasmissione – Parte 2**



Fonte: Survey.

▪ **Aspettative regolatorie sul Risk Management ESG**

Non sono presenti aspettative addizionali rispetto a quelle già indicate nelle linee guida emanate dalla Banca d'Italia riguardo ai rischi climatici e ambientali. Questo suggerisce che le SGR si concentrano al momento su quanto già richiesto dal regolatore, senza ulteriori sovraccarichi.

Alcuni aspetti specifici richiedono attenzione, come il monitoraggio del rischio climatico, il naming dei prodotti e aggiornamenti riguardanti divieti di investimento in aziende connesse a pratiche controverse (es. produttori di armi);

▪ **Tipologie di tassonomie adottate per mappare i rischi di sostenibilità**

La maggior parte delle SGR si attiene alla normativa vigente, come la EU Taxonomy, che prevede la suddivisione dei rischi in categorie ambientali (rischio fisico e di transizione), sociali e di governance.

Alcune società hanno sviluppato tassonomie interne o seguono linee guida riconosciute, come quelle del TCFD, che valutano rischi fisici, di transizione e reputazionali.

Altri approcci includono l'uso di ESG rating, valutazioni di carbon neutrality, o l'analisi dei rischi tramite score ESG proprietari basati sulle valutazioni di diversi provider, con un focus sulla materialità degli aspetti sostenibili.

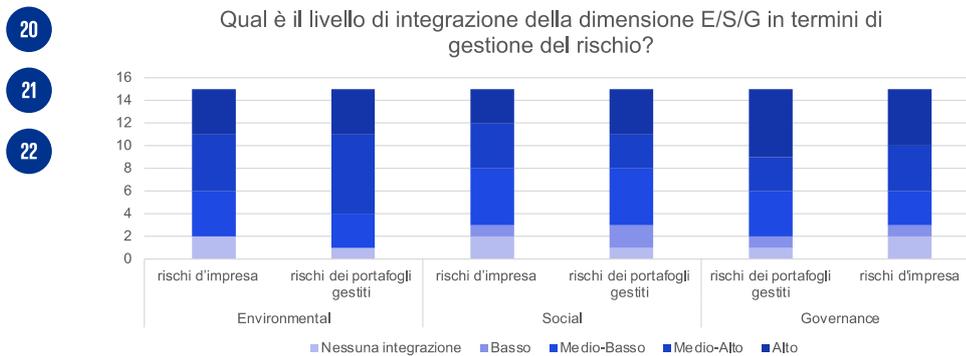
In sintesi, le SGR stanno adeguando le proprie pratiche in ambito ESG principalmente seguendo le normative europee e adattando modelli interni per una valutazione più dettagliata dei rischi di sostenibilità, con particolare attenzione al rischio climatico e alla governance aziendale.

**5.4. Modalità di integrazione del framework di Risk Management**

Il livello di integrazione nella gestione del rischio varia tra le dimensioni ESG, con una maggiore maturità nei rischi di governance e ambientali rispetto a quelli sociali. Nonostante ciò, la maggior parte delle SGR punta a raggiungere livelli di integrazione "Medio-Alto" o "Alto", sottolineando l'importanza sempre più rilevante dei fattori ESG nei processi di Risk Management.

## 5.4.1. Integrazione dei rischi ESG e loro gestione

**Figura 5.7: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 1**



Fonte: Survey.

### ▪ Rischi Ambientali (Environmental)

L'integrazione dei rischi ambientali appare ben distribuita tra "Medio-Alto" e "Alto" sia per i rischi d'impresa che per i rischi dei portafogli gestiti. Ciò indica una buona consapevolezza e implementazione delle pratiche di gestione dei rischi ambientali.

Tuttavia, ci sono ancora alcuni casi con un'integrazione a livelli inferiori ("Medio-Basso" o "Basso"), suggerendo margini di miglioramento per alcune SGR;

### ▪ Rischi Sociali (Social)

Anche in questa dimensione, la maggior parte delle SGR mostra un'integrazione "Medio-Alto" o "Alto" per i rischi d'impresa e dei portafogli gestiti. Questo riflette l'importanza crescente di temi sociali come i diritti dei lavoratori, la parità di genere e le condizioni di lavoro.

La presenza di livelli inferiori di integrazione ("Medio-Basso" e "Basso") indica che per alcuni operatori l'integrazione dei rischi sociali potrebbe non essere ancora completamente matura;

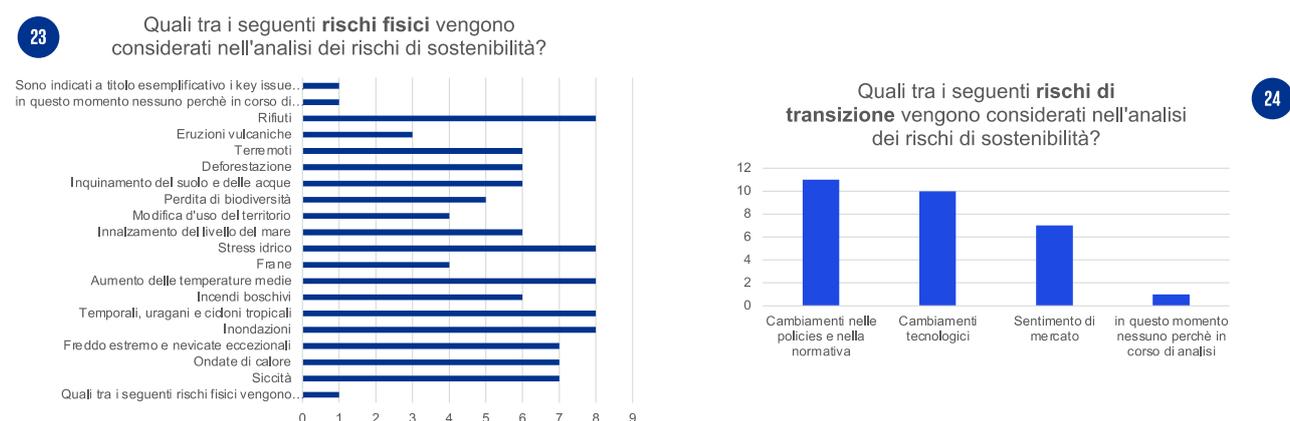
### ▪ Rischi di Governance (Governance)

La dimensione della governance mostra un livello di integrazione "Alto" più frequente, sia per i rischi d'impresa che per quelli dei portafogli. Questo suggerisce una maggiore maturità e consapevolezza nella gestione dei rischi di governance.

I casi di integrazione più bassa sono meno numerosi, indicando una maggiore omogeneità nell'approccio alla governance.

Il livello di integrazione della gestione del rischio varia tra le dimensioni ESG, con una maggiore maturità nella gestione dei rischi di governance e ambientali rispetto a quelli sociali. Tuttavia, la maggior parte delle SGR sta lavorando verso un'integrazione "Medio-Alto" o "Alto", evidenziando l'importanza crescente dei fattori ESG nei processi di Risk Management.

## Figura 5.8: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 2



Fonte: Survey.

### 5.4.2. Monitoraggio dei rischi fisici, di transizione e degli obiettivi ESG

#### ▪ Rischi Fisici

Inondazioni e ondate di calore sono tra i rischi fisici più frequentemente considerati, riflettendo la crescente consapevolezza dei cambiamenti climatici e dei loro effetti potenzialmente devastanti. L'aumento delle temperature medie, incendi boschivi e siccità sono altri rischi fisici rilevanti, indicati come problematici in diverse aree geografiche e settori industriali.

Eventi estremi come temporal, uragani e cicloni tropicali, così come fenomeni di freddo estremo e nevicate eccezionali, sono anch'essi presi in considerazione, sebbene con minore frequenza rispetto ad altri rischi.

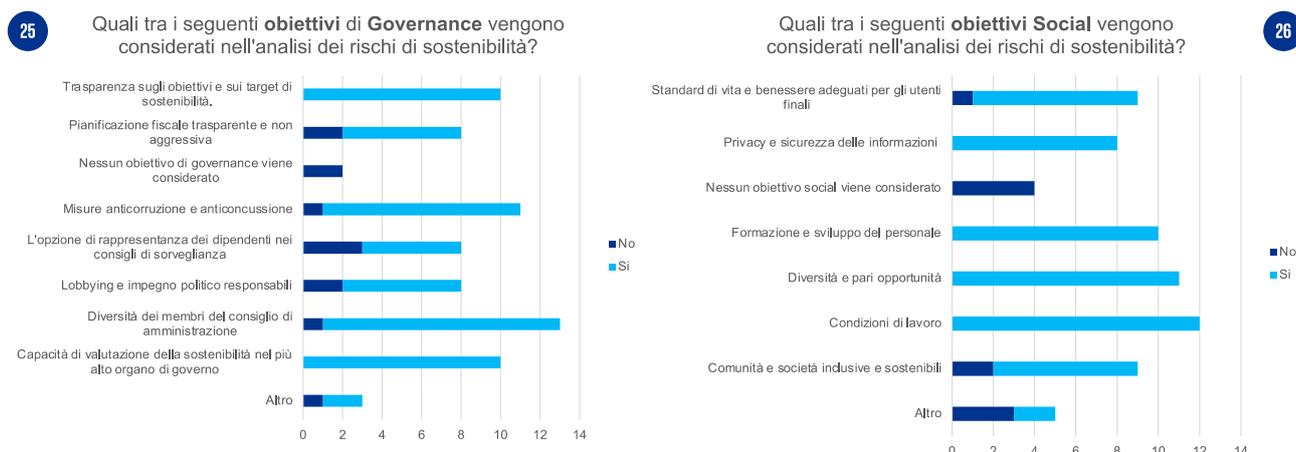
Infine, rischi come eruzioni vulcaniche e terremoti sono meno frequentemente considerati, probabilmente per la loro natura più localizzata ma anche, come discusso nel capitolo 2, questi rischi geofisici non sono causati né generalmente influenzati dall'attività umana o dai cambiamenti climatici, ma derivano da fenomeni naturali;

#### ▪ Rischi di Transizione

I cambiamenti nelle policies e nella normativa sono il rischio di transizione più frequentemente considerato. Ciò riflette l'importanza di adeguarsi a normative sempre più stringenti, come quelle legate al Green Deal europeo. I cambiamenti tecnologici sono altrettanto rilevanti, poiché l'evoluzione verso tecnologie più sostenibili può comportare rischi ma anche opportunità per le aziende. Infine, il sentiment di mercato, pur essendo meno frequentemente considerato rispetto agli altri fattori, rappresenta comunque un rischio di transizione significativo, dato che l'attenzione degli investitori verso i temi ESG continua a crescere.

Nel complesso, l'analisi mostra un'attenzione crescente ai rischi fisici legati al cambiamento climatico e ai rischi di transizione legati all'evoluzione normativa e tecnologica, riflettendo le sfide attuali e future nella gestione dei rischi di sostenibilità.

**Figura 5.9: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 3**



Fonte: Survey.

### 5.4.3. Monitoraggio degli obiettivi ESG e dei rischi correlati

I grafici evidenziano come le organizzazioni considerino diversi obiettivi di Governance e Social nella gestione dei rischi di sostenibilità.

#### ▪ Obiettivi di Governance

La trasparenza sugli obiettivi e target di sostenibilità è uno degli aspetti più considerati, riflettendo l'importanza di comunicare in modo chiaro e aperto le pratiche aziendali in ambito ESG. Anche le misure anticorruzione e anti-collusione sono risultate rilevanti per garantire una gestione etica e trasparente.

Diversità nei consigli di amministrazione e capacità di valutazione della sostenibilità nel più alto organo di governo sono altre aree importanti, che evidenziano un impegno verso una governance inclusiva e sostenibile. Aspetti come lobbying responsabile e rappresentanza dei dipendenti nei consigli di sorveglianza ricevono meno attenzione, indicando una minore priorità su questi elementi;

#### ▪ Obiettivi Social

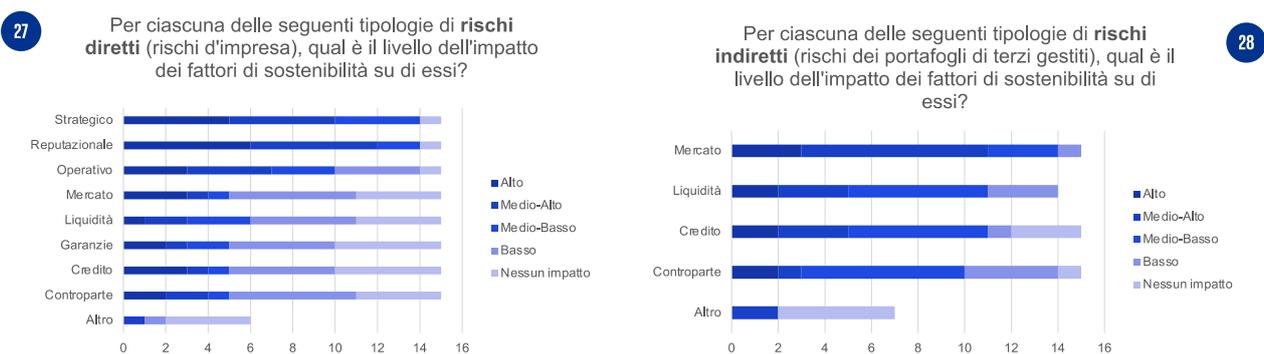
Le condizioni di lavoro, diversità e pari opportunità sono le aree più attenzionate, seguite da formazione e sviluppo del personale, sottolineando l'importanza di un ambiente lavorativo equo e di opportunità di crescita.

Privacy e sicurezza delle informazioni sono anch'esse significative, riflettendo la crescente attenzione alla protezione dei dati personali.

Obiettivi come standard di vita adeguati agli utenti finali e comunità inclusive e sostenibili mostrano un impegno più limitato, suggerendo che tali temi potrebbero ricevere meno attenzione rispetto agli aspetti direttamente collegati alla gestione interna delle risorse umane.

In sintesi, emerge una maggiore enfasi sugli aspetti di governance relativi alla trasparenza, etica e diversità, mentre in ambito sociale l'attenzione è principalmente rivolta al benessere dei dipendenti e alla gestione delle informazioni.

**Figura 5.10: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 4**



Fonte: Survey.

I grafici mostrano il livello di impatto dei fattori di sostenibilità sui rischi diretti e indiretti delle SGR.

▪ **Rischi Diretti**

I rischi Strategici e Reputazionali sono quelli su cui l'impatto dei fattori di sostenibilità è più significativo, con una predominanza di valutazioni tra Medio-Alto e Alto. Questo riflette l'importanza della sostenibilità nella definizione delle strategie aziendali e nella tutela della reputazione.

I rischi Operativi e di Mercato mostrano un impatto rilevante, evidenziando come i fattori ESG influenzino le operazioni quotidiane e le dinamiche di mercato.

Infine, i rischi di Liquidità e Controparte sono meno influenzati dai fattori di sostenibilità rispetto ai rischi strategici e reputazionali;

▪ **Rischi Indiretti**

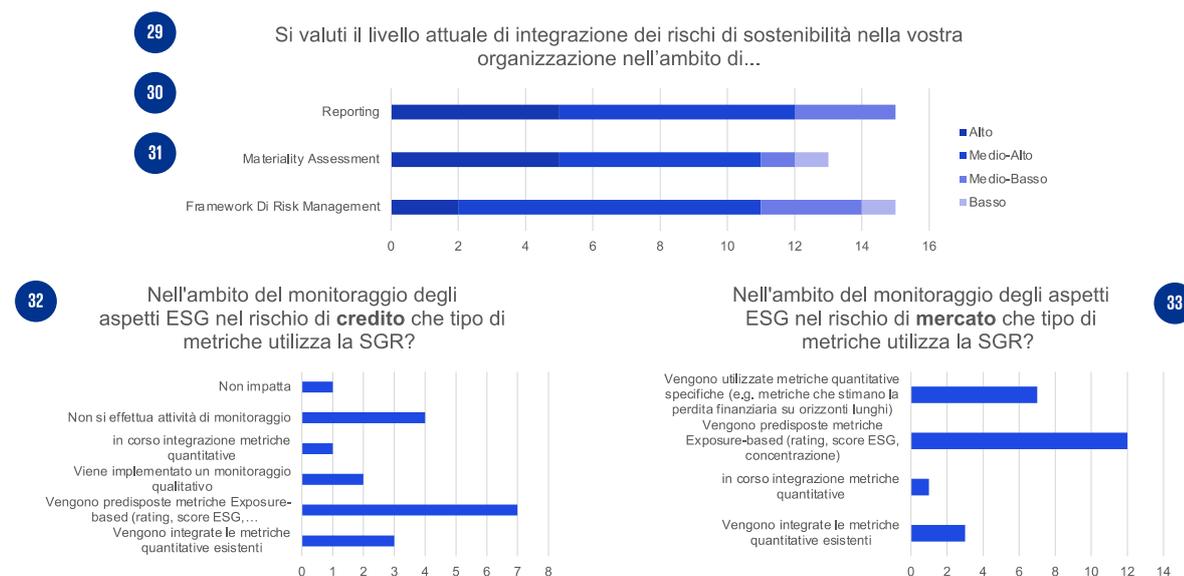
Rischio di Mercato ha l'impatto più alto, seguito dai rischi di Liquidità e Controparte. Questo evidenzia l'importanza della sostenibilità nella gestione dei portafogli, dove le variabili ESG possono influire sulle condizioni di mercato e sulla liquidità degli asset.

Il rischio Credito mostra un impatto moderato, riflettendo l'influenza dei fattori ESG sulla solvibilità degli emittenti.

La categoria Altro riceve meno attenzione, segnalando che i rischi specifici potrebbero essere meno influenti o meno considerati nel contesto dei fattori di sostenibilità.

In generale, i grafici indicano una maggiore sensibilità ai fattori di sostenibilità nei rischi strategici, reputazionali e di mercato, mentre altri rischi presentano un impatto meno pronunciato.

**Figura 5.11: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 5**



Fonte: Survey.

#### 5.4.4. Monitoraggio rischi

I grafici forniscono informazioni sul livello di integrazione dei rischi di sostenibilità e sulle metriche utilizzate per monitorare i rischi ESG nel contesto del rischio di credito e di mercato.

- **Livello di Integrazione (Grafico 29-31)**

Il reporting mostra un livello di integrazione più avanzato, con una prevalenza di valutazioni tra Medio-Alto e Alto. Questo indica che le SGR sono relativamente ben attrezzate nel comunicare e documentare i rischi di sostenibilità.

Il materiality assessment ha una distribuzione più ampia tra Medio-Alto e Medio-Basso, suggerendo che le organizzazioni stanno ancora affinando l'identificazione dei rischi materiali ESG.

Infine, il framework di Risk Management presenta una maggiore variabilità, con valutazioni che spaziano dal Medio-Basso all'Alto. Questo indica che le SGR stanno lavorando per integrare i rischi ESG nel loro framework di gestione del rischio, ma c'è ancora margine di miglioramento;

- **Monitoraggio del Rischio di Credito (Grafico 32)**

La maggioranza delle SGR utilizza metriche Exposure-based (rating, score ESG), seguita dall'integrazione delle metriche quantitative esistenti. Un numero significativo di SGR sta implementando un monitoraggio qualitativo, indicando che l'approccio ai rischi di credito ESG è ancora in fase di sviluppo.

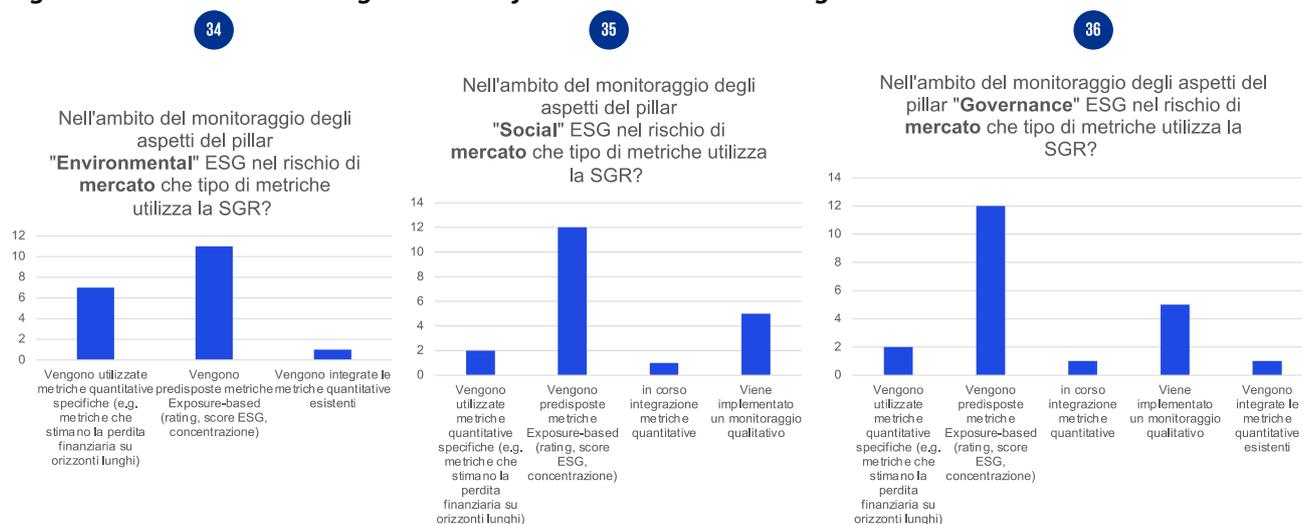
Alcune SGR segnalano che sono in corso di integrazione le metriche quantitative, evidenziando un trend di crescita verso un monitoraggio più strutturato;

▪ **Monitoraggio del Rischio di Mercato (Grafico 33)**

Anche qui, l'approccio più comune è l'utilizzo di metriche Exposure-based, indicando una preferenza per valutare il rischio di mercato attraverso strumenti come rating ESG. Le metriche quantitative specifiche, che stimano l'impatto potenziale su orizzonti temporali lunghi, sono utilizzate in misura inferiore, segnalando un'opportunità per un'analisi più approfondita e quantitativa. Alcune SGR segnalano l'integrazione delle metriche quantitative esistenti, il che suggerisce un continuo adattamento dei metodi tradizionali alle nuove esigenze ESG.

Questi dati evidenziano un'integrazione parziale dei rischi ESG nel framework di gestione del rischio delle SGR, con una predominanza di approcci qualitativi e metriche exposure-based rispetto a metriche quantitative più avanzate.

**Figura 5.12: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 6**



Fonte: Survey.

I grafici forniscono una panoramica su come le SGR monitorano gli aspetti ESG nei rischi di mercato, suddivisi per i tre pilastri: Ambientale, Sociale e Governance.

▪ **Monitoraggio del Pillar "Environmental" (Grafico 34)**

La maggior parte delle SGR utilizza metriche Exposure-based (rating, score ESG, concentrazione) per monitorare gli aspetti ambientali. Questo suggerisce che le organizzazioni si focalizzano principalmente su indicatori facilmente disponibili che riflettono l'esposizione ambientale complessiva. Le metriche quantitative specifiche sono utilizzate in misura minore, indicando un minore utilizzo di strumenti che stimano direttamente l'impatto finanziario dei rischi ambientali su orizzonti temporali lunghi. L'integrazione delle metriche quantitative esistenti è ancora limitata;

▪ **Monitoraggio del Pillar "Social" (Grafico 35)**

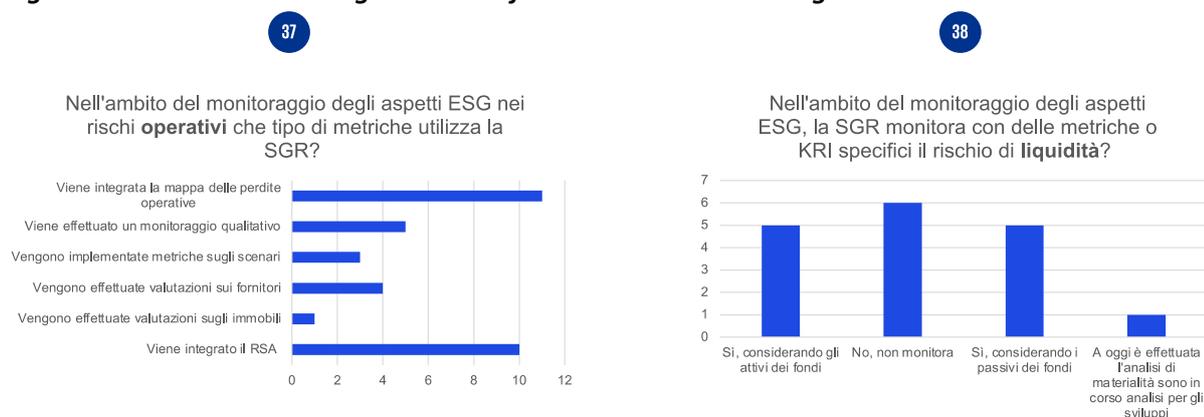
Anche in questo caso, le metriche Exposure-based sono le più utilizzate, riflettendo una preferenza per approcci standardizzati per valutare i rischi sociali. - Alcune SGR sono in fase di integrazione delle metriche quantitative, segnalando un percorso di adattamento verso metodi più quantitativi. Il monitoraggio qualitativo è utilizzato in una minoranza dei casi, suggerendo che gli aspetti sociali possono essere monitorati anche attraverso valutazioni non strettamente numeriche;

▪ **Monitoraggio del Pillar "Governance" (Grafico 36)**

La strategia più diffusa rimane l'uso di metriche Exposure-based, evidenziando una coerenza nel monitoraggio degli aspetti ESG. Le metriche quantitative specifiche sono adottate in misura più contenuta rispetto agli altri due pilastri, suggerendo che la governance potrebbe essere percepita come meno critica o più difficile da quantificare in modo rigoroso. Il monitoraggio qualitativo è presente in misura rilevante, indicando che le pratiche di governance vengono valutate anche in termini di compliance e standard qualitativi.

In sintesi, le SGR tendono a prediligere un approccio basato su metriche di esposizione per monitorare i rischi ESG nei vari pilastri, con un progressivo movimento verso l'integrazione di metriche quantitative specifiche.

**Figura 5.13: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 7**



Fonte: Survey.

▪ **Monitoraggio degli aspetti ESG nei rischi operativi (Grafico 37)**

La strategia più comune adottata dalle SGR è l'integrazione della mappa delle perdite operative, suggerendo un approccio quantitativo per identificare e gestire i rischi operativi correlati agli aspetti ESG. Il monitoraggio qualitativo e le metriche sugli scenari sono utilizzati anche frequentemente, indicando che alcune valutazioni dei rischi ESG vengono effettuate in maniera più descrittiva o basata su ipotesi. Le valutazioni su fornitori e immobili dimostrano che le SGR stanno anche analizzando specifici ambiti operativi per individuare eventuali vulnerabilità ESG. L'adozione di RSA (Risk Self-Assessment) evidenzia l'importanza di un approccio proattivo, in cui l'organizzazione esamina e valuta i propri processi e rischi interni legati alla sostenibilità;

▪ **Monitoraggio del rischio di liquidità in relazione agli aspetti ESG (Grafico 38)**

Le risposte sono distribuite equamente tra chi monitora il rischio di liquidità considerando gli attivi dei fondi e chi invece non monitora specificamente il rischio di liquidità legato agli aspetti ESG. Alcune SGR considerano anche i passivi dei fondi, dimostrando una gestione più completa del rischio di liquidità. L'analisi di materialità è in corso per alcuni, segnalando che il processo di integrazione ESG nelle metriche di rischio di liquidità è ancora in evoluzione.

In sintesi, il monitoraggio degli aspetti ESG nei rischi operativi appare orientato principalmente verso l'integrazione di strumenti quantitativi come le mappe delle perdite operative, mentre il rischio di liquidità è monitorato in maniera eterogenea, con diverse pratiche in atto.

## Figura 5.14: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 8

<b>Nell'ambito del monitoraggio degli aspetti ESG, descrivere brevemente il processo di escalation previsto in caso di sfioramento dei limiti/soglie di rischio</b>
Dipende dal livello dell'indicatore per il quale si verifica lo sfioramento. L'escalation può essere di tipo informativo nei vari Comitati oppure seguire tutto l'iter di <u>escalation</u> previsto dal RAF qualora si tratti dello sfioramento di un limite RAF.
Nelle relazioni di risk management sottoposte all'attenzione del CdA periodicamente e in occasione di nuovi investimenti, viene data evidenza anche del livello di rischio ESG. Eventuali criticità sono portate all'attenzione del CdA e del Collegio Sindacale.
In caso di superamento dei limiti sulla sostenibilità dei portafogli, il Risk Management provvede immediatamente alla segnalazione al servizio competente della Direzione Investimenti, e, in caso di mancato rientro entro 5 o 10 giorni (in base alla rilevanza del supero), informa il Direttore Generale. Se si ritiene opportuno, nell'interesse degli investitori, il mantenimento delle posizioni in deroga ai limiti CdA, viene richiesta un'apposita autorizzazione al Direttore Generale.
La SGR ha formalizzato processi decisionali e limiti operativi finalizzati al contenimento dei rischi, anche reputazionali, dei portafogli gestiti. Il processo di controllo dei rischi di sostenibilità prevede una duplice fase di controllo: in fase di predisposizione degli ordini (cd. "controllo ex-ante") e di valorizzazione dei portafogli (cd. "controllo ex-post"). Il controllo ex-ante viene attivato mediante il software di front-end dei gestori a valere sui portafogli risultanti dal processo di ribilanciamento e/o pre-imputazione degli ordini: la trasmissione degli ordini viene automaticamente bloccata qualora risultino superate una o più soglie di controllo. Gli ordini bloccati necessitano di ulteriori verifiche e, nel caso in cui il superamento non risulti effettivo, di un'autorizzazione concessa mediante un apposito workflow autorizzativo per poter essere inoltrati alle controparti di mercato. I controlli ex-post vengono effettuati quotidianamente sulle posizioni relative alla giornata precedente attraverso un flusso informativo generato dal sistema contabile. In presenza di situazioni di effettivo superamento, viene inviata una segnalazione al team di gestione competente, richiedendo di porre in essere l'operatività necessaria al rientro nei limiti con tempistiche e modalità coerenti alla tutela degli interessi dei partecipanti dei patrimoni gestiti interessati.
- Escalation gerarchica progressiva prevista dalle procedure aziendali analogamente agli altri limiti di tipo interno ed esterno
comitato esg/comitato investimenti/ad/cda
richiesta di rientro nei limiti previsti dalle procedure interne
1) gestore 2) commissione investimenti 3) AD 4) CdA
In generale laddove sono previsti limiti di rischio eventuali deroghe possono essere concesse solo dal CdA. Laddove a oggi è previsto un monitoraggio senza un limite approvato il CdA fornisce un indirizzo,
Unità di gestione, AD, Board
il risk Management comunica al gestore lo sfioramento richiedendo il rientro nel più breve tempo possibile. Viene data comunicazione al Cda

Fonte: Survey.

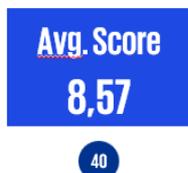
Il processo di escalation per lo sfioramento dei limiti di rischio ESG è articolato e prevede diversi passaggi per garantire il controllo e il contenimento dei rischi. Ecco i punti principali emersi dalla survey:

1. **Escalation iniziale:** Il superamento di un limite attiva un'escalation informativa verso i comitati pertinenti, e può essere gestita attraverso i processi previsti dal RAF (Risk Appetite Framework);
2. **Comunicazione formale:** I report di Risk Management presentano regolarmente le criticità al Consiglio di Amministrazione (CdA) e al Collegio Sindacale, con un'attenzione speciale ai rischi ESG. In caso di nuove criticità o investimenti, si fornisce un aggiornamento dettagliato;
3. **Intervento operativo:** Se il superamento dei limiti di sostenibilità persiste oltre 5-10 giorni, il Risk Management informa la Direzione Investimenti e il CdA per una valutazione delle azioni correttive. È possibile richiedere un'autorizzazione per mantenere temporaneamente posizioni al di fuori dei limiti prefissati;
4. **Controlli ex-ante ed ex-post:** Il controllo pre-ordine consente il blocco automatico degli ordini che superano determinati limiti; il monitoraggio successivo alla valorizzazione dei portafogli verifica il rispetto dei limiti, con processi decisionali che prevedono verifiche aggiuntive;
5. **Gestione delle deroghe:** Eventuali deroghe possono essere concesse solo dal CdA, con un iter formale di richiesta di rientro nei limiti;
6. **Flussi informativi:** La comunicazione è centralizzata, con segnalazioni quotidiane sulle posizioni che superano i limiti e suggerimenti di azioni correttive.

Il processo mira a garantire che i rischi ESG siano gestiti in modo tempestivo e strutturato, minimizzando l'impatto potenziale e proteggendo gli interessi degli investitori e delle parti interessate.

**Figura 5.15: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 9**

**Quanto ritiene importante il rischio di greenwashing la SGR?**



Specificare quali presidi adotta la SGR per la gestione del rischio greenwashing

Esiste una mappatura sugli scenari di rischio afferenti al greenwashing ed inoltre viene monitorato tale rischio tramite un indicatore che rappresenta la % di esposizione verso fondi che presentano una discrasia tra Rating ESG e la relativa classificazione SFDR.

Modello organizzativo ESG articolato che coinvolge anche il CdA (dove è stato nominato un referente) e prevede un ESG Team interfunzionale. Monitoraggio attento della normativa; controlli sulle comunicazioni verso l'esterno; per il fondo art. 9 SFDR, un solido processo di valutazione dell'allineamento alla tassonomia EU; formazione continua con enti specializzati (per personale e organi sociali)

Verifiche di conformità da parte di ufficio Compliance, Normativa Prodotti e indirizzo strategico della divisione Commerciale (politiche di comunicazione, marketing e sviluppo prodotti).

La SGR ha adottato un framework che prevede il coinvolgimento degli organi e delle competenti strutture aziendali, finalizzato ad assicurare la corretta implementazione della propria politica di sostenibilità e un attento monitoraggio dei rischi connessi alla prestazione dei servizi di gestione collettiva del risparmio e di investimento. Sempre con l'obiettivo di mitigare i rischi di "greenwashing" ed assicurare un adeguato coinvolgimento delle funzioni aziendali di controllo, la SGR ha formalizzato all'interno della Politica di Sostenibilità e della politica di gestione dei rischi le responsabilità delle strutture che intervengono nel processo di monitoraggio dei rischi di sostenibilità.

- Governance centralizzata con il coinvolgimento in comitati di tutte le funzioni rilevanti per la corretta gestione dei prodotti e dei framework ESG

normativa interna esg

monitoraggio sul processo di selezione progetti e ongoing sui progetti operativi

modello interno di valutazione

1) Supervisione del Cda nell'istituzione di nuovi fondi e sui processi organizzativi 2) Presidi di Product Governance all'interno del Comitato investimenti / Comitato prodotti / Comitato Rischi 3) Attività delle funzioni di controllo (Risk Management, Compliance, Audit) 4) Controlli di investment compliance con le policy definite 5) controlli di primo livello dei portfolio manager 6) utilizzo di data provider indipendenti, due diligence nella selezione, engagement sui modelli 7) metodologia interna per la definizione dei rating 8) utilizzo di questionari per la valutazione di OICR di terzi in portafoglio 9) monitoraggio del pillar "G" del rating indipendentemente da quello globale 10) presidio nella consistenza e chiarezza della documentazione, compresa la naming convention, linguaggio adeguato 11) monitoraggio evoluzioni con associazioni di categoria

Fonte: Survey.

La gestione del rischio di greenwashing da parte della SGR è stata considerata importante durante la survey, con un punteggio medio di rilevanza di 8,57 (in una scala da 1 a 10). Le misure adottate includono:

- Mappatura del rischio e monitoraggio:** Viene monitorato il rischio tramite indicatori che valutano le discrepanze tra i punteggi ESG dei fondi e la loro classificazione secondo SFDR;
- Modello organizzativo:** La SGR ha un team ESG dedicato e coinvolge il Consiglio di Amministrazione (CdA), con un referente specifico. Il team si occupa di monitorare la conformità normativa e di garantire l'allineamento alla tassonomia europea. Sono previste attività di formazione continua;
- Verifiche di conformità:** Il controllo di conformità è svolto da Compliance, Normativa Prodotti e Commerciale, con attenzione alla coerenza tra le comunicazioni e le politiche dei prodotti;
- Framework di gestione:** Include il coinvolgimento delle strutture aziendali chiave, con processi per assicurare la corretta implementazione della politica di sostenibilità. Il modello prevede controlli in varie fasi, dall'istituzione dei fondi alla selezione dei progetti e all'utilizzo di fornitori indipendenti per la valutazione dei punteggi ESG;
- Governance centralizzata:** La gestione del rischio di greenwashing è integrata nei comitati aziendali rilevanti, con un focus particolare su Product Governance, Risk Management, Compliance e Audit;
- Controlli e supervisione:** Sono previsti controlli multilivello, inclusi quelli di due diligence, utilizzo di modelli interni per i rating, engagement con terze parti e aggiornamenti continui sulla normativa e sulle migliori pratiche del settore.

Questo approccio integrato mira a ridurre il rischio di greenwashing e a garantire una gestione trasparente e responsabile dei prodotti ESG.

## 5.4.5. Modalità di integrazione del framework di Risk Management

Figura 5.16: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 10



Fonte: Survey.

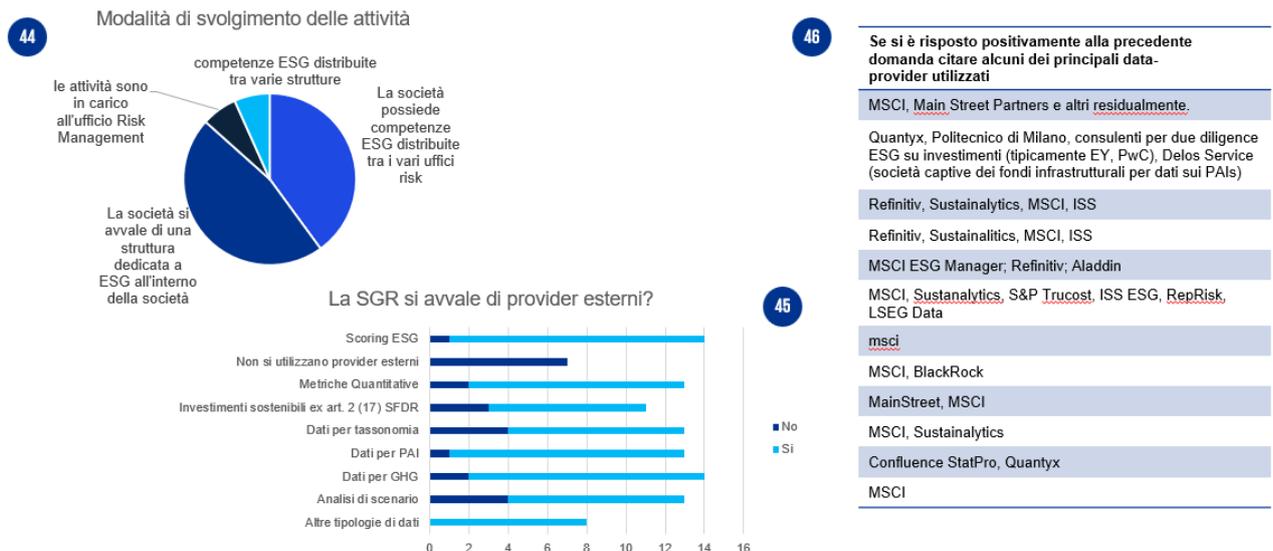
- Analisi di doppia materialità e Banca d'Italia:** La maggioranza delle SGR considera l'analisi di doppia materialità prevista dalla CSRD come un'integrazione dell'analisi di materialità stabilita dalla Banca d'Italia. In pratica, la doppia materialità parte dai risultati dell'analisi della Banca d'Italia e aggiunge ulteriori valutazioni. Una parte minoritaria vede i due processi come indipendenti o completamente sovrapposti;
- Utilizzo di strumenti IT per la reportistica:** La SGR utilizza una varietà di strumenti IT innovativi, inclusi dashboard in Power BI e tool di analisi automatizzati per supportare la reportistica interna ed esterna. Esistono processi automatizzati per generare bozze di disclosure basate su dati quantitativi e qualitativi forniti da Risk Management e Product Office;
- Progetti IT e integrazione dei dati:** La SGR ha sviluppato un sistema di reportistica interna che include una piattaforma di data warehouse di gruppo, dashboard, e strumenti di calcolo. Tuttavia, alcuni processi per la rendicontazione sono ancora in fase di sviluppo o utilizzo di provider esterni per i dati.

In sintesi, c'è un'integrazione progressiva delle analisi di materialità e l'adozione di strumenti tecnologici avanzati per la reportistica, evidenziando l'importanza della digitalizzazione nel Risk Management sostenibile.

## 5.5. Organizzazione del Risk Management in ambito ESG

Il processo organizzativo combina una gestione centralizzata della qualità dei dati con un approccio operativo distribuito, garantendo sia il controllo sui dati che la flessibilità nell'adattarsi alle esigenze delle varie funzioni aziendali.

**Figura 5.17: Organizzazione del Risk Management in ambito ESG – Parte 1**



Fonte: Survey.

▪ **Modalità di svolgimento delle attività ESG**

Le competenze ESG all'interno delle SGR sono distribuite tra diverse strutture e uffici di Risk Management. Una parte delle società possiede strutture dedicate esclusivamente alle attività ESG, mentre altre delegano queste competenze all'interno dei vari uffici;

▪ **Utilizzo di provider esterni**

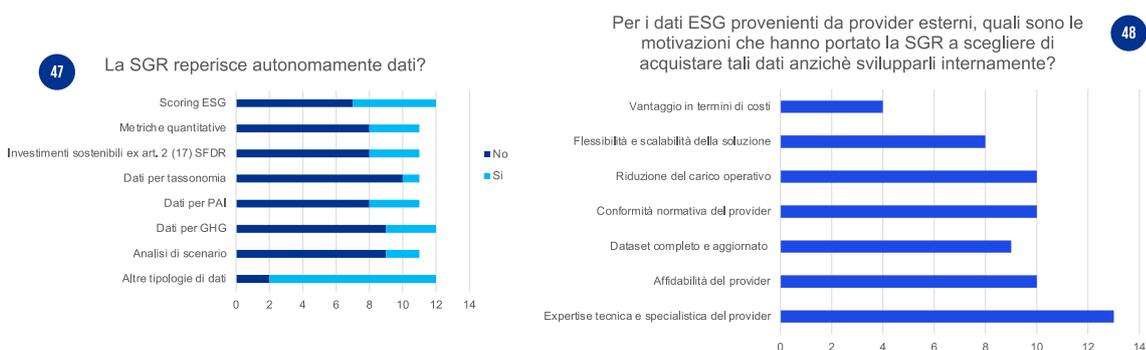
Le SGR si avvalgono di diversi provider esterni per il supporto ESG, tra cui MSCI, Sustainalytics, Refinitiv, e ISS, principalmente per lo scoring ESG, dati per la tassonomia, analisi di scenario e dati sulle emissioni GHG. Alcuni utilizzano anche strumenti di scenario e metriche quantitative avanzate;

▪ **Principali provider ESG**

I provider più citati includono MSCI, Refinitiv, Sustainalytics e ISS. Altri, come Main Street Partners e Confluence StatPro, vengono utilizzati in modo più residuale.

In sintesi, la gestione del rischio ESG è un'attività condivisa tra varie funzioni aziendali, con un uso significativo di dati e analisi forniti da provider esterni, essenziali per una valutazione ESG completa e rigorosa.

**Figura 5.18: Organizzazione del Risk Management in ambito ESG – Parte 2**



Fonte: Survey.

## ▪ Raccolta autonoma dei dati ESG

Le SGR raccolgono autonomamente dati relativi a metriche quantitative, scoring ESG, investimenti sostenibili (ex art. 2 SFDR), dati per la tassonomia, PAI (Principal Adverse Impacts), emissioni GHG e analisi di scenario. Tuttavia, per alcune tipologie di dati, si fa ampio uso di provider esterni per garantire la qualità e completezza delle informazioni;

## ▪ Motivazioni per l'utilizzo di provider esterni

Le principali ragioni che spingono le SGR a ricorrere a provider esterni invece di sviluppare internamente i dati includono:

- Expertise tecnica e specialistica dei provider;
- Affidabilità e reputazione consolidata dei fornitori di dati;
- Dataset completi e aggiornati che garantiscono un'ampia copertura informativa;
- Conformità normativa, poiché i provider rispettano gli standard regolamentari richiesti;
- Riduzione del carico operativo, poiché affidarsi a fornitori esterni semplifica la gestione interna;
- Flessibilità e scalabilità, con soluzioni facilmente adattabili alle esigenze della SGR;
- Vantaggi di costo, quando confrontati con lo sviluppo e mantenimento di sistemi interni di raccolta dati.

In sintesi, le SGR bilanciano l'autonomia nella raccolta dati con l'uso di provider esterni per garantire affidabilità, compliance normativa e scalabilità.

### Figura 5.19: Organizzazione del Risk Management in ambito ESG – Parte 3

<b>49</b>	<b>Com'è strutturato il processo di data governance e data validation in ambito ESG all'interno della SGR?</b>
	Esistono check di data quality sia sui dati ricevuti dai fornitori esterni che sui dati prodotti internamente.
	Al momento il processo non è formalizzato. Le risultanze dell'utilizzo dei dati ESG sono esaminate criticamente da più funzioni in ottica qualitativa.
	I dati vengono acquisiti dall'ufficio Risk Management, che predispone dei controlli qualitativi a campione e quantitativi su tutti i dati.
	Il Risk Management effettua su tutti i dati acquisiti dai provider esterni un controllo quantitativo e, su alcuni dati a campione, un controllo qualitativo.
	Il sistema di Data Governance è formalizzato da regolamenti e linee-guida che descrivono gli ambiti di attività e di responsabilità svolti dai vari uffici in merito alla gestione dei dati utilizzati per le attività di competenza. Il processo prevede che le attività di data governance sui dati provenienti dall'esterno vengano svolte all'interno dell'ICT mentre per quelle di data validation è stato adottato un modello decentralizzato, in cui la responsabilità del dato è attribuita alle diverse strutture in funzione del contesto funzionale.
	Attività centralizzata a livello di Gruppo. La funzione ESG Method & Solutions è responsabile del mantenimento della qualità delle basi data e della selezione dei data provider
	provider fornisce ad IT i dati che li integra in server. si applicano controlli di data quality tecnici e di business
	Le attività di data governance sono in carico ad un ufficio dedicato
	controlli di primo e secondo livello
	La Data Governance avviene secondo la metodologia della capogruppo, attraverso Aree Informative presidiate dai Data Owner, Data Manager a loro volta supportati dai team operativi

Fonte: Survey.

Dalla survey emergono alcuni spunti di come viene strutturato il processo di data governance e data validation in ambito ESG all'interno delle SGR:

▪ **Controlli sulla qualità dei dati**

Sono previsti check di qualità sia per i dati provenienti da fornitori esterni sia per quelli raccolti internamente. I controlli includono verifiche quantitative e qualitative, spesso a campione, per garantire l'affidabilità delle informazioni;

▪ **Responsabilità distribuita**

Il processo di data governance è formalizzato attraverso regolamenti e linee guida che definiscono compiti e responsabilità dei vari uffici. Il modello adottato è decentralizzato: la responsabilità della qualità dei dati è attribuita a diverse funzioni aziendali, ciascuna delle quali gestisce le attività di competenza;

▪ **Controlli su più livelli**

Vengono eseguiti controlli di primo e secondo livello per monitorare la qualità dei dati. I dati acquisiti dai provider sono soggetti a controlli da parte del Risk Management e dell'IT, che applicano sia verifiche tecniche che di business;

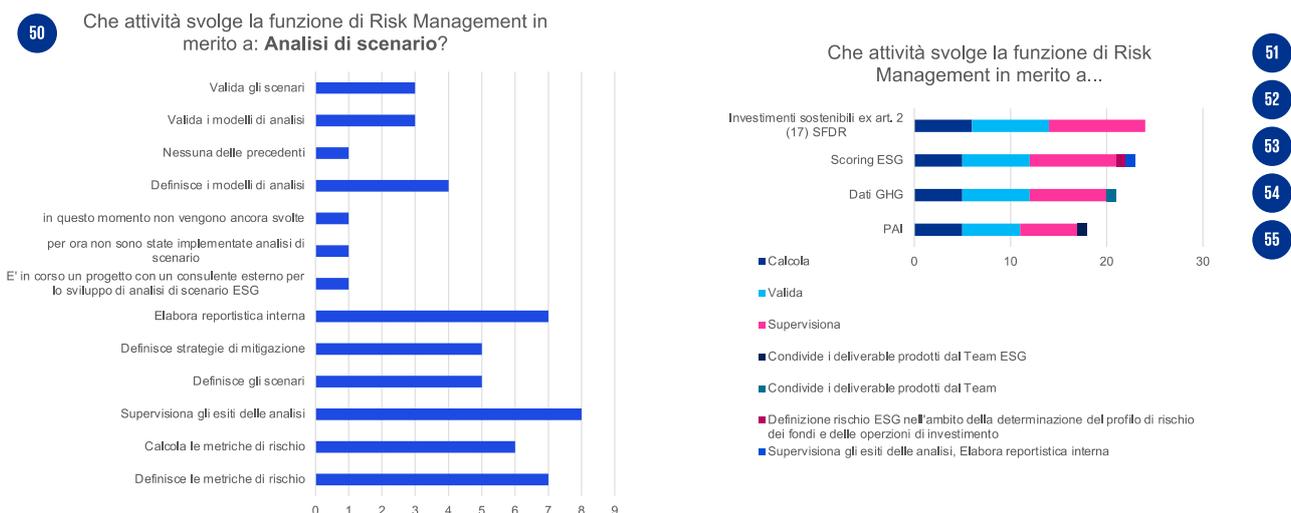
▪ **Ruolo della struttura ICT**

Le attività di gestione dei dati provenienti dall'esterno vengono svolte dall'ICT, mentre per la data validation si adottano pratiche di competenza delle varie funzioni aziendali;

▪ **Coordinamento a livello di gruppo**

La funzione ESG Method & Solutions mantiene la supervisione generale sulla qualità delle basi dati e sulla selezione dei data provider, coordinando l'integrazione dei dati all'interno del sistema aziendale;

**Figura 5.20: Ruolo del Risk Management in ambito ESG – Parte 1**



Fonte: Survey.

Dai grafici presentati emergono i seguenti punti riguardanti il ruolo del Risk Management in ambito ESG:

▪ **Analisi di Scenario (Grafico 50)**

Le attività principali includono la definizione e validazione dei modelli di analisi, nonché l'elaborazione della reportistica interna. Il Risk Management si occupa di calcolare le metriche di rischio, definire gli scenari e le strategie di mitigazione. È in corso lo sviluppo di un progetto per l'analisi di scenario ESG con il supporto di consulenti esterni. L'assenza di attività per alcune organizzazioni indica che l'implementazione delle analisi di scenario è ancora in fase iniziale;

▪ **Altre Attività in ambito ESG (Grafico 51-55)**

Il Risk Management svolge funzioni di calcolo, validazione e supervisione delle metriche ESG relative a investimenti sostenibili (SFDR art. 2), scoring ESG, dati sulle emissioni di gas serra (GHG) e PAI. Le attività di validazione e supervisione prevalgono rispetto al solo calcolo, indicando un approccio orientato al controllo e alla verifica piuttosto che alla semplice misurazione dei dati ESG. Alcuni team svolgono anche la funzione di condividere e comunicare i deliverable dei prodotti ESG all'interno dell'organizzazione, sottolineando un ruolo importante nella diffusione delle informazioni e nella conformità normativa.

Queste attività confermano che il Risk Management è frequentemente coinvolto in tutte le fasi del processo di gestione dei rischi ESG, dal calcolo delle metriche alla supervisione delle strategie, supportando l'integrazione dei fattori ESG nel framework di gestione del rischio aziendale.

**Figura 5.21: Ruolo del Risk Management in ambito ESG – Parte 2**



Fonte: Survey.

▪ **Processo di Investimento (Grafico 56)**

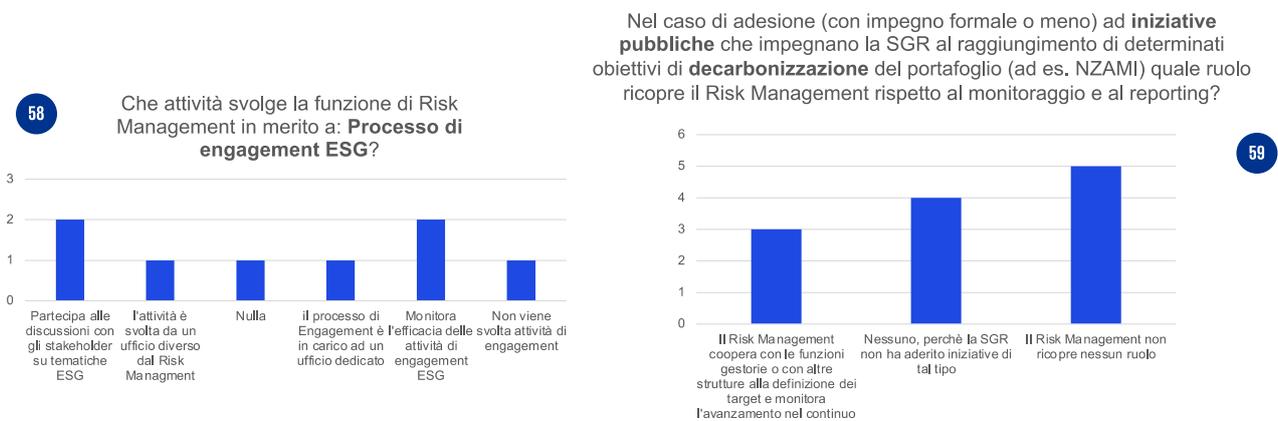
Il Risk Management ha un ruolo cruciale nella definizione del rischio ESG per determinare i profili di rischio dei fondi e delle operazioni di investimento. Effettua attività di controllo di secondo livello sui limiti, propone e approva limitazioni, e realizza reporting a livello di Direzione e CdA. Questo indica un'integrazione profonda dei rischi ESG nel processo decisionale e di monitoraggio delle attività di investimento;

▪ **Processo di Product Governance (Grafico 57)**

Le attività principali includono il monitoraggio della conformità alle normative ESG, il reporting sui rischi di sostenibilità a livello direzionale, e la progettazione di strategie di mitigazione dei rischi di sostenibilità. Viene effettuata la valutazione dei rischi climatici, il calcolo di indicatori di sostenibilità per la documentazione ufficiale, e la validazione delle politiche di sostenibilità dei prodotti, dimostrando un approccio sistematico alla gestione dei rischi ESG in tutta l'organizzazione.

Questi grafici evidenziano un approccio strutturato e proattivo del Risk Management nella gestione dei rischi ESG, con un forte focus sia sulla conformità normativa che sull'integrazione di tali rischi nelle pratiche di governance dei prodotti e nei processi di investimento.

**Figura 5.22: Ruolo del Risk Management in ambito ESG – Parte 3**



Fonte: Survey.

Dal grafico relativo al Processo di Engagement ESG (Grafico 58), emergono le seguenti osservazioni:

▪ **Coinvolgimento e Monitoraggio**

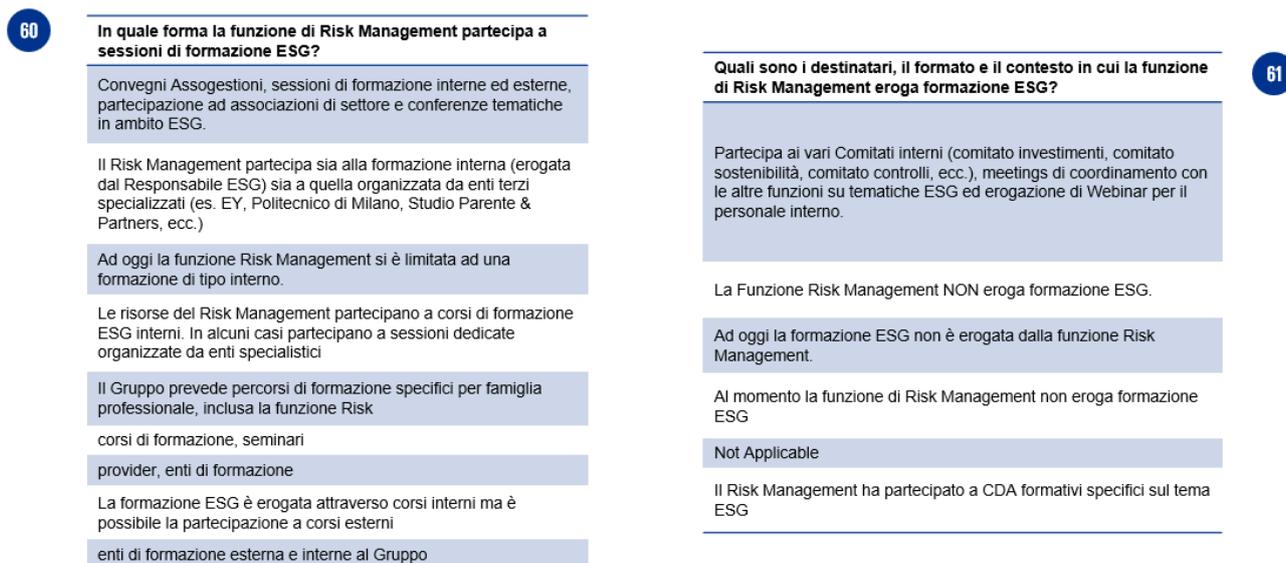
Il Risk Management partecipa alle discussioni con gli stakeholder su tematiche ESG e monitora l'efficacia delle attività di engagement. Questo dimostra un coinvolgimento attivo nel dialogo e nella valutazione dell'impatto delle iniziative ESG, sebbene l'attività non sia sempre in capo a questa funzione;

▪ **Ruolo rispetto alle Iniziative Pubbliche di Decarbonizzazione (Grafico 59)**

In molti casi, il Risk Management non assume un ruolo specifico o la SGR non ha aderito formalmente a tali iniziative. Tuttavia, quando presente, il Risk Management coopera con le funzioni gestorie per monitorare i target di decarbonizzazione e l'avanzamento dei risultati.

Queste evidenze suggeriscono che il ruolo del Risk Management in tema di engagement e iniziative di sostenibilità varia a seconda della struttura organizzativa e dell'impegno formale della SGR in tali attività.

**Figura 5.23: Ruolo del Risk Management in ambito ESG – Parte 4**



Fonte: Survey.

Dal grafico relativo alla formazione ESG del Risk Management (Grafici 60 e 61), emergono le seguenti osservazioni:

▪ **Partecipazione alla Formazione ESG (Grafico 60)**

Il Risk Management partecipa sia alla formazione interna sia a sessioni esterne organizzate da enti specialistici, dimostrando un impegno a migliorare le competenze in ambito ESG. La formazione si svolge principalmente attraverso convegni, seminari e corsi dedicati. La partecipazione è prevalentemente di tipo informativo e aggiornamento delle conoscenze;

▪ **Erogazione della Formazione (Grafico 61)**

Attualmente, il Risk Management non eroga formazione ESG in modo diretto, indicando che questa funzione è più orientata a partecipare a corsi organizzati da altre strutture piuttosto che a sviluppare autonomamente percorsi formativi. Le risorse del Risk Management sono comunque coinvolte in comitati interni e meeting su tematiche ESG, dove possono ricevere informazioni e aggiornamenti rilevanti.

Questi dati suggeriscono che la funzione di Risk Management è attivamente impegnata nella formazione ESG ma con un focus principalmente su apprendimento esterno e partecipazione a iniziative organizzate da terzi.

## ACRONIMI

- ABC: Anti-Bribery & Corruption
- AGCM: Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato
- AIFMD: Alternative Investment Fund Managers Directive
- AIFMs: Alternative Investment Fund Managers
- AMA: Advanced Measurement Approaches
- AMC: Asset Management Company
- ACMC: American Copper Mining Company
- ANIA: Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici
- ASA: Advertising Standards Authority
- ATECO: Attività Economiche
- AuM: Assets Under Management
- BCE: Banca Centrale Europea
- Bdl: Banca d'Italia
- BI: Business Intelligence
- BIA: Basic Indicator Approach
- CAPM: Capital Asset Pricing Model
- CDA: Consiglio di Amministrazione
- CDP: Carbon Disclosure Project
- CEO: Chief Executive Officer
- CFA: Chartered Financial Analyst
- CLS: Continuous Linked Settlement
- CNDCEC: Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili
- COM: Commissione
- CONSOB: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
- COP: Conferenza delle Parti
- CRD: Capital Requirements Directive
- CRO: Chief Risk Officer
- CSR: Corporate Social Responsibility
- CSRD: Corporate Sustainability Reporting Directive
- CTB: Climate Transition Benchmark
- MEF: Ministero dell'Economia e delle Finanze
- DORA: Digital Operational Resilience Act
- EBA: European Banking Authority
- EBIT: Earnings Before Interest and Taxes
- EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
- EET: European ESG Template
- EFRAG: European Financial Reporting Advisory Group

- EGM: European Growth Market
- EIOPA: European Insurance and Occupational Pensions Authority
- ELTIF: European Long-Term Investment Fund
- ERM: Enterprise Risk Management
- ESA: European Supervisory Authorities
- ESG: Environmental, Social, Governance
- ESMA: European Securities and Markets Authority
- ESRS: European Sustainability Reporting Standards
- EU ETS: European Union Emissions Trading Scheme
- EUA: European Union Allowances
- EuGB: European Green Bond
- EuSEF: European Social Entrepreneurship Funds
- EuVECA: European Venture Capital Funds
- FCM: Futures Commission Merchant
- FIA: Fondi di Investimento Alternativi
- FTE: Full-Time Equivalent
- G20: Group of Twenty
- GEFIA: Gestori di Fondi di Investimento Alternativi
- GHG: Greenhouse Gases
- GICS: Global Industry Classification Standard
- GRI: Global Reporting Initiative
- GSIA: Global Sustainable Investment Alliance
- GU: Gazzetta Ufficiale
- GUCE: Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea
- HSBC: Hongkong and Shanghai Banking Corporation
- IC: Indice di Concentrazione
- ICAAP: Internal Capital Adequacy Assessment Process
- ICT: Information and Communication Technologies
- ILAAP: Internal Liquidity Adequacy Assessment Process
- IMEL: Istituti di Moneta Elettronica
- ISIN: International Securities Identification Number
- ISO: International Organization for Standardization
- ISS: Institutional Shareholder Services
- IT: Information Technology
- KPI: Key Performance Indicator
- KRI: Key Risk Indicator
- KWH: kilowattora
- LCR: Liquidity Coverage Ratio
- LOF: Local Outlier Factor

- LSME: Large and Small and Medium-sized Enterprises
- LST: Liquidity Stress Test
- M3: Metri cubi
- MiFID: Markets in Financial Instruments Directive
- MSCI: Morgan Stanley Capital International
- N/A: Not Applicable
- NACE: Nomenclature of Economic Activities
- NFR: Non-Financial Reporting
- NFRD: Non-Financial Reporting Directive
- NGO: Non-Governmental Organization
- NZAMI: Net Zero Asset Managers Initiative
- OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico
- OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development
- OICR: Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio
- OICVM: Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari
- OTC: Over-The-Counter
- PAB: Paris-Aligned Benchmark
- PAI: Principal Adverse Impacts
- Piano di Risanamento BRRD: Bank Recovery and Resolution Directive
- PIL: Prodotto Interno Lordo
- PMI: Piccole e Medie Imprese
- PD: Probabilità di Default
- PP: Position Paper
- PRI: Principle for Responsible Investment
- PV: Patrimonio di Vigilanza
- Q&A: Questions and Answers
- RAF: Risk Appetite Framework
- Regolamentazione Prudenziale IFR: Investment Firm Regulation
- Regolamento CRR: Capital Requirements Regulation
- RGCR: Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio
- Risoluzione delle Nazioni Unite A/RES/70/1: Resolution
- RSA: Risk Self-Assessment
- RTS: Regulatory Technical Standards
- S&P: Standard & Poor's
- SASB: Sustainability Accounting Standards Board
- SBTi: Science Based Target initiative
- SDG: Sustainable Development Goals
- SFDR: Sustainable Finance Disclosure Regulation
- SGR: Società di Gestione del Risparmio

- SICAF: Società di Investimento a Capitale Fisso
- SICAV: Società di Investimento a Capitale Variabile
- SIM: Società di Intermediazione Mobiliare
- SIS: Società di Investimento Semplici
- SREP: Supervisory Review and Evaluation Process
- SRI: Socially Responsible Investing
- SSM: Single Supervisory Mechanism
- TCFD: Task Force on Climate-related Financial Disclosures
- TEV: Tracking Error Volatility
- TSA: Standardized Approach
- TUB: Testo Unico Bancario
- TUF: Testo Unico della Finanza
- UCITS: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
- VaR: Value at Risk

# BIBLIOGRAFIA

## Capitolo 1

1. **Banca d'Italia**, 2024, ottobre, "Intermediari", <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/index.html?dotcache=refresh>
2. **Bevilacqua M., Spagnuolo C.**, 2024, luglio, "I nuovi intermediari autorizzati nel 2021-2023: tendenze e modelli innovativi", in Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, n. 40, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-stabilita/2024-0040/Note-stabilita-finanziaria-e-vigilanza-n-40-ITA.pdf>
3. **Costa D., Gentile M., Linciano N.**, 2022, novembre, "Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB", in CONSOB, Collana "Finanza sostenibile", <https://www.consob.it/documents/1912911/1972319/fs3.pdf/6b7beb4d-28a4-5f9b-d0d8-36989a4e40b8>
4. **Banca d'Italia**, 2022, aprile, "Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali", <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/aspettative-di-vigilanza-sui-rischi-climatici-e-ambientali/>
5. **Italia, Decreto Legislativo n. 58**, 24 febbraio 1998, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), con riferimento agli articoli 5, comma 2; 6, comma 1; 13; 33 (ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52); 35 per le SGR; e 35-ter per SICAV e SICAF, <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:1998;058>
6. **Unione Europea, Direttiva 2009/65/CE**, 13 luglio 2009, Direttiva relativa all'organizzazione e alla gestione dei fondi di investimento collettivo in valori mobiliari (UCITS), con riferimento agli articoli 7, paragrafo 1 e 10, 84, paragrafo 1, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02009L0065-20190101>
7. **Unione Europea, Direttiva 2011/61/UE**, 8 giugno 2011, "Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFM)", Articolo 9, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32011L0061>
8. **Unione Europea, Regolamento (UE) n. 2015/760**, 29 aprile 2015, "Regolamento relativo agli European Long-Term Investment Funds (ELTIF)", <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32015R0760>
9. **Unione Europea, Regolamento (UE) n. 345/2013**, 17 aprile 2013, "Regolamento relativo ai fondi di investimento in capitali di rischio (EuVECA)", articolo 10, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32013R0345>
10. **Unione Europea, Regolamento (UE) n. 346/2013**, 17 aprile 2013, "Regolamento relativo ai fondi di investimento in infrastrutture (EuINF)", articolo 11, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32013R0346>
11. **Unione Europea, Regolamento (UE) n. 2017/1131**, 14 giugno 2017, "Regolamento relativo i fondi monetari", <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32017R1131>

12. **Italia, Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), Decreto 5 marzo 2015**, n. 30, "Regolamento recante la disciplina delle modalità di utilizzo del risparmio raccolto per l'acquisto di beni materiali", articolo 4, <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:ministero.economia.e.finanze:decreto:2015-03-05;30!vig=>
13. **Banca d'Italia, Regolamento 5 dicembre 2019**, "Regolamento di attuazione degli articoli 4-undecies e 6, comma 1, lettere b) e c-bis), del TUF", art. 34 comma 1, 16, 46, 49, [https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/regolamenti/20191205/regolamento\\_mifid\\_2\\_autenticato.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/regolamenti/20191205/regolamento_mifid_2_autenticato.pdf)
14. **Italia, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)**, Provvedimento 19 gennaio 2015, Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (RGCR), Titolo II, Capitolo V, Sezione II e Sezione III (paragrafi 1-4), Titolo III, Capitolo II, Titolo VII, Capitolo 1, Sezione III, Allegato II.5.1, <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/regolamenti/20120508/REG-19GEN2015.pdf>
15. **Unione Europea, Regolamento (UE) n. 231/2013**, 19 dicembre 2012, "Regolamento che stabilisce misure di attuazione della Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFM)", Capo 2, Sezione 3 (articoli 12-15), articoli 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48 e 49, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32013R0231>
16. **Banca d'Italia, Provvedimento 17 novembre 2022**, "Il bilancio degli intermediari IFRS diversi dagli intermediari bancari", <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/bil-int-non/BILANCIO-ALTRI-INTERMEDIARI-IFRS.pdf>
17. **Unione Europea, Regolamento (UE) n. 575/2013**, 26 giugno 2013, "Regolamento sul capitale delle banche e degli intermediari finanziari (CRR)", articolo 106 del Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n. 385 ("TUB"), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32013R0575>
18. **Unione Europea, Regolamento (UE) n. 2033/2019**, 27 novembre 2019, "Regolamento sulle imprese di investimento" (IFR), [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2019.314.01.0001.01.ITA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2019.314.01.0001.01.ITA)
19. **Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo e del Consiglio**, del 14 dicembre 2022, relativo alla resilienza operativa digitale nel settore dei servizi finanziari (DORA), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32022R2554>
20. **Regolamento (UE) n. 565/2017**, 22 giugno 2017, "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio", Titolo V, Capitolo III, Sezione I, Par. 5, articolo 23, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32017R0565>
21. **Unione Europea, Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio**, 27 novembre 2019, "Regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari", [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2019.317.01.0001.01.ITA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2019.317.01.0001.01.ITA)
22. **Unione Europea, Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio**, 18 giugno 2020, "Regolamento relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili", [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?toc=OJ%3AL%3A2020%3A198%3ATOC&uri=uriserv%3AOJ.L\\_.2020.198.01.0013.01.ITA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?toc=OJ%3AL%3A2020%3A198%3ATOC&uri=uriserv%3AOJ.L_.2020.198.01.0013.01.ITA)

23. **Unione Europea, Regolamento Delegato (UE) 2021/1253 della Commissione**, 21 aprile 2021, "*Regolamento relativo all'integrazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti da parte delle imprese di investimento*", <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32021R1253>
24. **Unione Europea, Regolamento Delegato (UE) 2021/1269 della Commissione**, 21 aprile 2021, "*Regolamento relativo all'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di governance dei prodotti*", <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32021L1269>
25. **Unione Europea, Regolamento Delegato (UE) 2022/1288 della Commissione**, 6 aprile 2022, "*Regolamento che stabilisce le norme tecniche di regolamentazione riguardanti il contenuto e la presentazione delle informazioni nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche*", <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32022R1288>
26. **Unione Europea, Direttiva 2010/43/UE della Commissione Europea**, 1° luglio 2010, "*Direttiva che stabilisce norme di attuazione per quanto riguarda l'organizzazione, la governance e la gestione del rischio dei gestori di OICVM*", articolo 3, comma 8, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32010L0043>
27. **European Securities and Markets Authority (ESMA), ESMA34-39-897**, emanato ai sensi dell'articolo 16, paragrafo 1, del regolamento ESMA, <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-liquidity-stress-testing-in-ucits-and-aifs>
28. **Banca d'Italia, Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio**, 2024, marzo, Titolo V, Capitolo III, Sez. I, par. 5, "*Sistema di gestione dei rischi degli OICR*", <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/regolamenti/20120508/Regolamento-sulla-gestione-collettiva-del-risparmio-versione-integrale-al-5-aggiornamento.pdf>

## Capitolo 2

1. **Nazioni Unite**, 2015, settembre, "*Resolution A/RES/70/1: Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*", <https://documents.un.org/doc/undoc/gen/n15/291/89/pdf/n1529189.pdf>
2. **Commissione Europea**, 2016, novembre, "*COM(2016) 739 final: Il futuro sostenibile dell'Europa: prossime tappe L'azione europea a favore della sostenibilità*", <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=COM%3A2016%3A739%3AFIN>
3. **Consiglio dell'Unione Europea**, 2017, giugno, "*A sustainable European future: The EU response to the 2030 Agenda for Sustainable Development*", <https://www.consilium.europa.eu/media/23989/st10370-en17.pdf>
4. **Nazioni Unite**, 2015, Dicembre, "*Paris Agreement adopted under the United Nations Framework Convention on Climate Change*", <https://unfccc.int/resource/docs/2015/cop21/eng/l09r01.pdf>
5. **Unione Europea**, 2016, ottobre, "*European Union approval of the Paris Agreement*", <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016D1841>
6. **Commissione Europea**, 2018, marzo, "*Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (COM/2018/097 final)*", <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>
7. **Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio**, 27 novembre 2019, "*Informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Regolamento SFDR)*", Art. 2, punto 22 e 24, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2019.317.01.0001.01.ITA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2019.317.01.0001.01.ITA)
8. **Parlamento Europeo (2019/2930(RSP))**, 28 novembre 2019, "*Emergenza climatica e ambientale*", <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52019IP0078%2801%29>
9. **Commissione Europea (COM/2019/640 final)**, 11 dicembre 2019, "*Il Green Deal Europeo*", <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2019%3A640%3AFIN>
10. **Unione Europea, Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio**, 18 giugno 2020, "*Istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088*", [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?toc=OJ%3AL%3A2020%3A198%3ATOC&uri=uriserv%3AOJ.L\\_.2020.198.01.0013.01.ITA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?toc=OJ%3AL%3A2020%3A198%3ATOC&uri=uriserv%3AOJ.L_.2020.198.01.0013.01.ITA)
11. **Unione Europea, Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio**, 20 giugno 2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32021R1119>
12. **Unione Europea, Regolamento (UE) 2024/3005 del Parlamento europeo e del Consiglio** del 27 novembre 2024 sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance (ESG), che modifica il regolamento (UE) 2019/2088 e (UE) 2023/2859, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=OJ:L\\_202403005](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202403005)

13. **Unione Europea, Regolamento delegato (UE) 2022/1288 della Commissione**, 6 aprile 2022, *“Integra il regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio «non arrecare un danno significativo», che specificano il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità, nonché il contenuto e la presentazione delle informazioni relative alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche”*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32022R1288>
14. **Unione Europea, Regolamento (UE) 2024/ ... del Parlamento europeo e del Consiglio**, *“sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance (ESG), che modifica il regolamento (UE) 2019/2088 e (UE) 2023/2859”*, <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/PE-43-2024-INIT/it/pdf>
15. **Unione Europea, Comunicazione della Commissione Europea**, 16 giugno 2023, *“Comunicazione sull'interpretazione e sull'attuazione di talune disposizioni giuridiche di cui al regolamento sulla tassonomia dell'UE e sui collegamenti con il regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (2023/C 211/01)”*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=OJ:C:2023:211:FULL>
16. **Autorità di Vigilanza Europee (ESAs)**, 2024, *“Opinione congiunta delle autorità di vigilanza europee sulla valutazione del Regolamento sulla divulgazione della finanza sostenibile (SFDR) (JC 2024 06)”*, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/JC\\_2024\\_06\\_Joint\\_ESAs\\_Opinion\\_on\\_SFDR.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/JC_2024_06_Joint_ESAs_Opinion_on_SFDR.pdf)
17. **Unione Europea, Direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione Europea**, 7 aprile 2016, *“Integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari (Direttiva MIFID II)”*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:32017L0593>
18. **Unione Europea, Direttiva delegata (UE) 2021/1269 della Commissione Europea**, 21 aprile 2021, *“Modifica la direttiva delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di governance dei prodotti”*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:32021L1269>
19. **Unione Europea, Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione Europea**, 21 aprile 2021, *“Modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento”*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:32021R1253>
20. **Unione Europea, Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione Europea**, 25 aprile 2016, *“Integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva”*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32017R0565>

21. **Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)**, 3 aprile 2023, *“Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II (ESMA35-43-3172)”*, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172\\_Guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_the\\_MiFID\\_II\\_suitability\\_requirements\\_IT.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements_IT.pdf)
22. **Unione Europea, Direttiva Delegata (UE) 2021/1270 della Commissione Europea**, 21 aprile 2021, *“modifica la direttiva 2010/43/UE per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui tenere conto per gli organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)”*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32021L1270>
23. **Unione Europea, Regolamento Delegato (UE) 2021/1255 della Commissione Europea**, 21 aprile 2021, *“Modifica il regolamento delegato (UE) n. 231/2013 per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui i gestori di fondi di investimento alternativi devono tenere conto”*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32021R1255>
24. **Unione Europea, Direttiva 2010/43/UE della Commissione Europea**, 1° luglio 2010, *“attua la direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi, i conflitti di interesse, le regole di condotta, la gestione del rischio e il contenuto dell’accordo tra il depositario e la società di gestione”*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32010L0043>
25. **Unione Europea, Regolamento (UE) n. 231/2013**, 19 dicembre 2012, *“Regolamento che stabilisce misure di attuazione della Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFM)”*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32013R0231>
26. **Unione Europea, Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio**, 27 novembre 2019, *“Regolamento relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari”*, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2019.317.01.0001.01.ITA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2019.317.01.0001.01.ITA)
27. **Unione Europea, Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo e del Consiglio**, 27 novembre 2019, *“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/?uri=CELEX:32019R2089>
28. **Unione Europea, Regolamento (UE) 2016/2011 del Parlamento Europeo e del Consiglio**, 8 giugno 2016, *“indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari, o per misurare la performance di fondi di investimento. Questo regolamento modifica le direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE e il regolamento (UE) n. 596/2014”*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32016R1011>
29. **Unione Europea, Decisione (UE) 2016/1841 del Consiglio**, 5 ottobre 2016, *“conclusione, a nome dell’Unione europea, dell’Accordo di Parigi adottato nell’ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici”*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32016D1841>
30. **Unione Europea, Regolamento Delegato (UE) 2020/1816 della Commissione Europea**, 17 luglio 2020, *“integra il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda la spiegazione nella dichiarazione sull’indice di riferimento del modo in cui i fattori ambientali, sociali e di governance si riflettono in ciascun indice di riferimento fornito e pubblicato”*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020R1816>

31. **Unione Europea, Regolamento Delegato (UE) 2020/1817 della Commissione Europea**, 17 luglio 2020, “integra il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda il contenuto minimo della spiegazione del modo in cui i fattori ambientali, sociali e di governance si riflettono nella metodologia degli indici di riferimento”, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2020.406.01.0012.01.ITA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2020.406.01.0012.01.ITA)
32. **Unione Europea, Regolamento Delegato (UE) 2020/1818 della Commissione Europea**, 17 luglio 2020, “integra il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda le norme minime per gli indici di riferimento UE di transizione climatica e per gli indici di riferimento UE allineati con l’accordo di Parigi”, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2020.406.01.0017.01.ITA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2020.406.01.0017.01.ITA)
33. **Banca d’Italia**, 2023, dicembre, “*Piani d’azione degli intermediari non bancari in merito all’integrazione dei rischi climatici e ambientali nei processi aziendali: principali evidenze e buone prassi*”, <https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/02-Piani-di-azione-INB.pdf>
34. **Banca d’Italia**, 2023, dicembre, “*Piani d’azione sull’integrazione dei rischi climatici e ambientali nei processi aziendali delle LSI: principali evidenze e buone prassi*”, <https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/01-Piani-di-azione-LSI.pdf>
35. **Unione Europea, Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo e del Consiglio**, 14 dicembre 2022, “modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità”, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?toc=OJ%3AL%3A2022%3A322%3ATOC&uri=uriserv%3AOJ.L\\_.2022.322.01.0015.01.ITA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?toc=OJ%3AL%3A2022%3A322%3ATOC&uri=uriserv%3AOJ.L_.2022.322.01.0015.01.ITA)
36. **Unione Europea, Direttiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio**, 22 ottobre 2014, “modifica la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la divulgazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di determinate grandi imprese e gruppi”, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0095>
37. **Unione Europea, Regolamento Delegato (UE) 2023/2772 della Commissione Europea**, 31 luglio 2023, “integra la direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i principi di rendicontazione di sostenibilità”, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=OJ:L\\_202302772](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=OJ:L_202302772)
38. **Unione Europea, Regolamento di Esecuzione (UE) 2022/2453 della Commissione Europea**, 30 novembre 2022, “modifica le norme tecniche di attuazione stabilite dal regolamento di esecuzione (UE) 2021/637 per quanto riguarda l’informativa sui rischi ambientali, sociali e di governance”, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?toc=OJ%3AL%3A2022%3A324%3ATOC&uri=uriserv%3AOJ.L\\_.2022.324.01.0001.01.ITA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?toc=OJ%3AL%3A2022%3A324%3ATOC&uri=uriserv%3AOJ.L_.2022.324.01.0001.01.ITA)
39. **Unione Europea, Direttiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio**, 26 giugno 2013, “bilanci d’esercizio, i bilanci consolidati e le relazioni di talune tipologie di imprese. Essa modifica la direttiva 2006/43/CE e abroga le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE”, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32013L0034>

40. **Unione Europea, Regolamento di Esecuzione (UE) 2021/637 della Commissione Europea**, 15 marzo 2021, “stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda la pubblicazione da parte degli enti delle informazioni di cui alla parte otto, titoli II e III, del regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio. Questo regolamento abroga il regolamento di esecuzione (UE) n. 1423/2013, il regolamento delegato (UE) 2015/1555, il regolamento di esecuzione (UE) 2016/200 e il regolamento delegato (UE) 2017/2295”, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?toc=OJ%3AL%3A2021%3A136%3ATOC&uri=uriserv%3AOJ.L\\_.2021.136.01.0001.01.ITA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?toc=OJ%3AL%3A2021%3A136%3ATOC&uri=uriserv%3AOJ.L_.2021.136.01.0001.01.ITA)
41. **Italia, Decreto Legislativo n. 125**, 6 settembre 2024, “attua la direttiva 2022/2464/UE (Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD) riguardante la rendicontazione societaria di sostenibilità”, [https://www.gazzettaufficiale.it/atto/vediMenuHTML?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2024-09-10&atto.codiceRedazionale=24G00145&tipoSerie=serie\\_generale&tipoVigenza=originario](https://www.gazzettaufficiale.it/atto/vediMenuHTML?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2024-09-10&atto.codiceRedazionale=24G00145&tipoSerie=serie_generale&tipoVigenza=originario)
42. **Unione Europea, Direttiva (UE) 2024/1619 del Parlamento Europeo e del Consiglio**, 31 maggio 2024, “modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance”, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32024L1619>
43. **Unione Europea, Direttiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio**, 26 giugno 2013, “accesso all'attività degli enti creditizi e la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento. Essa modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE”, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32013L0036>
44. **Banca d'Italia**, 2022, aprile, “Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali”, [https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative\\_di\\_vigilanza\\_BI\\_su\\_ESG.pdf](https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative_di_vigilanza_BI_su_ESG.pdf)
45. **Banca Centrale Europea**, 2020, novembre, “Guida sui rischi climatici e ambientali: Guida sui rischi climatici e ambientali”, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.it.pdf>
46. **Financial Stability Board**, 2017, giugno, “Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, Final Report”, <https://www.fsb.org/uploads/P290617-5.pdf>
47. **E. Bernardini**, 2021, marzo, “Questioni di Economia e Finanza: Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile (Occasional Papers Numero 608)”, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2021-0608/index.html>
48. **European Banking Authority**, 23 giugno 2021, “EBA publishes its Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms”, <https://eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-publishes-its-report-management-and-supervision-esg-risks>
49. **Unione Europea, Regolamento (UE) n. 231/2013**, 19 dicembre 2012, "Regolamento che stabilisce misure di attuazione della Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFM)", <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32013R0231>
50. **Comitato Corporate Governance**, 2020, gennaio, “Codice di Corporate Governance”, <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>

51. **OECD**, 7 novembre 2024, "Corporate governance", <https://www.oecd.org/en/topics/corporate-governance.html>
52. **Banca Centrale Europea (ECB)**, 2020, novembre, "Guide on climate-related and environmental risks", [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Guide\\_on\\_climate-related\\_and\\_environmental\\_risks.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Guide_on_climate-related_and_environmental_risks.pdf)
53. **Banca Centrale Europea (ECB)**, 2022, novembre, "Good practices for climate-related and environmental Risk Management", [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Good\\_practices\\_for\\_climate-related\\_and\\_environmental\\_risk\\_management.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Good_practices_for_climate-related_and_environmental_risk_management.pdf)
54. **Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (BCBS)**, 2021, aprile, "Climate-related risk drivers and their transmission channels", <https://www.bis.org/bcbs/publ/d517.pdf>
55. **Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)**, 2022, "Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures", <https://www.fsb-tcfid.org/recommendations/>
56. **Organizzazione Internazionale delle Commissioni sui Titoli (IOSCO)**, 2021, "Report on Sustainability-related Issuer Disclosures Final Report", <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD683.pdf>
57. **Green Real Estate Sustainability Benchmark**, 2023, "Green Real Estate Sustainability Benchmark"
58. **United Nations Principles for Green Financing for Sustainable Real Estate, Infrastructure and Urban Transformation Projects**, 2023 (ECE/HBP/2023/3), Geneva <https://unece.org/isu/documents/2023/08/session-documents/principles-green-financing-sustainable-real-estate>

## Capitolo 3

1. **CFA Institute Research Foundation**, 2022, ottobre, “ESG Investment Outcomes, Performance Evaluation, and Attribution”, <https://rpc.cfainstitute.org/en/research/foundation/2022/esg-investment-outcomes-performance-evaluation-and-attribution>
2. **Roncalli, T.**, 2023, “Handbook of Sustainable Finance”, Université Paris-Saclay, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4277875](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4277875)
3. **Capelli, P., Ielasi, F., Russo, A.**, 2023, “Integrating ESG Risks into Value-at-Risk”, Finance Research Letters, Volume 55, Part A, <https://flore.unifi.it/handle/2158/1305479>
4. **Capelli, P., Ielasi, F., Russo, A.**, 2024, “Measuring ESG Risks in Multi-Asset Portfolios: Decomposing VaR\_ESG into CvaR\_ESG”, Finance Research Letters, Volume 66, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4642066](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4642066)
5. **Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., Pomorski, L.**, 2021, novembre, “Responsible Investing: The ESG-efficient Frontier”, Journal of Financial Economics, 142(2), 572-597, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X20302853?via%3Dihub>
6. **Banca d'Italia**, 2022, aprile, “Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali”, [Aspettative\\_di\\_vigilanza\\_BI\\_su\\_ESG.pdf \(bancaditalia.it\)](#)
7. Unione Europea, Regolamento delegato (UE) 2021/2178 della Commissione Europea, 6 luglio 2021, “che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio precisando il contenuto e la presentazione delle informazioni che le imprese soggette all’articolo 19 bis o all’articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE devono comunicare in merito alle attività economiche ecosostenibili e specificando la metodologia per conformarsi a tale obbligo di informativa (Testo rilevante ai fini del SEE)”, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32021R2178>
8. **Commissione Europea**, 2022, luglio, “Regolamento delegato (UE) 2022/1288 che integra il regolamento (UE) 2019/2088 per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio «non arrecare un danno significativo», che specificano il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità, nonché il contenuto e la presentazione delle informazioni relative alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche”, [Regolamento delegato - 2022/1288 - EN - EUR-Lex \(europa.eu\)](#)
9. **Commissione Europea**, 2023, giugno, “Comunicazione della Commissione sull'interpretazione e sull'attuazione di talune disposizioni giuridiche di cui al regolamento sulla tassonomia dell'UE e sui collegamenti con il regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari”, [EUR-Lex - 52023XC0616\(01\) - EN - EUR-Lex \(europa.eu\)](#)
10. **Commissione Europea**, 2023, luglio, “Regolamento Delegato (UE) 2023/2772 che integra la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda i principi di rendicontazione di sostenibilità”, [EUR-Lex - 02023R2772-20231222 - EN - EUR-Lex \(europa.eu\)](#)
11. **European Supervisory Authorities**, 2024, luglio, “Consolidated questions and answers (Q&A) on the SFDR (Regulation (EU) 2019/2088) and the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288)”, [JC 2023 18 - Consolidated JC SFDR QAs \(europa.eu\)](#)

12. **Ferri S., Tron A., Colantoni F., Savio R.**, 2023, "Sustainability Disclosure and IPO Performance: Exploring the Impact of ESG Reporting" *Sustainability* 15, no. 6: 5144. <https://doi.org/10.3390/su15065144>. Sustainability Disclosure and IPO Performance: Exploring the Impact of ESG Reporting (mdpi.com)
13. **Global Sustainable Investment Alliance**, 2022, "Global Sustainable Investment Review 2022". [GSIA-Report-2022.pdf \(gsi-alliance.org\)](#)
14. **Global Sustainable Investment Alliance**, 2012, "Global Sustainable Investment Review 2012". [2012-Global-Sustainable-Investment-Review.pdf \(gsi-alliance.org\)](#)
15. **He Z., Hu K., Li Z.**, 2023, "Drifting from the Sustainable Development Goal: Style Drift in ESG Funds", *Sustainability* 15, no. 16: 12472. <https://doi.org/10.3390/su151612472>.
16. **Parlamento Europeo e Consiglio**, 2013, giungo, "Direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio", [EUR-Lex - 02013L0034-20240528 - EN - EUR-Lex \(europa.eu\)](#)
17. **Parlamento Europeo e Consiglio**, 2019, novembre, "Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari", [Regulation - 2019/2088 - EN - sfdr - EUR-Lex \(europa.eu\)](#)
18. **Parlamento Europeo e Consiglio**, 2020, giugno, "Regolamento (UE) 2020/852 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088", [Regolamento - 2020/852 - EN - EUR-Lex \(europa.eu\)](#)
19. **Parlamento Europeo e Consiglio**, 2022, dicembre, "Direttiva (UE) 2022/2464 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità", [EUR-Lex - 02022L2464-20221216 - EN - EUR-Lex \(europa.eu\)](#)
20. **Presidente della Repubblica**, 2024, settembre, "Decreto Legislativo 6 settembre 2024, n. 125, Attuazione della direttiva 2022/2464/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022, recante modifica del regolamento 537/2014/UE, della direttiva 2004/109/CE, della direttiva 2006/43/CE e della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità", [Normativa - Export](#)
21. **Commissione Europea**, 2023, Giugno, "Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance (ESG) (COM/2023/314 final)", [EUR-Lex - 52023PC0314 - EN - EUR-Lex \(europa.eu\)](#)
22. **Singh M., Peters S.**, 2019, "The Case for Quarterly and Environmental, Social, and Governance Reporting", The CFA Institute: Charlottesville, VA, USA. [The Case for Quarterly and Environmental, Social, and Governance Reporting \(harvard.edu\)](#)
23. **Wong W.K., Teh B.H., Tan S.H.**, 2023, "The Influence of External Stakeholders on Environmental, Social, and Governance (ESG) Reporting: Toward a Conceptual Framework for ESG Disclosure. Foresight and STI Governance", 17(2), 9–20. [1\\_Wong\\_et\\_al\\_9\\_20.pdf \(mgimo.ru\)](#)

24. **Commissione Nazionale per le Società e la Borsa**, luglio 2024, “*Richiamo di attenzione n. 1/2024 del 25 luglio 2024 - L’adeguamento agli obblighi in materia di “finanza sostenibile” nella prestazione dei servizi di investimento*”. [Richiamo di attenzione n. 1/24 del 25 luglio 2024 - AREA PUBBLICA - CONSOB](#).
25. **Commissione Nazionale per le Società e la Borsa**, febbraio 2025, “*Richiamo di attenzione n. 1/2025 dell’11 febbraio 2025 - L’adeguamento agli obblighi in materia di “finanza sostenibile” da parte dei gestori*”. [Richiamo di attenzione n. 1/25 dell’11 febbraio 2025 - AREA PUBBLICA - CONSOB](#).
26. **Commissione Nazionale per le Società e la Borsa**, Bassi A., Lamandini M., Mollo G., Troisi A., Vella F., febbraio 2025, “*Greenwashing e tutela del consumatore per un’economia sostenibile*”, Quaderni giuridici, n. 33. [Quaderno Giuridico n. 33 - CONSOB](#).
27. **Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, RomTre**, giugno 2024, “*Rapporto Consob-Università RomaTre sulla relazione consulente-investitore*”, <https://www.consob.it/documents/11973/4322904/mirroring2024.pdf/d60db6fd-1605-eef1-06a3-dfa9bec978f5>
28. **Comporti C.**, giugno 2024, “*Relazione annuale dell’Organismo di vigilanza e tenuta dell’albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF) per l’anno 2023*”, Roma
29. **Elli S.**, luglio 2024, “*ESG e finanza. Alla svolta verde servono chiarezza e più ascolto all’industria*”, Il Sole24Ore
30. **Bagnato N.**, “*In arrivo la stretta UE sugli slogan verdi con il rischio di sanzioni*”, settembre 2024, Il Sole24Ore, sezione Rapporto Sviluppo Sostenibile
31. **Mak W., Vinelli A.**, “*Navigating Transition Finance: An Action List*”, <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/article/industry-research/transition-finance.pdf>
32. **Gehrig N.**, agosto 2024, “*CFA Institute Global Industry Standards Team Takes on ESG Fund Classification*”, <https://nam12.safelinks.protection.outlook.com/?url=https%3A%2F%2Frpc.cfainstitute.org%2Fen%2Fblogpage%23q%3Dc9b8f0be732427b2c27632a222b1ddf2e50fdc67c95fae39ea4873e882fe&data=05%7C02%7Ckaren.pickering%40cfainstitute.org%7C877e74d90c564803c76c08dcb56060fc%7C53a818f111e046388863b78b176399bd%7C1%7C0%7C638584672746372541%7CUnknown%7CTWFpbGZsb3d8eyJWljojMC4wLjAwMDAiLCJQIjoiV2luMzliLCJBTiI6Ikk1haWwiLCJXVCi6Mn0%3D%7C0%7C%7C%7C&sdata=dOxUh8XyL%2FPo2thOnT22m4nEewFfKWlq8ShdxMC4jca%3D&reserved=0>, <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/policy/public-statement-on-net-zero.pdf>
33. **European Banking Authority**, settembre 2024, *Final Report, Greenwashing monitoring and supervision* (EBA): <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-05/a12e5087-8fd2-451f-8005-6d45dc838ffd/Report%20on%20greenwashing%20monitoring%20and%20supervision.pdf>
34. **European Securities and Markets Authority**, maggio 2024, “*Final Report, Guidelines on funds’ name using ESG or sustainability-related terms*”, ESMA34-472-440. [ESMA34-472-440 Final Report on the Guidelines on funds’ names using ESG or sustainability-related terms](#)
35. **European Securities and Markets Authority**, agosto 2024, “*Orientamenti sull’utilizzo di termini ambientali, sociali e di governance o relativi alla sostenibilità nelle denominazioni dei fondi*”, ESMA 34-1592494965-657. [ESMA34-1592494965-657 Guidelines on funds names using ESG or sustainability related terms\\_IT](#)

36. **Consob**, ottobre 2024, “Avviso Consob del 29 ottobre 2024 in merito agli Orientamenti emanati dall’ESMA sull’utilizzo di termini ambientali, sociali e di governance o relativi alla sostenibilità nelle denominazioni dei fondi”. [https://www.consob.it/documents/d/asset-library-1912910/avviso\\_20241029](https://www.consob.it/documents/d/asset-library-1912910/avviso_20241029)
37. **Banca d’Italia**, ottobre 2024, “Nota n. 43 del 30 ottobre 2024 - Orientamenti dell’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) sull’utilizzo di termini ambientali, sociali e di governance o relativi alla sostenibilità nelle denominazioni dei fondi (ESMA34-1592494965-657)”. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/elenco-esa/note/Nota-43-del-30-ottobre-2024.pdf>
38. **European Insurance and Occupational Pensions Authority**, aprile 2024, “Opinion on sustainability claims and greenwashing in the insurance and pensions sectors”, EIOPA-BoS-24/160. [https://www.eiopa.europa.eu/document/download/0214c6aa-d3dc-4444-97e3-2088ff995eba\\_en?filename=Opinion%20on%20sustainability%20claims%20and%20greenwashing%20in%20the%20insurance%20and%20pensions%20sectors\\_PHI%20signature.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/document/download/0214c6aa-d3dc-4444-97e3-2088ff995eba_en?filename=Opinion%20on%20sustainability%20claims%20and%20greenwashing%20in%20the%20insurance%20and%20pensions%20sectors_PHI%20signature.pdf)
39. **Stocco F. M., Capraro A.**, giugno 2024, “Greenwashing: principi e regole di vigilanza per un’inversione di tendenza”, DB Alma LED (on line)
40. **Orsini R.**, agosto 2024, “Greenwashing, quanta pubblicità ingannevole in alcuni marchi “green””, Repubblica
41. **Stella A., Papa C.**, aprile 2024, “ESG: rating, indici e performance relativa”, AIAF (Associazione Italiana per l’Analisi Finanziaria) per il Salone del Risparmio
42. **Università Cattolica del Sacro Cuore**, marzo 2024, “I rating ESG: un confronto internazionale”, Milano, studio curato da FIN-GOV - Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance
43. **MSCI, Transition Investing**, novembre 2024, “ESMA Guidelines on fund naming rules with a focus on “Transition”-related term”, conferenza nell’ambito del SALONE SRI 19 novembre 2024. Ibidem MSCI’s Net-Zero Alignment Solutions
44. **Morningstar**, “How Anti-Greenwashing Rules Are Reshaping the ESG Fund Landscape”, conferenza nell’ambito del SALONE SRI 19 novembre 2024 a cura di Hortense Bioy, CFA, Head of Sustainable Investing Research
45. **Bussi C.**, settembre 2024, “Regole comuni e più vigilanza sui rating ESG nell’Unione”, Il Sole24Ore in Rapporto Sviluppo Sostenibile
46. **Valletta S.**, gennaio-aprile 2024, “Stress testing social and governance risks: the potential of ESG rating agencies”, Risk Management Magazine, Vol.19, Issue 1, gennaio-aprile 2024
47. **CNDCEC**, agosto 2024, “I FATTORI ESG NELLA VALUTAZIONE D’AZIENDA: LA COSTRUZIONE DELLA BASE INFORMATIVA”. [https://press-magazine.it/wp-content/uploads/2024/08/2024\\_08\\_02\\_guida-esg-clean.pdf](https://press-magazine.it/wp-content/uploads/2024/08/2024_08_02_guida-esg-clean.pdf)
48. **Zorboli L.**, aprile-giugno 2024, “Il greenwashing e la tutela della corretta comunicazione d’impresa”, Rivista di diritto bancario
49. **D’Angerio V.**, maggio 2024, “L’autorità di vigilanza manda in soffitta la sigla ESG”, Il Sole24Ore
50. **D’Angerio V.**, giugno 2024, “Le nuove regole cambiano il nome di 1.600 fondi, e Troppe norme europee sul green, l’attuazione sarà complessa”, Il Sole24Ore

51. **Rocca E.**, giugno 2024, “*Classificazione prodotti su categorie di sostenibilità*”, Il Sole24Ore
52. **Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato**, marzo 2024, “*Relazione annuale sull’attività svolta*”, pagg.17-20
53. **Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato**, aprile 2024, “*Relazione Annuale – Presentazione del Presidente R. Rustichelli*”, pagg. 11-14, (presso CAMERA DEI DEPUTATI, 17 aprile 2024)
54. **Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato**, novembre 2024, “*DELIBERA 5 novembre 2024. Regolamento sulle procedure istruttorie nelle materie di tutela del consumatore e pubblicità ingannevole e comparativa (Delibera n. 31356)*”, G.U. n. 270 del 18.11.2024
55. **Belleggia S., Santambrogio S.**, luglio 2024, “*Le azioni collettive nel contenzioso bancario, finanziario e assicurativo - Nuovi scenari in Italia*”, DB Dentons (on line)
56. **Traina D.**, giugno 2024, “*L’UE intensifica gli interventi per contrastare il greenwashing*”, Borsa Italiana. <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/notizie-dai-partner/dentons-ue-greenwashing.htm>
57. **Lioui, A., Tarelli, A.**, 2021, novembre, “*Chasing the ESG factor*”, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3878314](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3878314)
58. **Scientific Beta Publication**, 2021, Aprile, “*Honey, I Shrunk the ESG Alpha: Risk-Adjusting ESG Portfolio Returns*”, <https://cdn.ihsmarket.com/www/pdf/0521/Honey-I-Shrunk-the-ESG-Alpha.pdf>
59. **Lioui, A.**, 2018, novembre, “*Is ESG Risk Priced?*”, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3285091](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3285091)
60. **Lee, L., Nagy, Z., Eastman, M. (MSCI ESG Research)**, 2017, Agosto, “*Do Corporate Controversies Help or Hurt Performance?*”
61. **Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)**, 2022, “*Global Sustainable Investment Review 2022*”, p. 10, <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>
62. **Ferri, A., Popp, M.**, 2023, “*Mind the gap: navigating the space between digital and physical wayfinding in public transit*”, European Journal of Transport and Infrastructure Research, 23(1), p. 1, [https://www.researchgate.net/publication/369542070\\_Mind\\_the\\_gap\\_navigating\\_the\\_space\\_between\\_digital\\_and\\_physical\\_wayfinding\\_in\\_public\\_transit/fulltext/64223e5c66f8522c38da18af/Mind-the-gap-navigating-the-space-between-digital-and-physical-wayfinding-in-public-transit.pdf](https://www.researchgate.net/publication/369542070_Mind_the_gap_navigating_the_space_between_digital_and_physical_wayfinding_in_public_transit/fulltext/64223e5c66f8522c38da18af/Mind-the-gap-navigating-the-space-between-digital-and-physical-wayfinding-in-public-transit.pdf)
63. **He, X.-C., et al.**, 2023, “*Iodine oxoacids enhance nucleation of sulfuric acid particles in the atmosphere*”, Science, p. 5, 13, <https://www.science.org/doi/10.1126/science.adh2526>
64. **Peters, G. P., Andrew, R. M., Canadell, J. G., Friedlingstein, P., Jackson, R. B., Korsbakken, J. I., Le Quéré, C., Peregón, A.**, 2019, “*Carbon dioxide emissions continue to grow amidst slowly emerging climate policies*”, Nature Climate Change, 10(1), p. 3, <https://www.nature.com/articles/s41558-019-0659-6>
65. **CONSOB, Richiamo di attenzione n. 1/24**, 25 luglio 2024, “*L’adeguamento agli obblighi in materia di “finanza sostenibile” nella prestazione dei servizi di investimento*”, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/-/richiamo-di-attenzione-n.-1/24-del-25-luglio-2024>

66. **Unione Europea**, Direttiva (UE) 2024/825 del Parlamento Europeo e del Consiglio, 28 febbraio 2024, “modifica le direttive 2005/29/CE e 2011/83/UE per quanto riguarda la responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell’informazione (Testo rilevante ai fini del SEE), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32024L0825>
67. **Unione Europea**, Regolamento delegato (UE) 2020/1818 della Commissione Europea, 17 luglio 2020, “che integra il regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme minime per gli indici di riferimento UE di transizione climatica e per gli indici di riferimento UE allineati con l’accordo di Parigi”, Art. 12, paragrafo 1, lettere da a) a g), [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2020.406.01.0017.01.ITA](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2020.406.01.0017.01.ITA)
68. **Unione Europea**, Direttiva 2005/29/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, 11 maggio 2005, “relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori nel mercato interno e che modifica la direttiva 84/450/CEE del Consiglio e le direttive 97/7/CE, 98/27/CE e 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e il regolamento (CE) n. 2006/2004 del Parlamento europeo e del Consiglio”, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32005L0029>
69. **Unione Europea**, Direttiva (UE) 2020/1828 del Parlamento europeo e del Consiglio, 25 novembre 2020, “relativa alle azioni rappresentative a tutela degli interessi collettivi dei consumatori e che abroga la direttiva 2009/22/CE”, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32020L1828>
70. **Italia, Decreto Legislativo n. 28**, 10 marzo 2023, “Attuazione della direttiva (UE) 2020/1828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2020, relativa alle azioni rappresentative a tutela degli interessi collettivi dei consumatori e che abroga la direttiva 2009/22/CE. (23G00036)”, <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2023;28>

## Capitolo 4

1. **Banca d'Italia**, 2022, aprile, "Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali", <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/aspettative-di-vigilanza-sui-rischi-climatici-e-ambientali/>
2. **Banca d'Italia**, 2023, dicembre, "Piani d'azione degli intermediari non bancari in merito all'integrazione dei rischi climatici e ambientali nei processi aziendali: principali evidenze e buone prassi", <https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/02-Piani-di-azione-INB.pdf>
3. **Banca d'Italia**, 2024, "Intermediari mobiliari – Albo delle SGR ex. art. 35 TUF – Sezione Gestori di OICVM", <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/intermediari-finanziari/elenchi/index.html>
4. **Gazzetta Ufficiale**, 2024, "Gestione dell'impresa, Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262, Gazzetta Ufficiale n. 79 del 4 aprile 1942", Art. 2086, [https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie\\_generale/caricaArticolo?art.versione=2&art.idGruppo=262&art.flagTipoArticolo=2&art.codiceRedazionale=042U0262&art.idArticolo=2086&art.idSottoArticolo=1&art.idSottoArticolo1=10&art.dataPubblicazioneGazzetta=1942-04-04&art.progressivo=0](https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaArticolo?art.versione=2&art.idGruppo=262&art.flagTipoArticolo=2&art.codiceRedazionale=042U0262&art.idArticolo=2086&art.idSottoArticolo=1&art.idSottoArticolo1=10&art.dataPubblicazioneGazzetta=1942-04-04&art.progressivo=0)
5. Refinitiv. (2024). EIKON Refinitiv – Homepage. <https://eikon.refinitiv.com>
6. **Aggarwal, C.**, 2013, "Outlier Analysis. Springer", New York
7. **Duda, R. O., Hart, P. E., & Stork, D. G.**, 2000, "Pattern Classification", Wiley, New York
8. **Breunig, M. M., Kriegel, H.-P., Ng, R. T., & Sander, J.**, 2000, LOF: "Identifying density-based local outliers", SIGMOD Record, 29(2), 93–104, <https://www.dbs.ifi.lmu.de/Publikationen/Papers/LOF.pdf>
9. **Thomas, G.**, 11 gennaio 2018, "Mathematics for Machine Learning", Department of Electrical Engineering and Computer Sciences, University of California, Berkeley, <https://athena.nitc.ac.in/~kmurali/Courses/18MFCS/garret.pdf>
10. **Lopez de Prado, M.**, 2018, "Advances in Financial Machine Learning", John Wiley & Sons Inc.
11. **van der Loo, M.**, 2010, "extremevalues: An R package for outlier detection" in univariate data
12. **Percival, D. B., & Walden, A. T.**, 2006, "Wavelet Methods for Time", Series Analysis (Vol. 4), Cambridge University Press
13. **Banca d'Italia**, 18 agosto 2023, "Che cos'è il greenwashing (e come ci inganna)", L'economia per tutti, <https://economiepertutti.bancaditalia.it/notizie/che-cos-il-greenwashing-e-come-ci-inganna/>
14. **Taleb, Nassim Nicholas**, 2014, "Giocati dal caso", Il Saggiatore
15. **Fayol, Henri**, 1917, "Administration industrielle et générale", H. Dunod et E. Pinat, Editeurs
16. **Banca Centrale Europea**, 2020, novembre, "Guida sui rischi climatici e ambientali: Guida sui rischi climatici e ambientali", <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.it.pdf>

17. **Banca Centrale Europea**, 2024, novembre, “Draft guide on governance and risk culture”, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/framework/legal-framework/public-consultations/pdf/ssm.pubcon202407\\_draftguide.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/framework/legal-framework/public-consultations/pdf/ssm.pubcon202407_draftguide.en.pdf)

## INDICE DELLE FIGURE

Figura 2.1 Errore. Nel documento non esiste testo dello stile specificato.: Timeline riassuntiva delle principali normative trattate nei paragrafi successivi .....	35
Figura 3.1: Rappresentazione delle fasi di un processo esemplificativo di gestione dei rischi ESG .....	75
Figura 3.2: Evoluzione delle quote percentuali di prodotti a seconda della loro classificazione ai sensi del Regolamento SFDR .....	95
Figura 3.3: Ipotesi finanziarie per l'ACMC nell'ambito della valutazione finanziaria .....	98
Figura 4.1: Modelli e approcci organizzativi in tema di governance dei rischi climatici e ambientali .....	125
Figura 4.2: Spiegazione del concetto di doppia materialità .....	143
Figura 5.1: Informazioni generali – Parte 1 .....	152
Figura 5.2: Informazioni generali – Parte 2 .....	153
Figura 5.3: Profili operativi e rischi delle SGR – Parte 1 .....	154
Figura 5.4: Profili operativi e rischi delle SGR – Parte 2 .....	155
Figura 5.5: Rischi di sostenibilità e canali di trasmissione – Parte 1 .....	156
Figura 5.6: Rischi di sostenibilità e canali di trasmissione – Parte 2 .....	157
Figura 5.7: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 1 .....	158
Figura 5.8: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 2 .....	159
Figura 5.9: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 3 .....	160
Figura 5.10: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 4 .....	161
Figura 5.11: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 5 .....	162
Figura 5.12: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 6 .....	163
Figura 5.13: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 7 .....	164
Figura 5.14: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 8 .....	165
Figura 5.15: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 9 .....	166
Figura 5.16: Modalità di integrazione del framework di Risk Management – Parte 10 .....	167
Figura 5.17: Organizzazione del Risk Management in ambito ESG – Parte 1 .....	168
Figura 5.18: Organizzazione del Risk Management in ambito ESG – Parte 2 .....	168
Figura 5.19: Organizzazione del Risk Management in ambito ESG – Parte 3 .....	169
Figura 5.20: Ruolo del Risk Management in ambito ESG – Parte 1 .....	170
Figura 5.21: Ruolo del Risk Management in ambito ESG – Parte 2 .....	171
Figura 5.22: Ruolo del Risk Management in ambito ESG – Parte 3 .....	172
Figura 5.23: Ruolo del Risk Management in ambito ESG – Parte 4 .....	173

## INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1.1: Quadro sinottico delle principali tipologie di OICR .....	15
Tabella 1.2: Principali differenze tra la normativa prudenziale delle SGR e quella delle altre tipologie di intermediari .....	20
Tabella 2.1: Elenco rischi di sostenibilità – Emittenti Societari .....	43
Tabella 2.2: Elenco rischi di sostenibilità – Emittenti Governativi .....	43
Tabella 2.3: Elenco rischi climatici – Emittenti Societari .....	46
Tabella 2.4: Elenco di sintesi rischi climatici e ambientali – Emittenti Societari .....	51
Tabella 2.5: Elenco di sintesi rischi climatici e ambientali – Emittenti Governativi .....	52
Tabella 2.6: Elenco di sintesi rischi sociali – Emittenti Societari .....	56
Tabella 2.7: Elenco di sintesi rischi sociali – Emittenti Governativi .....	57
Tabella 2.8: Elenco rischi di governance – Emittenti Societari .....	58
Tabella 2.9: Elenco rischi di governance – Emittenti Governativi .....	58
Tabella 2.10: Elenco rischi di governance – Emittenti Societari .....	61
Tabella 2.11: Elenco rischi di governance – Emittenti Governativi .....	62
Tabella 2.12: Pillar E - Emittenti societari .....	63
Tabella 2.13: Pillar E - Emittenti governativi .....	65
Tabella 2.14: Pillar S - Emittenti societari .....	66
Tabella 2.15: Pillar S - Emittenti governativi .....	68
Tabella 2.16: Pillar G - Emittenti societari .....	68
Tabella 2.17: Pillar G - Emittenti governativi .....	70