

WorkingPaper

ADAPT
www.adapt.it

UNIVERSITY PRESS

Associazione per gli Studi Internazionali e Comparati sul Diritto del lavoro e sulle Relazioni industriali

Il ruolo degli investitori previdenziali nello sviluppo sostenibile

Opportunità strategica e dovere fiduciario

Antonella Valeriani

Commissario della COVIP – Commissione di vigilanza sui fondi pensione

Working Paper n. 1

ABSTRACT

Il tema della promozione di una crescita che sia al tempo stesso intelligente, sostenibile ed inclusiva, è ormai al centro del dibattito europeo e non solo. L'*Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile* pone come obiettivo strategico l'integrazione tra le tre dimensioni dello sviluppo sostenibile – ambientale, sociale ed economica – quale presupposto per sradicare la povertà in tutte le sue forme. Ciò impone una spinta all'innovazione anche al settore finanziario, affinché generi valore non solo per l'investitore ma anche per la società nel suo complesso. Gli investitori previdenziali sono fra gli attori chiave per favorire questo processo, non solo per la consistenza delle masse gestite, ma per il ruolo di primo piano che essi stanno assumendo nelle economie dei diversi Paesi. Considerata poi l'ottica di medio-lungo periodo propria degli investimenti previdenziali, appare del tutto naturale la integrazione dei fattori ambientali, sociali e di buon governo societario (ESG) nei relativi processi di investimento

I PUNTI CHIAVE DEL PAPER

- ❖ l'UE sta svolgendo un ruolo guida rispetto all'agenda della sostenibilità globale, mirando a coniugare la prosperità economica con la sostenibilità ambientale e sociale. Anche nel nostro Paese è crescente l'attenzione verso i temi ESG
- ❖ gli investitori previdenziali possono svolgere un ruolo di primo piano in questo processo, non solo per la rilevanza delle risorse gestite, ma per la sostanziale comunanza di fondo fra le politiche di investimento dei piani previdenziali e le politiche di investimento ESG: i fondi pensione e le casse professionali hanno un'ottica di investimento orientata di per sé al medio-lungo periodo; la finalità perseguita è essa stessa funzione sociale
- ❖ la necessità di adottare un orizzonte temporale di medio-lungo periodo sia per gli investimenti previdenziali sia per le valutazioni di sostenibilità rispetto al clima, all'ambiente e alla tenuta sociale rende naturale la integrazione dei fattori ESG nelle strategie di investimento dei fondi e delle casse, potendo risultare particolarmente esposti ai rischi connessi a fattori ambientali e sociali
- ❖ in questo senso, l'adozione di strategie di investimento ESG è coerente con il dovere fiduciario che fondi e casse hanno nei confronti dei propri iscritti, vista anche la rilevanza costituzionale del bene gestito e la necessità di adottare politiche prudenziali a tutela del risparmio previdenziale degli aderenti

IL MESSAGGIO

La responsabilità sociale è un tema destinato ad assumere una rilevanza viepiù crescente non solo per la definizione dei programmi di politica economica, ma anche per l'adozione di appropriate scelte di investimento da parte di quei soggetti, come le casse professionali e i fondi pensione, che gestiscono, con un obiettivo di per sé orientato al medio-lungo periodo, significative risorse di risparmio previdenziale, rispettivamente, di primo e di secondo pilastro. Le iniziative adottate dalla Commissione europea, sia con l'istituzione dell'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, sia con la consistente revisione della normativa comunitaria, stimolano il sistema finanziario a rafforzare la propria stabilità e a migliorare il proprio contributo per una crescita sostenibile ed inclusiva, che finanzia bisogni a lungo termine come l'innovazione e le infrastrutture. I fondi pensione e le casse professionali possono svolgere un ruolo significativo in questo processo di sviluppo, essendo l'adozione di strategie di investimento ESG coerente con il dovere fiduciario che gli stessi hanno nei riguardi dei propri aderenti. L'ottica di investimento a medio lungo termine, unitamente alla necessità di coniugare adeguatamente il rischio con il rendimento, impone loro una manutenzione evolutiva della *governance*, che comprenda anche un progressivo arricchimento delle strategie di investimento.

Indice

1. Il contesto internazionale.....	4
2. L’impatto della finanza sostenibile sul dovere fiduciario degli investitori previdenziali	5
3. L’evoluzione della normativa comunitaria.....	8
4. Lo stato dell’arte in Italia	10
5. Le prospettive future.....	12

* Le considerazioni espresse sono frutto esclusivo del pensiero dell’Autrice e non hanno carattere impegnativo per l’Autorità che rappresenta

Lo scorso 17 novembre è stato presentato presso la sede della COVIP il terzo rapporto sulle *Politiche di investimento sostenibile degli investitori previdenziali* ⁽¹⁾, a cura del Forum per la finanza sostenibile, dal quale emerge un interesse crescente ma ancora non sistemico dei fondi pensione e delle casse professionali per l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di buon governo societario (di seguito, ESG da *environment, social and government*) nei processi di investimento.

Nel rinviare alla ricerca quanto ai risultati della *survey* condotta sui principali investitori previdenziali nel nostro Paese, appare utile soffermarsi su un tema, quale quello della responsabilità sociale, destinato ad assumere nel prossimo futuro una rilevanza crescente non solo per la definizione dei programmi di politica economica, visti anche gli impegni internazionali assunti, ma anche per l'adozione di appropriate scelte di investimento da parte di quei soggetti, come le casse professionali e i fondi pensione, che gestiscono, con un obiettivo di per sé orientato al medio-lungo periodo, significative risorse di risparmio previdenziale, rispettivamente, di primo e di secondo pilastro.

A conferma di ciò, basti considerare la decisa presa di posizione di Confindustria, con la pubblicazione, lo scorso 24 gennaio, del Manifesto *La responsabilità sociale d'impresa per l'industria 4.0* ⁽²⁾, secondo cui la sostenibilità e la responsabilità sociale rappresentano fattori decisivi per la crescita e un *asset* strategico per le politiche industriali, tanto da suggerire l'avvio di un dialogo con le banche per far sì che i comportamenti sostenibili possano rientrare nei fattori qualitativi di valutazione incidendo positivamente sul *rating*.

1. Il contesto internazionale

Il tema della promozione di una crescita che sia al tempo stesso intelligente, sostenibile ed inclusiva, è ormai al centro del dibattito europeo e non solo.

L'*Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile* ⁽³⁾, sottoscritta nel settembre del 2015 dai governi di 193 Paesi membri dell'ONU, pone come obiettivo strategico l'integrazione tra le tre dimensioni dello sviluppo sostenibile – ambientale, sociale ed economica –, quale presupposto per sradicare la povertà in tutte le sue forme.

L'*Accordo sul clima* di Parigi, adottato nel dicembre dello stesso anno da 195 Paesi membri dell'ONU, pone come obiettivo comune la riduzione delle emissioni di CO₂.

L'approvazione di questi importantissimi impegni impone una spinta all'innovazione anche nel settore finanziario, affinché generi valore non solo per l'investitore ma anche per la società nel suo complesso.

L'UE sta svolgendo un ruolo guida rispetto all'agenda della sostenibilità globale, mirando a coniugare la prosperità economica con la sostenibilità ambientale e sociale.

⁽¹⁾ Il documento è reperibile all'indirizzo web: <http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2017/09/benchmark-2017-WEB.pdf>.

⁽²⁾ Il documento è reperibile all'indirizzo http://www.confindustria.it/wps/wcm/connect/www.confindustria.it/5266/b12b1f8a-f7ea-4ad0-948b-951b862da92a/Manifesto+La+responsabilit%C3%A0+sociale+per+l%E2%80%99industria+4.0.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=b12b1f8a-f7ea-4ad0-948b-951b862da92a.

⁽³⁾ Cfr. <https://ec.europa.eu/epale/it/resource-centre/content/lagenda-2030-lo-sviluppo-sostenibile-nuovo-quadro-strategico-delle-nazioni>.

È in questo quadro che la Commissione europea ha istituito, nel dicembre del 2016, l'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance* (HLEG), un gruppo di esperti incaricati di definire una strategia europea per lo sviluppo della finanza basata sugli investimenti sostenibili e responsabili.

I lavori del Gruppo, che si concluderanno nelle prossime settimane con la pubblicazione del *Report* finale, saranno funzionali alla creazione di una cornice di regole, standard e pratiche per consentire al mercato finanziario europeo di promuovere una crescita economica sostenibile, imperniata su criteri ambientali, sociali e di buon governo societario.

In questa prospettiva si colloca il richiamo operato già dall'HLEG al sistema finanziario, in occasione dell'*Interim Report* ⁽⁴⁾, pubblicato lo scorso 13 luglio, affinché, da un lato, rafforzi la stabilità finanziaria, migliorando la valutazione e la gestione dei rischi rilevanti a lungo termine e dei fattori immateriali della creazione di valore, compresi quelli relativi a questioni ambientali, sociali e di *governance*; dall'altro, migliori il contributo a una crescita sostenibile e inclusiva, in particolare finanziando bisogni a lungo termine come l'innovazione e le infrastrutture, ovvero accelerando il passaggio a un'economia a basso contenuto di carbonio ed efficiente in termini di risorse.

Tra gli attori chiave per favorire questo processo, l'HLEG si è soffermato anche sul ruolo degli investitori previdenziali.

Nonostante rappresentino una porzione minoritaria del totale degli attivi europei – parliamo di un bilancio da 3.000 miliardi di euro, pari a un decimo di quello delle banche e poco più di un quarto di quello delle compagnie assicurative ⁽⁵⁾ – i fondi pensione ricoprono infatti un ruolo di primo piano nelle economie di diversi Stati membri. L'importanza di questo mercato, inoltre, è in decisa ascesa.

2. L'impatto della finanza sostenibile sul dovere fiduciario degli investitori previdenziali

In Italia, il patrimonio previdenziale accumulato dalle forme pensionistiche complementari ha superato, a fine settembre, 157 miliardi di euro ⁽⁶⁾.

Se sommato a quello delle casse professionali, che – secondo i dati più recenti pubblicati dalla COVIP nel *Quadro di sintesi – anno 2016* ⁽⁷⁾ – ha superato gli 80 miliardi, il patrimonio previdenziale per così dire latamente “privato” ammonta oggi complessivamente in Italia a circa 237 miliardi, confermando un trend di progressiva crescita.

⁽⁴⁾ Il documento è reperibile all'indirizzo: https://ec.europa.eu/info/publications/170713-sustainable-finance-report_en.

⁽⁵⁾ Cfr. *Interim Report* dell'HLEG, cit.

⁽⁶⁾ Fonte: COVIP (cfr. http://www.covip.it/wp-content/files_mf/1509102829Agg_Stat_Set2017.pdf).

⁽⁷⁾ Fonte: COVIP (cfr. http://www.covip.it/wp-content/uploads/Quadro_Sintesi_2016_Casse.pdf).

La previdenza complementare in Italia. Risorse destinate alle prestazioni⁽¹⁾.*(dati di fine periodo; dati provvisori per il 2017; importi in milioni di euro)*

	Set 2017 ⁽²⁾	Giu 2017 ⁽²⁾	Mar 2017 ⁽²⁾	Dic 2016	var.% Set17/ Dic16
Fondi pensione negoziali	48.495	47.367	46.869	45.931	5,6
Fondi pensione aperti	18.450	17.971	17.684	17.092	7,9
PIP "nuovi"	26.013	25.274	24.648	23.711	9,7
PIP "vecchi"	6.930	6.930	6.930	6.931	
Fondi pensione preesistenti	57.540	57.540	57.540	57.538	
Totale Risorse destinate alle prestazioni⁽³⁾	157.507	155.160	153.748	151.278	4,1

(1) Le risorse complessivamente destinate alle prestazioni comprendono: l'attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) per i fondi negoziali e aperti e per i fondi preesistenti dotati di soggettività giuridica; i patrimoni di destinazione ovvero le riserve matematiche per i fondi preesistenti privi di soggettività giuridica; le riserve matematiche costituite a favore degli iscritti presso le imprese di assicurazione per i fondi preesistenti gestiti tramite polizze assicurative; le riserve matematiche per i PIP di tipo tradizionale e il valore delle quote in essere per i PIP di tipo *unit linked*.

(2) Per i PIP "vecchi" e i fondi pensione preesistenti i dati sono riferiti alla fine del 2016. Per i PIP "nuovi", i dati del 2017 delle gestioni separate (ramo I) sono in parte stimati.

(3) Nel totale si include FONDINPS.

Fonte: COVIP

Oltre alla consistenza degli *asset* gestiti, la rilevanza del ruolo che gli investitori previdenziali possono assumere sul tema trae origine da una sostanziale comunanza di fondo tra le politiche di investimento dei piani previdenziali e le politiche di investimento ESG.

L'ottica di investimento dei fondi pensione e delle casse professionali è di per sé, infatti, orientata al medio-lungo periodo, come, per definizione, è l'ottica degli investimenti ESG: la sostenibilità ambientale e sociale degli investimenti e, più in generale, dei piani di attività delle imprese può essere valutata difatti solo in relazione al medio-lungo periodo.

A ciò si aggiunga che i fondi pensione e le casse di previdenza professionali perseguono essi stessi una finalità sociale: costruire per i propri iscritti un adeguato trattamento pensionistico, sia esso di primo o di secondo pilastro, rappresenta una funzione pubblica tutelata e promossa dalla stessa Carta costituzionale. In tal senso, essi stessi fanno parte a pieno titolo delle iniziative con finalità ESG.

La necessità di adottare un orizzonte temporale di medio-lungo periodo sia per gli investimenti delle istituzioni previdenziali sia per le valutazioni di sostenibilità rispetto al clima, all'ambiente e alla tenuta sociale rende di fatto naturale l'integrazione dei fattori ESG nelle strategie di investimento dei fondi pensione e delle casse professionali, ponendo questi soggetti risultare, fra l'altro, particolarmente esposti ai rischi connessi a fattori ambientali e/o sociali.

È il caso dei cosiddetti *stranded asset*, ovvero titoli che nel tempo subiscono perdite di valore impreviste o premature dovute a diversi fattori come, ad esempio, i titoli che hanno per sottostanti le riserve di combustibili fossili che stanno subendo una svalutazione dovuta all'irrigidimento delle norme volte a frenare le emissioni di anidride carbonica da parte degli Stati.

Casse. Composizione dell'attivo a valori di mercato.
(dati di fine anno; importi in milioni di euro)

	2015		2016	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	6.221	8,2	6.449	8,1
Titoli di Stato	13.895	18,4	14.414	18,0
Altri titoli di debito	5.963	7,9	5.111	6,4
- quotati	3.737	5,0	3.724	4,7
- non quotati	2.226	3,0	1.387	1,7
Titoli di capitale	7.590	10,1	7.690	9,6
- quotati	6.501	8,6	6.390	8,0
- non quotati	1.089	1,4	1.299	1,6
OICVM	13.158	17,4	16.668	20,8
- di cui: componente obbligazionaria ⁽¹⁾	6.464	8,6	8.359	10,4
- di cui: componente azionaria ⁽¹⁾	4.721	6,3	5.551	6,9
Altri OICR	14.451	19,2	15.749	19,7
- di cui: fondi immobiliari	11.319	15,0	12.694	15,9
- di cui: fondi di private equity	975	1,3	1.238	1,5
Immobili	6.687	8,9	5.824	7,3
Partecipazioni in società immobiliari	473	0,6	533	0,7
Polizze assicurative	391	0,5	465	0,6
Altre attività	6.606	8,8	7.132	8,9
Totale attività	75.435	100,0	80.035	100,0
<i>Per memoria:</i>				
Investimenti immobiliari	18.479	24,5	19.050	23,8
- immobili	6.687	8,9	5.824	7,3
- fondi immobiliari	11.319	15,0	12.694	15,9
- partecipazioni in società immobiliari	473	0,6	533	0,7
Investimenti obbligazionari	26.325	34,9	27.885	34,8
- titoli di Stato	13.895	18,4	14.414	18,0
- altri titoli di debito	5.963	7,9	5.111	6,4
- componente obbligazionaria sottostante gli OICVM	6.467	8,6	8.359	10,4
Investimenti azionari	12.311	16,3	13.241	16,5
- titoli di capitale	7.590	10,0	7.690	9,6
- componente azionaria sottostante gli OICVM	4.721	6,3	5.551	6,9

(1) Si tratta dei titoli di debito e dei titoli di capitale sottostanti gli OICVM (c.d. *look through*); gli ulteriori attivi ad essi sottostanti, pari a 2,7 miliardi di euro, sono costituiti per circa l'80 per cento da liquidità. Tali valori sono stati stimati sulla base delle informazioni di dettaglio sulla composizione degli OICVM disponibili per circa il 90 per cento degli stessi. Gli importi indicati per il 2015 sono stati aggiornati agli ultimi dati disponibili.

Fonte: COVIP

È evidente che una politica di investimento prudente, orientata al lungo periodo, come deve essere quella propria degli investitori previdenziali non può non scontare nella propria analisi dei rischi valutazioni siffatte, tenendo in debito conto anche gli obiettivi strategici sottoscritti a livello internazionale e i conseguenti possibili impatti sugli sviluppi dei mercati e sull'andamento di determinate *asset class*.

In questo senso, l'adozione di strategie di investimento ESG appare coerente con il dovere fiduciario che fondi pensione e casse professionali hanno nei confronti dei propri iscritti; dovere fiduciario che pertanto può in concreto essere esercitato senza che vi sia un *trade-off* da gestire tra obiettivi di carattere meramente finanziario e obiettivi di responsabilità sociale.

Viceversa, tali obiettivi possono essere perseguiti congiuntamente.

Va da sé che tale percorso di integrazione non può non tener conto anche di una logica di proporzionalità in ragione della dimensione, della natura, della portata, e della complessità delle attività del fondo pensione o della cassa professionale; né tanto meno può tradursi in un vincolo di portafoglio, dovendo essere sempre prioritariamente tutelata l'autonomia gestionale degli investitori previdenziali che hanno comunque come obiettivo primario l'erogazione di una prestazione pensionistica.

3. L'evoluzione della normativa comunitaria

Anche sul fronte della regolamentazione, l'UE sta mostrando una particolare sensibilità ai temi ESG.

Per quanto riguarda il settore dei fondi pensione, le novità recenti approvate in sede europea, nel quadro delle politiche di rafforzamento della *capital market union*, innalzeranno senz'altro il livello di attenzione del settore verso le tematiche ESG.

In particolare, la direttiva (UE) 2016/2341, c.d. IORP II ⁽⁸⁾, relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP), mirando a rafforzare il sistema di *governance* e di gestione del rischio, incoraggia significativamente gli operatori previdenziali a considerare nelle proprie politiche d'investimento i fattori ambientali, sociali e di buon governo. Prescrive infatti ai fondi pensione di dichiarare pubblicamente se seguono o meno un approccio ESG e, in caso positivo, impone loro di rendicontarne le modalità. Introduce inoltre l'obbligo di considerare i criteri ESG nell'elaborazione dei propri sistemi di gestione dei rischi.

La direttiva (UE) 2017/828, c.d. *Shareholders Rights Directive* ⁽⁹⁾, richiama inoltre i fondi pensione ad elaborare (potendo sottrarsi a tale obbligo solo dando chiara spiegazione delle ragioni) una politica di impegno degli azionisti, nell'ambito della quale assumeranno rilievo anche le tematiche ESG.

In buona sostanza, la direttiva richiede agli investitori previdenziali e alle compagnie assicurative di strutturare e rendicontare pubblicamente le proprie politiche di *engagement*, ossia di esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario delle imprese nelle quali hanno investito.

Per i fondi pensione che operano tramite gestori finanziari tale impegno dovrà poi trovare adeguato riscontro nelle convenzioni di gestione e nella reportistica da parte dei gestori nei confronti dei fondi.

Pertanto, in seguito al recepimento delle disposizioni comunitarie, rispetto alle attuali previsioni, i fondi saranno chiamati a dichiarare se non intendono prendere in conside-

⁽⁸⁾ Cfr. direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 dicembre 2016, relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP), pubblicata nella *Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea* del 23 dicembre 2016. La direttiva dovrà essere recepita in Italia entro il 13 gennaio 2019.

⁽⁹⁾ Direttiva (UE) 2017/828, del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, pubblicata nella *Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea* del 20 maggio 2017. La direttiva dovrà essere recepita in Italia entro il 10 giugno 2019.

razione tali fattori ESG nelle loro decisioni di investimento e, se del caso, ad includerli nel loro sistema di gestione dei rischi.

Inoltre, con riferimento all'esercizio dei loro diritti di azionisti, dovranno in modo trasparente dichiarare la loro politica di impegno, anche con riferimento alle tematiche ESG, ovvero esplicitare le ragioni per cui non intendono adottarla.

In ogni caso, appare utile chiarire che, anche a valle dell'emanande disposizioni attuative del rinnovato quadro regolatorio comunitario, non si concretizzerà per gli investitori previdenziali un "obbligo di investimento" verso determinate *asset class*, ma certamente si creeranno nuovi stimoli per una più attenta focalizzazione su dette tematiche.

In questo quadro regolatorio in profonda trasformazione, le tematiche ESG vengono ad assumere sempre maggior rilievo anche nell'attività di vigilanza, essendo i *supervisors* chiamati in primo luogo a valutare la coerenza complessiva delle strategie di investimento degli investitori istituzionali.

Se ne ha conferma leggendo il testo della recente proposta di riforma delle autorità di vigilanza europee (le c.d. ESAs): *European Banking Authority* (EBA), *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA) ed *European Securities and Markets Authority* (ESMA) ⁽¹⁰⁾.

Secondo tale proposta, le ESA saranno tenute a formulare piani strategici triennali che conterranno obiettivi specifici di livello europeo di cui le autorità nazionali di vigilanza dovranno tenere conto nello svolgere annualmente la propria attività sui diversi comparti del sistema finanziario.

L'attenzione agli aspetti ESG è una delle due priorità menzionate per i piani strategici triennali di vigilanza a livello europeo, insieme al *Fintech*.

L'obiettivo che si sta delineando è quindi quello di rafforzare il ruolo delle autorità di vigilanza europee nella valutazione dei rischi ambientali, sociali e di *governance*, al fine di garantire la stabilità a lungo termine del settore finanziario europeo e i benefici di un'economia sostenibile in generale.

In questo senso, le autorità di vigilanza europee potranno monitorare in che modo i soggetti finanziari individuano, segnalano e affrontano i rischi ambientali, sociali e di *governance*, e rafforzare così la sostenibilità e la stabilità finanziarie.

Le autorità potranno anche formulare orientamenti sulle modalità per integrare efficacemente considerazioni di sostenibilità nella pertinente normativa finanziaria dell'UE e promuovere l'attuazione coerente di tali norme all'atto dell'adozione.

Per quanto riguarda specificatamente i fondi pensione, l'integrazione nell'attività di vigilanza dell'EIOPA dei fattori ESG potrà essere tenuta in considerazione nell'ambito di piani strategici triennali, di cui dovranno tenere conto anche le autorità di vigilanza nazionali nel programmare le proprie attività. Ciò, in qualche modo, conferma la necessità, di cui la COVIP già si è fatta negli anni portatrice, di integrare una dimensione sociale nell'attività di vigilanza.

⁽¹⁰⁾ Cfr. http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-17-3322_en.htm.

4. Lo stato dell'arte in Italia

Se analizziamo la situazione del nostro Paese, possiamo sicuramente registrare come sia crescente anche in Italia l'attenzione verso i temi ESG.

Anzi, appare doveroso sottolineare come l'Italia sia il primo Paese dell'UE e del G7 ad aver incluso nella propria programmazione economica, oltre al PIL anche indicatori di benessere equo e sostenibile (BES) ⁽¹¹⁾.

Nel DEF 2017 è riportato, sulla base dei dati forniti dall'ISTAT, l'andamento, nell'ultimo triennio, di quattro indicatori particolarmente significativi per la qualità della vita dei cittadini e della società nel suo complesso, nonché le previsioni sull'evoluzione degli stessi nel triennio futuro, anche sulla base delle misure previste per il raggiungimento degli obiettivi di politica economica e dei contenuti dello schema del Programma nazionale di riforma. Gli indicatori riportati nel DEF sono il reddito medio disponibile; l'indice di disuguaglianza; il tasso di mancata partecipazione al lavoro; le emissioni di CO₂ e di altri gas clima alteranti.

Al riguardo, il Ministero dell'economia è ulteriormente intervenuto, pubblicando lo scorso 16 ottobre il nuovo elenco degli indicatori di benessere equo e sostenibile ⁽¹²⁾, individuati sulla base dell'esperienza maturata a livello nazionale e internazionale, grazie al lavoro condotto da un apposito Comitato, istituito nel 2016 con la l. n. 163.

I nuovi indicatori BES, che saranno operativi dal prossimo anno con l'adozione del DEF 2018, sono dodici e includono informazioni più articolate su: il reddito medio disponibile aggiustato pro capite; l'indice di disuguaglianza del reddito disponibile; l'indice di povertà assoluta; la speranza di vita in buona salute alla nascita; l'eccesso di peso; l'uscita precoce dal sistema di istruzione e formazione; il tasso di mancata partecipazione al lavoro, con relativa scomposizione per genere; il rapporto tra tasso di occupazione delle donne di 25-49 anni con figli in età prescolare e delle donne senza figli; l'indice di criminalità predatoria; l'indice di efficienza della giustizia civile; le emissioni di CO₂ e altri gas clima alteranti; l'indice di abusivismo edilizio.

Dei risultati e degli andamenti di questi indicatori, il Governo darà conto ogni anno, presentando in Parlamento una relazione sulla loro evoluzione alla luce degli effetti determinati dagli interventi di politica economica adottati. Ciò a riprova dell'attenzione viepiù crescente, anche a livello politico, sulla "sostenibilità" non solo economica ma anche sociale delle scelte di governo.

A ciò si aggiunga che da quest'anno le imprese e i gruppi di grandi dimensioni saranno tenuti a pubblicare il c.d. "bilancio sociale", che si aggungerà al bilancio "economico". Il d.lgs. n. 254/2016, con cui è stata recepita la direttiva 2014/95/UE, impone infatti loro la pubblicazione di informazioni di carattere non finanziario, attinenti ai temi ambientali, sociali, del personale, del rispetto dei diritti umani, della lotta contro la corruzione attiva e passiva, rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa.

⁽¹¹⁾ L'Italia è dunque l'unico Paese che ha concretamente dato seguito alla Dichiarazione di Istanbul del 2007 che è considerata il primo documento internazionale nel quale si fa riferimento alla necessità di individuare ed utilizzare indicatori ulteriori rispetto al PIL, in grado di misurare la qualità della vita. La Dichiarazione di Istanbul è reperibile all'indirizzo: <https://www.oecd.org/site/worldforum06/40306640.pdf>.

⁽¹²⁾ Il decreto pubblicato in *GU*, serie generale n. 267, 15 novembre 2017, è reperibile anche all'indirizzo: <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/11/15/17A07695/sg>.

È poi in avanzata fase di definizione in Parlamento l'iter di approvazione di una legge che introduce il divieto di finanziamento e sostegno alle imprese produttrici di mine antipersona, munizioni e submunizioni a grappolo (*cluster*) da parte delle banche e degli altri soggetti operanti nel settore finanziario, inclusi i fondi pensione, attribuendo i relativi compiti di controllo alle Autorità di settore (Banca d'Italia, IVASS, COVIP). Tale legge, introducendo nell'ordinamento un divieto sanzionabile, rafforzerà significativamente una delle pratiche più diffuse fra gli operatori finanziari nell'implementazione delle strategie ESG, ossia l'approccio volto ad "escludere" specifici settori dall'*asset allocation* del proprio portafoglio.

Analizzando più nel dettaglio il settore della previdenza complementare, deve rilevarsi come il legislatore italiano e la COVIP abbiano da tempo richiamato l'attenzione dei fondi pensione e delle società istitutrici dei fondi stessi sulla tematica degli investimenti sostenibili e responsabili, in un certo senso anticipando quel processo di "sensibilizzazione" ora largamente incoraggiato anche a livello europeo ed internazionale.

Il d.lgs. n. 252/2005, che reca la disciplina generale sulla previdenza integrativa, prescrive infatti da tempo alle forme pensionistiche complementari di «esporre nel rendiconto annuale e, sinteticamente, nelle comunicazioni periodiche agli iscritti, se ed in quale misura nella gestione delle risorse e nelle linee seguite nell'esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori in portafoglio si siano presi in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali».

Le modalità per la redazione di tali informative sono state poi definite dalla COVIP in diversi provvedimenti ⁽¹³⁾.

Anche il più recente DM 166/2014, sui limiti agli investimenti dei fondi pensione, prescrive a quest'ultimi di comunicare alla COVIP gli aspetti etici, ambientali, sociali e di governo societario presi in considerazione nell'attività di investimento.

Si tratta nel complesso di disposizioni volte a sollecitare la sensibilità delle forme pensionistiche complementari verso l'integrazione dei fattori ESG nelle proprie politiche di investimento, senza prevedere, in coerenza con il dettato normativo e con l'autonomia gestionale delle forme stesse, vincoli di portafoglio.

Nonostante gli sforzi sinora condotti, tale processo di integrazione – come rilevato anche dalla *survey* condotta dal Forum per la finanza sostenibile richiamata in premessa – appare lento e non ancora pienamente soddisfacente, come d'altronde non risulta più in generale soddisfacente la fotografia del nostro Paese, scattata dal Ministero dell'ambiente che, nel febbraio 2016, ha promosso, in collaborazione con il Programma

⁽¹³⁾ Nella deliberazione COVIP del 31 ottobre 2006 sullo schema di nota informativa, l'Autorità ha chiesto alle forme pensionistiche di rappresentare «se e in che modo nella attuazione della politica di investimento sono stati presi in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali, specificando le strategie poste in essere, i criteri di investimento adottati e le eventuali iniziative di azionariato attivo». Nella deliberazione COVIP del 22 luglio 2010 sulla Comunicazione periodica, l'Autorità ha inoltre chiesto di indicare – da parte di quelle forme che nella gestione delle risorse abbiano preso in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali – «la metodologia e i criteri sulla base dei quali sono stati selezionati gli investimenti socialmente responsabili; gli investimenti e i disinvestimenti effettuati nell'anno di riferimento in relazione a tali aspetti; le iniziative adottate nell'ambito delle attività di azionariato attivo, nonché di specificare quando e come è stato esercitato il relativo diritto di voto». Ed ancora, nella deliberazione COVIP del 16 marzo 2012 sul Processo di attuazione della politica di investimento, l'Authority ha chiesto di esplicitare in detto documento «gli aspetti etici, sociali e ambientali cui si intende dedicare attenzione nella gestione delle risorse» (i documenti sono reperibili sul sito dell'Autorità all'indirizzo: www.covip.it).

ambientale delle Nazioni Unite (*UN Environment*) il Dialogo nazionale per la finanza sostenibile, allo scopo di fare il punto sulle pratiche in essere, identificare le sfide strategiche e proporre le opzioni di politiche che consentano di effettuare un salto di qualità. Dal Rapporto finale, dal titolo *Financing the future* ⁽¹⁴⁾, emerge infatti come l'Italia si trovi di fronte all'opportunità strategica di orientare il proprio sistema finanziario per sostenere la transizione verso un modello di sviluppo a bassa intensità di carbonio, inclusivo e sostenibile.

Nonostante sussistano diversi segnali di cambiamento, nei settori bancario, assicurativo, del risparmio gestito, del mercato dei capitali e della finanza pubblica, il Rapporto rileva tuttavia come tali segnali non abbiano ancora prodotto un impatto sistematico nella finanza tradizionale.

In particolare, il flusso di capitali verso la *green economy* è ancora insufficiente, con la prospettiva per l'Italia di non ottemperare agli impegni internazionali di sviluppo sostenibile e di lotta al cambiamento climatico.

5. Le prospettive future

Nel quadro descritto non meraviglia dunque l'allarme lanciato di recente dal Presidente francese Macron al *One planet summit*, organizzato a due anni dalla firma dello storico Accordo sul clima di Parigi, secondo cui «il mondo sta perdendo la battaglia sul clima». Di lì, il richiamo agli *stakeholder* ad una mobilitazione più forte.

Un primo passo l'ha già fatto l'Unione europea, che ha annunciato come prossima la presentazione di un *Piano d'azione sulla finanza sostenibile*. La sfida perché l'UE possa rispettare gli impegni derivanti dall'Accordo di Parigi entro il 2030 e portare avanti la transizione energetica è particolarmente ambiziosa, dovendo raccogliere 180 miliardi di euro all'anno di investimenti, grazie al contributo del settore privato. La strategia è quella di integrare il criterio della «sostenibilità» nelle regole dei gestori di fondi e degli investitori istituzionali, introducendo anche «standard europei» per la catalogazione delle obbligazioni e dell'*equity* per massima chiarezza e trasparenza degli investimenti condotti.

Quest'accelerazione impatterà ovviamente anche sugli investitori previdenziali e, quindi, sui fondi pensione e sulle casse professionali che saranno chiamati ad affrontare, con maggiore attenzione e sensibilità, seppur con una logica di doverosa proporzionalità, il tema della responsabilità sociale.

Con riguardo ad essi non vi è dubbio che il recepimento in Italia delle direttive comunitarie IORP II e *Shareholder's Rights Directive*, il cui termine è previsto per i primi mesi del 2019, contribuirà non poco al percorso di integrazione dei fattori ESG nelle politiche di investimento, proprio per il processo di ulteriore *disclosure* promosso dalla normativa comunitaria, grazie anche all'obbligo di pubblicazione della politica di *engagement* e l'impegno che i fondi dovranno assumere nella valutazione di impatto dei fattori ambientali, sociali e di buon governo nell'analisi dei rischi prospettici.

⁽¹⁴⁾ Il rapporto finale del Ministero dell'ambiente, dal titolo *Financing the future*, è reperibile all'indirizzo: http://www.minambiente.it/sites/default/files/archivio/allegati/sviluppo_sostenibile/Financing_the_Future_Summary_IT.pdf.

Ferma restando ogni considerazione circa l'impegno che dovrebbe muovere ciascuno verso una maggiore solidarietà intergenerazionale grazie all'assunzione di una visione di più lungo periodo, va da sé che questo processo di progressivo arricchimento delle strategie di investimento finanziario appare per le casse professionali e i fondi pensione quanto mai necessario, non solo perché può rappresentare un'opportunità in termini di maggiore redditività, ma soprattutto perché coerente con il dovere fiduciario che li lega ai propri iscritti, non potendosi scordare che essi gestiscono ingenti risorse di risparmio previdenziale pubblico e privato, tutelato dalla nostra Carta Costituzionale.

In tale direzione muove fra l'altro la recente consultazione pubblica promossa dalla Commissione europea, prodromica alla pubblicazione del report finale da parte dell'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance* ⁽¹⁵⁾.

La Commissione infatti intende raccogliere le posizioni delle parti interessate in merito alla proposta di inserire espressamente la "sostenibilità" nell'"obbligo fiduciario" che investitori e *asset managers* hanno nei riguardi degli aderenti ed, *in primis*, nei confronti dei titolari di posizioni di risparmio previdenziale che, vista la prospettiva di investimento a medio-lungo periodo, possono particolarmente risentire di un'inefficiente valutazione dei fattori ESG.

In tal senso non si può che auspicare l'adozione di una *policy* che, ferma restando la necessaria ragionevolezza nella sua implementazione, vada nella direzione promossa dalla Commissione europea. Ciò, a maggior ragione, per i fondi pensione e le casse professionali, considerata la rilevanza del bene gestito.

D'altronde, al di là delle considerazioni etiche, i grandi *trend* internazionali impongono alle imprese e agli investitori tutti l'adozione di una visione più sistemica, in cui l'attenzione ai temi sociali e ambientali rappresenti una leva gestionale e strategica, in grado di rafforzare anche la competitività e l'attrattività verso gli investitori esteri.

(¹⁵) Il testo della consultazione è reperibile all'indirizzo: https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-investors-duties-sustainability_en#about-this-consultation.