

LUISS



Dipartimento di
Impresa e Management

Cattedra di
Finanza Aziendale

Gli investimenti ESG: il ruolo degli intermediari finanziari

Relatore

Prof. Gianluca Mattarocci

Candidato

Lorenzo Cesarini

Anno Accademico 2019/2020

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1: ESG E FINANZA	4
1.1 Introduzione.....	4
2.1 Significato ed evoluzione storica	5
2.1.1 Evoluzione storica del concetto di sostenibilità.....	5
1.2.2 Il passaggio da SRI a ESG	6
1.2.3 Significato e funzione dei tre fattori ESG.....	8
1.3 Il quadro normativo: situazione attuale e obiettivi futuri.....	9
1.3.1 Le basi del quadro normativo attuale.....	9
1.3.2 Il ruolo del HLEG	10
1.3.3 Le 10 azioni dell'Action Plan	11
1.4 Indici di sostenibilità: una disciplina in continua evoluzione	13
1.4.1 Gli standard del TEG	13
1.4.2 Gli indici di sostenibilità sul mercato	14
1.4.3 Come si sviluppa un indice ESG: il caso MSCI.....	16
1.5 Cosa si intende per green bond	17
1.5.1 Origine e mercato.....	17
1.5.2 Le disposizioni del TEG	18
1.5.3 Green bond e obbligazioni tradizionali.....	19
1.6 Conclusioni.....	20
CAPITOLO 2: IL RUOLO DELLE BANCHE CENTRALI NELLA FINANZA SOSTENIBILE.....	22
2.1 Introduzione.....	22

2.2 NGFS: Network for Greening the Financial System	23
2.2.1 Storia, membri e obiettivi	23
2.2.2 Climate change: perché è un nuovo rischio finanziario?	24
2.2.3 Metodologie per valutare il rischio climatico	25
2.3 SRI e portafogli delle banche centrali: le diverse strategie	27
2.3.1 I portafogli delle banche centrali	27
2.3.2 Strategie SRI e le possibilità di applicazione nei diversi portafogli delle banche centrali.....	29
2.4 Banca d'Italia e Banque de France a confronto	31
2.4.1 ESG Integration in Banca d'Italia.....	31
2.4.2 L' Impact Investing di Banque de France.....	33
2.4.3 ESG Integration in Banque de France, le differenze con l'esempio italiano.....	34
2.4 Conclusioni	36
CAPITOLO 3: ESG, RISCHI E OPPORTUNITÀ PER LE BANCHE..	38
3.1 Introduzione	38
3.2 La nuova frontiera ESG nel settore bancario	39
3.2.1 EBA Action Plan.....	39
3.2.2 Le proposte dell'European Banking Federation	41
3.3 La relazione tra le tematiche ESG e i rating delle banche	45
3.3.1 I rischi ESG più rilevanti per le banche: il nuovo indice di Moody's	45
3.3.2 La performance finanziaria delle banche più sostenibili	48
3.4 Le strategie ESG delle banche: i diversi approcci di Intesa San Paolo e Credit Suisse	50
3.4.1 ESG e Intesa San Paolo: Fondo Pensione ed Eurizon	51

3.4.2 L'approccio olistico di Credit Suisse.....	52
3.5 Conclusioni.....	54
CONCLUSIONE.....	56
BIBLIOGRAFIA.....	59

Introduzione

Questo lavoro tratta il tema degli investimenti ESG (*Environmental, Social, Governance*) e intende approfondire il loro impatto nel settore bancario su diversi livelli, dai regolatori fino a banche centrali e commerciali. L'obiettivo principale dell'elaborato è quello di presentare gli scenari in cui operano attualmente le banche in seguito allo sviluppo della finanza sostenibile. Infatti, i fattori ESG hanno portato diverse novità in termini di regolazione, varietà dei prodotti finanziari e strategie d'investimento. Lo studio della finanza sostenibile e dei suoi effetti sul settore bancario, nonostante sia un argomento molto recente, è già molto sviluppato e presenta diverse ricerche interessanti. Allo stesso tempo, però, questi studi sono molto frammentati, il che porta all'impossibilità di descrivere questi nuovi scenari finanziari in modo chiaro e, soprattutto, univoco. Infatti, il fine ultimo del lavoro è proprio quello di fornire una visione d'insieme delle modifiche che i fattori ESG hanno apportato al mondo della finanza e le implicazioni per il settore bancario. La rilevanza dell'argomento è evidente, ormai appare impossibile ignorare la sostenibilità nel corso della valutazione di un progetto, di qualsiasi tipologia o settore esso sia. In questo senso, le banche hanno un ruolo cruciale nell'allocazione delle risorse finanziarie verso investimenti che abbiano un impatto sociale o ambientale positivo, oltre ovviamente a rendimenti finanziari soddisfacenti. Questo elaborato, che presenta sia valutazioni qualitative che quantitative, è il risultato di un'attenta analisi di report di autorità ed istituzioni finanziarie, i quali hanno fornito le informazioni principali. Nel corso del testo le informazioni dei report sono supportate dalle evidenze empiriche di articoli accademici o studi finanziari.

L'inizio del primo capitolo della tesi presenta lo sviluppo storico del concetto di sostenibilità e la successiva nascita dell'acronimo "ESG". Attualmente, i fattori ESG sono considerati i tre pilastri della sostenibilità (Staub-Bisnang, 2012) e sono le variabili che la rappresentano nel corso delle valutazioni finanziarie. Negli ultimi anni l'attenzione alla sostenibilità ed, in particolare, al cambiamento climatico è diventata fondamentale per la quasi totalità dei settori produttivi. La svolta principale che ha definitivamente acceso i riflettori su questi temi è l'accordo di Parigi del 2015, il quale ha portato al rinnovamento degli obiettivi climatici di Agenda 2030. In particolare, l'accordo ha evidenziato la necessità di ingenti investimenti annuali per poter raggiungere i risultati prefissati, si tratta di 180 miliardi di euro l'anno secondo la Commissione Europea (CE). Ed è la stessa CE che, tramite diverse iniziative, si è fatta promotrice della finanza sostenibile nel continente europeo. Il suo "Action Plan" del 2018 ha come obiettivi principali quelli di creare una tassonomia ufficiale per i prodotti finanziari sostenibili e sviluppare una regolazione che possa rendere il settore della *green finance* chiaro ed affidabile. Per facilitare il suo compito la CE ha istituito il TEG (*Technical Expert Group*) che ha redatto delle linee guida chiare per lo sviluppo di due componenti fondamentali dei mercati finanziari: i) indici di sostenibilità, ii) standard da rispettare per l'emissione di *green bond*. Il quarto e il quinto paragrafo del primo capitolo trattano questi argomenti e presentano delle evidenze empiriche sull'utilizzo di questi strumenti. Il caso di MSCI spiega come le variabili ESG vengono utilizzate per la computazione di un indice finanziario. La ricerca di *NN Investment Partners*, invece, confronta i rendimenti dei *green bond* con obbligazioni tradizionali.

Nel corso del secondo capitolo l'elaborato si focalizza sul ruolo delle banche centrali nello sviluppo della finanza sostenibile. Il primo passo delle banche centrali verso questo settore è stata l'istituzione del NGFS (*Network for Greening the Financial System*). Il NGFS è un'organizzazione che annovera tra

i suoi membri più di 50 banche centrali ed ha l'obiettivo di collezionare le strategie ed idee più interessanti adottate dalle banche centrali per affrontare i temi ESG. I lavori più rilevanti del NGFS si concentrano sulla rilevazione dei rischi finanziari che derivano dai fattori ESG, ed in particolare dal fattore climatico, e sulle strategie di portafoglio da adottare per gestirli in modo efficace. Infatti, il primo paragrafo del capitolo si concentra sulla rilevazione del cambiamento climatico come rischio finanziario e sugli strumenti con cui viene misurato. Il secondo paragrafo, invece, tratta delle diverse strategie ESG e di come esse possano essere utilizzate nei diversi portafogli delle banche centrali. Infine, il terzo ed ultimo paragrafo del capitolo mostra gli esempi di Banque de France e Banca d'Italia, le quali hanno optato rispettivamente per una strategia di *impact investing* ed *ESG integration*. Il confronto tra queste due banche, oltre a mostrare un'applicazione pratica delle strategie spiegate nel paragrafo precedente, evidenzia i diversi risultati che si possono ottenere applicando strategie differenti.

Il terzo capitolo si concentra sul settore bancario e sul ruolo delle banche per lo sviluppo degli investimenti ESG. Il lavoro congiunto di EBA (*European Banking Authority*) ed EBF (*European Banking Federation*) ha l'obiettivo di pianificare tutte le misure necessarie a facilitare l'accesso delle banche alla finanza sostenibile. L'EBA si occupa del profilo della regolazione mentre EBF ha un approccio più pratico, volto a trovare i migliori modi per incentivare le banche ad investire in prodotti sostenibili. Il secondo paragrafo del capitolo intende analizzare l'impatto finanziario delle variabili ESG sulla performance delle banche. L'approccio utilizzato per l'analisi è sia teorico che pratico. Infatti, il caso del nuovo indice ESG di Moody's mostra come il tema della sostenibilità influenzi il rating delle banche mentre la ricerca del GABV (*Global Alliance for Banking Values*) conferma la migliore performance rischio/rendimento di portafogli sostenibili già sostenuta da altre ricerche (Serafain et al, 2016). Il terzo capitolo si conclude con gli esempi di Intesa San

Paolo e Credit Suisse che intendono mostrare gli approcci alla sostenibilità di due importanti banche con caratteristiche diverse.

Capitolo 1: ESG E FINANZA

1.1 Introduzione

Questo capitolo, articolato in quattro diversi paragrafi, ha l'obiettivo di illustrare il collegamento tra il tema della sostenibilità e il mondo finanziario.

Il primo paragrafo tratta dell'evoluzione storica del concetto di sostenibilità fino alla nascita del termine ESG (*Environmental, Social, Governance*). L'introduzione nel mondo finanziario di considerazioni etiche e ambientali ha cambiato, e sta cambiando, le strategie di investimento e aperto nuovi scenari con ampi margini di crescita.

Un nuovo settore come quello degli investimenti sostenibili necessita anche di un'adeguata regolazione. È per questo motivo che il secondo paragrafo tratta del quadro normativo attuale e degli sviluppi attesi nei prossimi anni. In particolare, le dieci azioni dell'Action Plan della Commissione Europea hanno definito gli obiettivi e i campi di intervento fondamentali per la regolazione del mercato.

Il terzo paragrafo si concentra su una tematica fondamentale per gli investimenti ESG, ovvero gli indici di sostenibilità. Il testo parte dalle disposizioni del Technical Expert Group on sustainable finance (TEG) per arrivare alla spiegazione pratica dell'elaborazione di un indice di sostenibilità, il MSCI ESG Focus Index.

L'ultimo paragrafo del capitolo tratta di un'altra delle dieci azioni dell'Action Plan, una definizione di green bond. Un passo importante verso la standardizzazione delle obbligazioni è il report del TEG che presenta nuove

linee guida da seguire per il mercato. Infine, la conclusione del paragrafo illustra le principali differenze tra green bond e obbligazioni tradizionali.

2.1 Significato ed evoluzione storica

2.1.1 Evoluzione storica del concetto di sostenibilità

Più di duecento anni fa iniziarono a sorgere le prime domande sull'impatto che avrebbe avuto lo sviluppo della società civile sull'ambiente e sulle risorse globali. Nel 1798, Richard Malthus (1766-1834), uno dei principali economisti della scuola neoclassica, scrisse il "Saggio sui principi della popolazione". La sua teoria affermava che "la popolazione cresce seguendo una progressione geometrica mentre i mezzi di sostentamento tendono a crescere seguendo una progressione aritmetica". La catastrofica previsione che scaturisce dagli studi di Malthus è che, raggiunto il punto di rottura tra popolazione e mezzi di sostentamento, ci saranno sempre più individui che moriranno per mancanza di risorse o che vivranno al minimo livello di sostentamento.

Poiché la popolazione mondiale, dal momento in cui Malthus esponeva la sua teoria, è cresciuta di ben sei volte, da 1 a 6 miliardi, il dibattito sulla sostenibilità di questa crescita ha continuato ad alimentarsi. Negli anni 70 del secolo scorso il Club di Roma, un'associazione di scienziati, imprenditori e umanisti, ripresero e svilupparono le idee di Malthus. Il Club commissionò lo sviluppo di un modello che stimasse l'impatto della crescita della popolazione sull'ecosistema mondiale ad alcuni ricercatori del MIT di Boston. I risultati dello studio furono pubblicati nel celebre libro "I limiti dello sviluppo" (Meadows, 1972). L'obiettivo della ricerca del MIT era "lo studio, nel contesto mondiale, dell'interdipendenza e delle interazioni di cinque fattori critici: l'aumento della popolazione, la produzione di alimenti, l'industrializzazione,

l'esaurimento delle risorse naturali e l'inquinamento" (Meadows, "I limiti dello sviluppo", p. 24). Inoltre, "il modello assume che la popolazione e il capitale industriale continueranno a crescere esponenzialmente, portando anche l'inquinamento e la domanda per alimenti e risorse non rinnovabili a una crescita simile" (Cole, 2007, p. 241). Date come fisse l'offerta di generi alimentari e le risorse non rinnovabili, non sorprende che il modello preveda un collasso della società nel XXI secolo. Nonostante le previsioni di queste teorie si siano rivelate errate o eccessivamente pessimiste, esse sono state utili per sviluppare il dibattito che ha portato alla definizione di sviluppo sostenibile. Nel 1987, la Commissione Mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo (WCED) pubblicò il rapporto Brundtland, conosciuto anche come "Our common future", che definiva lo sviluppo sostenibile come "uno sviluppo che soddisfi i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri". Questa definizione trova i suoi fondamenti in due principi fondamentali quali la conservazione delle risorse e il rispetto intergenerazionale. Inoltre, il rapporto Brundtland estende il concetto di sostenibilità a tre aree fondamentali: economica, sociale ed ambientale.

1.2.2 Il passaggio da SRI a ESG

È durante lo stesso periodo, tra gli anni 80' e 90', che il termine "investimenti socialmente responsabili" (SRI) assume una sua connotazione specifica, nonostante fosse una pratica diffusa già da almeno un secolo. Probabilmente la prima forma organizzata di investimento etico si ebbe all'inizio del XIX secolo negli USA, quando alcune istituzioni religiose iniziarono una battaglia contro alcol, tabacco e gioco d'azzardo. Nacque così il Pioneer Fund, i cui investimenti escludevano proprio le aziende impegnate in quei settori economici. È però soltanto a partire dagli anni 60 del Novecento, periodo riformista che vede sviluppare il dibattito su temi come le guerre, l'uguaglianza tra le razze, i diritti

delle donne e l'ambiente, che il concetto di Investimento Socialmente Responsabile (SRI) inizia a diffondersi tra l'opinione pubblica. Questo sviluppò nuove forme di pressione sociale nei confronti di aziende e manager che influenzarono molte delle loro scelte e comportamenti in ambito economico e sociale. Ad esempio, iniziò a manifestarsi un atteggiamento riluttante ad investire in titoli di imprese coinvolte nella guerra in Vietnam; o ancora, durante la lotta per i diritti civili contro l'apartheid, ci fu un forte boicottaggio finanziario nei confronti delle imprese americane che favorivano in qualche modo queste pratiche di discriminazione. Il nuovo corso degli investimenti sostenibili si scontrava però con alcuni dei principali studiosi dell'epoca come Milton Friedman, il quale in una delle sue citazioni più celebri affermò nel 1970 al New York Times che "la responsabilità sociale delle imprese è quella di incrementare i profitti". L'affermazione di Friedman si sposa con gli studi di un altro economista dell'università di Chicago, Harry Markowitz, che presentò nel 1959 la sua "Modern Portfolio Theory" (MPT). Uno dei principali risultati della MPT è che "la diversificazione permette allo stesso portafoglio di avere lo stesso ritorno atteso con minore rischio" (Omisore, 2013); infatti secondo Markowitz restringere la scelta di investimenti, come proposto dai sostenitori degli investimenti responsabili, è una delle pratiche più errate da poter fare nel mondo della finanza.

La nozione di ESG -environmental, social, governance- nasce nel campo degli investimenti socialmente responsabili (SRI) nel 2005. Il termine venne infatti coniato in uno storico report intitolato "Who Cares Wins" che fu il risultato di una conferenza tra il segretario generale delle Nazioni Unite e cinquanta CEO delle maggiori istituzioni finanziarie provenienti da tutto il mondo. L'obiettivo della conferenza, sulla scia del Global Compact di pochi anni prima, era quello di integrare i fattori ESG nel settore finanziario. Differentemente dagli SRI, che si basano su valori etici e morali e utilizzano prevalentemente screen negativi, come ad esempio non investire in aziende operanti nel settore del tabacco,

dell'alcol o delle armi, gli investimenti ESG poggiano sull'assunzione che “i fattori ESG hanno rilevanza finanziaria” (Kell, Forbes 2018).

1.2.3 Significato e funzione dei tre fattori ESG

I fattori ESG introducono il tema della sostenibilità nel mondo finanziario. Non stupisce quindi che due di questi, ambientale e sociale, siano gli stessi presentati dal rapporto Brundtland. Il fattore ambientale misura rischi e opportunità per le aziende dovuti al cambiamento climatico; ad esempio l'utilizzo di combustibili fossili e la possibile conversione a risorse rinnovabili di un'impresa è una componente importante per stabilire la sua stabilità finanziaria a lungo termine. L'area sociale, invece, si concentra su diversi argomenti come la sicurezza sul lavoro, i diritti umani o la parità di genere; come in precedenza i temi sociali possono rappresentare sia rischi che opportunità e sono fondamentali per valutare la performance aziendale nel tempo. La *governance*, ovvero la composizione manageriale di un'azienda, non inclusa nelle tre macro aree dello sviluppo sostenibile è invece uno dei tre pilastri dell'ESG. L'inserimento di questo nuovo fattore è riconducibile ad alcuni scandali avvenuti nei primi anni 2000 causati dalla gestione fraudolenta di alcuni manager, come i casi Exxon e WorldCom, e culminati con il fallimento della Lehman Brothers e la crisi dei mutui sub-prime del 2007. Dopo questi avvenimenti divenne chiaro che la “*corporate governance* fosse un indicatore essenziale per stabilire il rischio di un investimento” (Townsend, 2017). Al giorno d'oggi “le tre componenti dell'ESG sono anche considerati i tre pilastri della sostenibilità” (Staub-Bisnang, 2012).

Il concetto di ESG viene spesso confuso con la “responsabilità sociale d'impresa”, meglio nota come CSR, benché si riferiscano a due ambiti molto diversi. La Federazione Europea di Analisti Finanziari (EFFAS) afferma che “ESG è un termine generico usato nei mercati finanziari. Spesso è

erroneamente confuso con termini come CSR o sostenibilità. Però, quando i mercati guardano gli indici ESG, si focalizzano su due aspetti fondamentali: i rischi dovuti a una cattiva performance ESG e le opportunità dovute a una buona performance ESG. Invece i report di responsabilità sociale delle imprese trattano dell'approccio sostenibile di quest'ultime su più livelli e hanno come destinatari tutti gli *stakeholders*, e non solo investitori o analisti finanziari come gli indici ESG". In conclusione, i fattori ESG sono veri e propri indici finanziari utilizzati per stabilire il grado di rischio di un investimento.

1.3 Il quadro normativo: situazione attuale e obiettivi futuri

1.3.1 Le basi del quadro normativo attuale

Il mercato degli investimenti ESG vale l'incredibile cifra di 30,7 trilioni di dollari secondo la *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA). Questa stima è il risultato di un'analisi di dati disponibili ad aprile 2019. La tendenza del +34% rispetto all'anno precedente dimostra una crescita rapida e significativa del settore che, nel 2019, è diventato una realtà consolidata anche per investitori comuni superando il suo prevalente utilizzo "reputazionale" per istituzioni e ricchissimi. Bloomberg, la più grande società d'investimenti al mondo, ha inserito l'impact investing, ovvero gli investimenti legati ai fattori ESG, tra le cinque "big things" della finanza nel 2020; inoltre ha annunciato di voler ampliare il suo "portafoglio sostenibile" di ben 35 miliardi sempre nel corso dello stesso anno. L'ultimo passo necessario per il definitivo sviluppo di questo tipo di investimenti è una regolazione chiara e uniforme a cui tutti possano fare riferimento.

Come sostenuto da PWC, nel report "Finanza Sostenibile" del 2018, il quadro normativo europeo in tema di sostenibilità si poggia su tre pilastri fondamentali. Il primo è la creazione di un sistema di classificazione delle attività economiche

che possano considerarsi “sostenibili”; infatti una tassonomia chiara aiuterà gli investitori e assicurerà una maggiore certezza del diritto. Il secondo pilastro si poggia sull’obbligo, per tutti gli operatori del settore finanziario, di dichiarare pubblicamente tutte le proprie attività ESG. Il terzo e ultimo principio fondamentale è l’integrazione dei fattori ESG nelle scelte d’investimento, sia per quanto riguarda *l’asset management* sia per la presentazione dei prodotti ai clienti. Questi tre pilastri porteranno diverse novità per banche d’investimento, compagnie assicurative e società di *asset management* (PWC 2018).

1.3.2 Il ruolo del HLEG

La Commissione Europea (CE) aderisce all’Agenda 2030 dell’ONU per lo sviluppo sostenibile nel 2015. Il primo passo verso una regolazione della finanza sostenibile è l’istituzione di una commissione di esperti, denominata HLEG (*High Level Technical expert group on sustainable finance*), nel 2016. L’obiettivo della commissione era quello di stilare delle linee guida e una strategia su come regolare questo nuovo settore. Il report del HLEG, pubblicato il 31 gennaio 2018, dà risposte ai complessi quesiti posti dalla CE, in particolare come “indirizzare il flusso di capitali verso investimenti sostenibili; identificare le azioni che le istituzioni finanziarie e i supervisori dovrebbero intraprendere per proteggere il sistema finanziario; implementare queste politiche su scala europea”. Le raccomandazioni del HLEG sono le basi su cui viene stilato, dalla Commissione Europea, l’“*Action Plan*” per finanziare la crescita sostenibile. Il piano si articola in dieci azioni, molte delle quali sono riprese dal report dell’HLEG, che sono necessarie al settore finanziario per raggiungere gli obiettivi sul clima stabiliti dall’accordo di Parigi (2015).

1.3.3 Le 10 azioni dell'Action Plan

Il piano d'azione ha tre obiettivi principali. Il primo è quello di “reindirizzare i flussi finanziari verso investimenti sostenibili al fine di sostenere una crescita sostenibile e inclusiva”. Infatti, secondo le stime della Banca Europea per gli Investimenti (BEI), il gap tra investimenti attuali e quelli necessari per poter perseguire gli obiettivi di Agenda 2030 è di ben 170 miliardi in Europa. A tal fine, la prima azione è quella di istituire un sistema di classificazione unico delle attività sostenibili. La seconda azione, conseguenza della prima, consiste nel creare norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili; in questo modo ci sarà più fiducia e chiarezza sul mercato per tutti gli investitori che desiderano questa tipologia di strumenti. L'assegnazione di questi marchi sarà affidata a una Commissione che dovrà stabilire dei criteri precisi seguendo l'esperienza degli SRI. La terza azione prevede di promuovere investimenti in progetti sostenibili; per indirizzare fondi privati verso questi investimenti saranno incrementate la capacità consultiva di due enti, il Polo europeo di consulenza per gli investimenti e il FEIS (Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici). La quarta azione e la quinta azione hanno l'obiettivo, rispettivamente, di inserire la sostenibilità nella consulenza finanziaria e di trovare degli indici di sostenibilità adeguati. Infatti, le società di consulenza possono avere un ruolo cruciale nell'indirizzare nuovi fondi verso investimenti sostenibili; mentre indici adeguati sono necessari, così come i marchi, per aumentare la fiducia nel mercato. Tutte queste misure sono fondamentali per lo sviluppo di un mercato finanziario sostenibile.

Il secondo obiettivo del Piano è di “integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi”. In particolare, il rischio climatico, che può stravolgere la stabilità finanziaria di molte imprese e, di conseguenza, di molte banche o altri intermediari finanziari, non è ancora tenuto in adeguata considerazione. La sesta azione, quindi, prevede l'integrazione della sostenibilità nelle ricerche di

mercato e nei rating di credito. Il risultato principale sarebbe quello di imporre alle società di rating di includere i fattori ESG nell'elaborazione dei loro dati. È necessario stabilire quali sono gli obblighi per gli investitori istituzionali in tema di sostenibilità e la Commissione sta riflettendo sull'inserire dei requisiti prudenziali per banche e imprese di assicurazioni. L'introduzione di questi nuovi fattori di rischio cambierà inevitabilmente il *risk management* di queste istituzioni. Per questo motivo inserire requisiti patrimoniali per quanto riguarda *asset* sostenibili sembra essere una soluzione plausibile. Questi temi sono inseriti nella settima e ottava azione dell'Action Plan.

La terza e ultima finalità del progetto è quella di “promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine”. Il primo passo da compiere consiste nel migliorare ed ampliare la comunicazione delle imprese sul tema della sostenibilità. Data la eterogeneità degli argomenti trattati è necessario trovare il giusto compromesso tra flessibilità e standardizzazione delle informazioni. La decima azione si focalizza sulla *governance* delle aziende: i manager sembrano troppo preoccupati dagli obiettivi a breve termine dati dal mercato finanziario per poter considerare i rischi a lungo termine dati dalle componenti ESG. La Commissione Europea, per invertire questa tendenza, vuole introdurre l'obbligo di redigere un piano per la sostenibilità in capo a tutti gli amministratori.

L'Action Plan è il primo passo verso una regolazione completa del settore. Per un'efficace attuazione del piano saranno necessarie azioni legislative e non legislative, oltre alla modifica di norme già esistenti e, soprattutto, una stretta collaborazione con le autorità europee di vigilanza. Per poter comprendere la portata della riforma in atto è utile ricordare le parole di Anna Genovese, commissario Consob, nel corso della prima ESG Business Conference. “Le misure per la finanza sostenibile, varate o in procinto di esserlo a livello Ue, toccano tutta la regolazione finanziaria esistente”, un'onda ESG destinata a cambiare le aziende e la filiera finanziaria.

1.4 Indici di sostenibilità: una disciplina in continua evoluzione

1.4.1 Gli standard del TEG

Il TEG (*Technical Expert Group on sustainable finance*) è un gruppo di trentacinque esperti in materia di finanza sostenibile, costituito dalla Commissione Europea per attuare le dieci azioni dell'Action Plan. Nel 2019 il TEG ha pubblicato il “*final report on climate benchmarks and benchmark's ESG disclosure*”. Gli indici hanno un impatto fondamentale, anche se indiretto, sulle scelte d'investimento. Molti *asset manager* e investitori si basano su di loro per monitorare gli investimenti e stimarne il ritorno, oppure per misurare la *performance* di un fondo o di un portafoglio. Recentemente i *benchmark ESG* hanno assunto anche una nuova funzione: incentivare le imprese a migliorare la loro performance sostenibile. Infatti il loro utilizzo sistematico e l'inserimento nel mercato finanziario può aiutare gli analisti ad avere una visione più a lungo termine e sostenibile e di rendere la transizione verso una *low-carbon economy* meno traumatica. Il report del TEG ha come obiettivo aumentare la comparabilità tra indici di sostenibilità, fornire uno strumento importante agli investitori per le loro strategie, aumentare la trasparenza sull'impatto dei nuovi rischi sui titoli, in particolare il rischio climatico e il rischio dovuto alla transizione verso nuove fonti d'energia, ed eliminare il “*greenwashing*”, la pratica di definire sostenibili progetti o politiche senza particolari motivazioni al solo fine di guadagnare consensi e migliorare la reputazione. Il report ha creato due nuove tipologie di benchmark climatici. Il primo è il “*EU Climate Transition Benchmark*”, che seleziona i titoli sulla base degli obiettivi di riduzione di CO₂; il secondo è il “*EU Paris-Aligned Benchmark*” che invece individua i titoli che sono in linea con l'obiettivo dell'accordo di Parigi, ovvero contenere l'aumento delle temperature globali

sotto gli 1,5 gradi. Le raccomandazioni del TEG coprono anche altri aspetti importanti sulla formazione di indici ESG. In particolare, l'articolo 13 del Regolamento dispone che un amministratore di indici debba rendere pubblica "una spiegazione di come gli elementi chiave della metodologia riflettano i fattori ambientali, sociali e di *governance* per ogni indice o famiglia di indici". La metodologia a cui si fa riferimento riguarda, ovviamente, la composizione dell'indice; essa deve includere anche il modo con cui l'indice si allinea ai parametri di Parigi sulla riduzione di emissioni inquinanti. Infine, il report fornisce degli schemi generali da rispettare per poter presentare i diversi indici di sostenibilità; ogni schema contiene i requisiti minimi da dichiarare per ogni diversa tipologia di titolo. In generale, il report è un passaggio fondamentale verso la standardizzazione degli indici di sostenibilità e, di conseguenza, per la crescita della finanza sostenibile. Infatti, è spesso complicato fare paragoni tra le diverse imprese per i numerosi e differenti indici finanziari presenti sul mercato (Krajnc and Glavic, 2005) e il report prova a risolvere soprattutto questa problematica.

1.4.2 Gli indici di sostenibilità sul mercato

Per comprendere pienamente come viene sviluppato un indice ESG è necessario fare un passo indietro verso gli investimenti responsabili (SRI). Gli investimenti sostenibili si dividono principalmente in due categorie, *avoid* ed *advance*. La prima categoria consiste nell'evitare alcune aziende o settori che violano alcuni principi dell'investitore, come il tabacco o le armi. La seconda categoria, invece, consiste nel cercare un ritorno finanziario dato un certo livello di risultati sostenibili che si vogliono ottenere; è in questo campo che nascono e proliferano gli indici di sostenibilità per stimare i rischi e le opportunità ESG. Un esempio può consistere nell'investire nella produzione di risorse rinnovabili.

Il primo indice di sostenibilità della storia fu il MSCI KLD 400 Social Index, lanciato dalla KLD Research & Analytics nel 1990. Il KLD 400, ad oggi, viene calcolato con misurazioni oggettive che tengono conto dei rating ESG, del punteggio di controversie ESG, il target del settore di appartenenza e qualsiasi altro evento legato alle società in tema di sostenibilità. Inoltre l'andamento dell'indice, se confrontato con il S&P 500 (figura 1), mostra ritorni pari o superiore a quest'ultimo in tutto il periodo considerato e dimostra che la creazione di valore per gli azionisti si può allineare con la creazione di valore sociale (Chatterij and Levine, 2006).



Il settore della ricerca ESG si è sviluppato molto dalla nascita del primo indice di sostenibilità. Nell'elaborazione di un indice vi sono almeno quattro attori fondamentali, come mostrato dal report Bloomberg *“An evolution in ESG Indexing”*. I primi ad entrare in gioco sono gli *“standard setters”*, coloro che dettano le regole in termini di struttura e requisiti per gli indici di sostenibilità come il TEG o il *Global Reporting Initiative (GRI)*. I *“data aggregator”* raccolgono tutti i dati disponibili necessari ad elaborare gli indici: due esempi sono *Bloomberg* e *Morningstar*. Gli *“specialised data”* sono società che si occupano solo di alcuni dati specifici. Ad esempio, *Trucost* studia solo dati ambientali mentre *RepRisk* si occupa del comportamento della *governance* e

della reputazione dell'azienda in generale. Il quarto componente del settore sono le società di *rating*, che con i dati raccolti elaborano l'indice definitivo, come MSCI ESG research.

1.4.3 Come si sviluppa un indice ESG: il caso MSCI

Gli indici MSCI, come accennato in precedenza, vengono calcolati utilizzando tre strumenti di MSCI ESG Research: “*ESG rating*, *ESG controversy score* ed il *ESG Business Involvement Screening Research*. Gli *ESG rating* possono variare su una scala a sette livelli che può variare da AAA a CCC, in base a come l'impresa gestisce i rischi sociali, ambientali e di *governance*. Il secondo strumento dà un punteggio a eventuali controversie in ambito ESG che la società deve affrontare. La scala varia da 0 a 10, con 0 che indica le controversie più gravi. Il terzo prodotto, denominato BSR, fornisce un servizio di *screening* ai *manager* per gestire ed integrare i rischi ESG.

La metodologia di MSCI per elaborare il suo indice ESG si compone di quattro step. Il primo passaggio consiste nell'identificare il cosiddetto “indice parente”, che definisce l'universo di imprese che saranno selezionate come componenti dell'indice. Solitamente si escludono i settori più controversi. MSCI esclude le aziende che producono tabacco e armi, in quanto tali aziende hanno un *ESG controversial score* uguale a 0 e non compariranno nell'indice. Un altro “peso” che viene assegnato si basa sulla capitalizzazione di mercato, così che le imprese a più alta capitalizzazione abbiano un'incidenza maggiore. Il terzo passo consiste nello stabilire i vincoli per l'ottimizzazione; infatti ogni componente è selezionato con l'obiettivo di massimizzare il suo punteggio ESG, mantenendo però il rischio e il ritorno simili a quelli dell'indice parente. Dopo aver massimizzato i punteggi ESG di ogni impresa considerata nell'indice bisognerà determinare il portafoglio ottimo per avere i MSCI ESG

Focus Indexes. Questo è una delle metodologie per poter costruire un indice, ma non esiste una metodologia standard (Izquierdo, Olmedo and Torres, 2010).

1.5 Cosa si intende per green bond

1.5.1 Origine e mercato

Un “green bond” è un’obbligazione che viene emessa per finanziare progetti ambientali o in qualche modo legati al cambiamento climatico. Il primo green bond al mondo è stato emesso nel 2007 dalla Banca Europea degli Investimenti (BEI) ed è di origine italiana. Infatti, ad inventarlo è stato Aldo Romani, attualmente capo del *funding* sostenibilità della BEI. Il green bond si differenzia da una normale obbligazione principalmente su quattro aspetti. Il progetto deve essere scelto precedentemente all’emissione e i soldi raccolti devono essere vincolati al progetto stesso. Inoltre, l’emittente, almeno una volta l’anno, deve dare una rendicontazione sull’utilizzo dei fondi sullo stato d’avanzamento del progetto, è prevista anche la revisione di una parte terza per valutare documenti e obiettivi. Queste caratteristiche dei green bond sono state indicate a livello internazionale dall’ICMA, l’associazione internazionale dei mercati di capitali, nei “*Green Bond Principles*” e sono una forma di autoregolazione. Questi principi sono ripresi e sviluppati più dettagliatamente nel report del TEG intitolato “*EU Green Bond Standards*” con l’obiettivo di stabilire una regolamentazione vera e propria a livello globale. I primi emittenti di *green bond* sono stati enti sovranazionali, come la BEI, seguite poi da grandi imprese e governi. Il mercato dei green bond è in continua espansione. Il valore di mercato di questa tipologia di titoli, al 31 gennaio 2020, ammontava a 566 miliardi di euro con un trend in crescita del 50% nel 2019 rispetto all’anno precedente (170 miliardi di titoli emessi contro 113). Anche in Italia, benché il mercato sia ancora nelle sue fasi iniziali, ci sono state importanti emissioni da società come ENEL, Ferrovie dello Stato ed ERG. Secondo un rapporto di

Ricerca e Studi Intesa San Paolo, il mercato è destinato a crescere ancora nel 2020 soprattutto grazie a nuove emissioni governative.

1.5.2 Le disposizioni del TEG

Il report “*EU Green Bond Standards*” pubblicato dal TEG nel 2019 rientra tra le azioni più importanti dell’Action Plan della Commissione Europea in materia di finanza sostenibile. Il report si pone l’obiettivo di promuovere il mercato dei green bond ed incrementarne la fiducia e la trasparenza. Il report si poggia su tre principi fondamentali: la definizione di un *framework* ufficiale per i *green bond*, una tassonomia di investimento sostenibile condivisa ed una revisione esterna pre e post emissione per ottenere la certificazione “*EU Green Bonds*” (EU-GBS). La prima raccomandazione del report riguarda la definizione di progetto sostenibile, il quale deve rispettare quattro caratteristiche fondamentali. Innanzitutto, deve contribuire a perseguire uno o più dei sei “obiettivi sostenibili” definiti dalla CE, riguardanti sia la sfera ambientale che social. Questi obiettivi variano dalla mitigazione del cambiamento climatico fino alla protezione degli ecosistemi. Inoltre, il progetto non deve recare nessun tipo di danno ambientale e rispettare le norme sulla sicurezza dei lavoratori stabiliti dall’International Labour Organisation (ILO). Infine, il progetto deve essere valutabile secondo i “*technical screening criteria*”, parametri ufficiali sull’utilizzo delle risorse e l’impatto ambientale. Per quanto riguarda il *framework* degli EU-GBS, il report prevede che l’emittente descriva quali sono gli obiettivi sostenibili del titolo e le strategie per perseguirli. Inoltre, deve essere spiegato come il progetto rispetta i “*technical screening criteria*” e la metodologia con cui sono calcolati i relativi parametri. Il report amplia gli obblighi di rendicontazione in capo agli emittenti, i quali dovranno fornire informazioni dettagliate in merito sia all’allocazione delle risorse finanziarie sia sul grado di avanzamento del progetto e il suo relativo impatto ambientale.

Una novità importante riguarda l'obbligo di verifica pre e post emissione da parte di un'autorità competente per rilasciare la certificazione di "EU-GBS". L'analisi pre-emissione si concentra sul *framework* raccomandato dal report, il quale deve essere completo in tutte le sue parti. Invece, nel momento successivo all'emissione è obbligatorio verificare se le risorse finanziarie sono state effettivamente destinate a un progetto "green". Il TEG ha indicato l'European Securities Market Authority (ESMA) come l'ente adatto a svolgere questo ruolo di supervisione. Per il momento il consiglio del TEG è quello di rendere pubbliche queste disposizioni sotto forma di raccomandazioni o regolamenti, senza quindi una vera e propria efficacia legale. Quindi gli attori del mercato finanziario potranno decidere liberamente se adottare o meno queste misure, anche se sono fortemente consigliate. L'obiettivo è quello di dare tempo al mercato di abituarsi alle nuove disposizioni in modo tale da renderle efficaci legalmente nell'arco temporale di tre anni.

1.5.3 Green bond e obbligazioni tradizionali

"Il mercato dei *green bond* merita di essere valutato in un contesto più ampio del mercato obbligazionario. I rendimenti e la volatilità, soprattutto dei *corporate green bond*, ne fanno un valido sostituto delle obbligazioni ordinarie in un portafoglio creditizio", ciò è quanto affermato da Bram Bos, *Lead Portfolio Manager Green Bonds* di NN Investment Partners a fine 2019. NN Investment Partners (NN IP) ha recentemente pubblicato una ricerca sui rendimenti e il rischio dei *green bond* negli ultimi quattro anni. L'analisi confronta il *Bloomberg Barclays MSCI Euro Green Bond Index* rispetto a un indice di obbligazioni societarie e governative tradizionali denominate in euro (*Bloomberg Barclays MSCI Euro Aggregate Index*). Il risultato della ricerca indica che nel 2019 le obbligazioni "verdi" hanno avuto un rendimento medio del 7,4% rispetto al 6% delle obbligazioni tradizionali. D'altra parte, la

volatilità dei green bond è stata maggiore in tre dei quattro anni analizzati, è evidente quindi che rischi maggiori hanno portato ritorni maggiori.

Prendendo in considerazione solo i titoli corporate, i rendimenti dei corporate green bond è stato maggiore dello 0,2% nel 2019 rispetto alle obbligazioni classiche (6,4% contro 6,2%), e sempre migliore negli altri 3 anni considerati. Anche in questo caso la volatilità per le obbligazioni sostenibili è maggiore, però con una differenza che si è assottigliata negli anni. La conclusione del report secondo Bos conferma che “investire in *green bond* è un modo semplice per avere un portafoglio più sostenibile senza dover rinunciare alla performance finanziaria”. Questo è dovuto al fatto che le principali emittenti di green bond sono società giovani e innovative, che si avvicinano al loro business in modo sostenibile e, quindi, meno esposte al rischio del cambiamento climatico e di transizione verso una *low-carbon economy*.

1.6 Conclusioni

Il tema della sostenibilità sta diventando sempre più centrale nell'economia e, in particolare, nel mondo finanziario. La nascita del termine ESG e l'inserimento di queste nuove variabili, sociali, ambientali e di composizione della *governance*, nella valutazione della redditività e del rischio di titoli finanziari, ha cambiato rapidamente il mercato offrendo nuovi scenari a investitori e aziende. Gli investimenti sostenibili sono usciti dal loro mercato “di nicchia” e sono diventati una realtà importante, ricca di opportunità per chi saprà affrontare il rischio del cambiamento climatico con politiche sostenibili di successo e nuovi progetti.

La Commissione Europea si è impegnata molto per rendere la finanza più *green* ed ha tracciato la strada per una regolazione completa del settore. Sono stati fatti molti passi in avanti grazie ai report del TEG relativi alla tassonomia di sostenibilità, agli indici finanziari sostenibili e alle caratteristiche di un *green*

bond. Tutte disposizioni che hanno lo scopo comune di sviluppare il mercato degli investimenti ESG per raggiungere gli obiettivi ambientali di Agenda 2030. Nonostante a livello teorico il lavoro svolto sia stato ingente, l'implementazione di queste politiche è ancora in via di sviluppo e necessita di ulteriori sforzi. Probabilmente il risultato più importante ottenuto negli ultimi anni è quello di aver compreso che i progetti sostenibili possono essere anche redditizi. Questa svolta porterà sempre più investitori ad entrare sul mercato e migliorerà la sostenibilità globale.

Capitolo 2: Il ruolo delle banche centrali nella finanza sostenibile

2.1 Introduzione

Il secondo capitolo, nel suo insieme, tratta del nuovo ruolo delle banche centrali come promotrici della finanza sostenibile.

Il primo paragrafo illustra storia e funzionamento del *Network for Greening the Financial System (NGFS)*, gruppo che include molte banche centrali e supervisor ed ha l'obiettivo di condividere le strategie più efficaci per l'implementazione dei principi per gli investimenti responsabili. Inoltre, il NGFS ha pubblicato diversi report, tra cui quello presentato nel paragrafo che definisce il cambiamento climatico come un nuovo rischio finanziario.

Il secondo paragrafo tratta, più nello specifico, dei diversi portafogli finanziari in possesso delle banche centrali. Il NGFS, in un altro report, ha redatto una guida per aiutare le banche centrali ad entrare nel settore della finanza sostenibile. Ogni portafoglio, in base al suo scopo o per le caratteristiche degli asset che lo compongono, si adatta meglio ad alcune strategie di investimento responsabile rispetto ad altre.

Il terzo ed ultimo paragrafo discute dei due casi Banca d'Italia e *Banque de France*. Le due banche hanno scelto strade diverse per rendere i propri portafogli più sostenibili e un confronto tra di esse è fondamentale per comprendere a che punto è la transizione verso un sistema finanziario più sostenibile.

2.2 NGFS: Network for Greening the Financial System

2.2.1 Storia, membri e obiettivi

Il NGFS (*Network for Greening the Financial System*) include diverse banche centrali e supervisorie con l'obiettivo di condividere esperienze e conoscenze nel campo della finanza sostenibile. Il gruppo nasce durante il "One Planet Summit" tenutosi a Parigi nel 2017 su iniziativa della *Banque de France* e inizialmente era composto da banche centrali e supervisorie di otto paesi: Francia, Cina, Paesi Bassi, Germania, Messico, Singapore, Svezia e Regno Unito. Attualmente il NGFS conta 54 membri e 12 osservatori provenienti da tutti e cinque i continenti.

Gli obiettivi principali dell'iniziativa, così come quelli degli enti menzionati nel precedente capitolo, riguardano l'analisi dei rischi e delle opportunità derivanti dal cambiamento climatico nel settore finanziario. L'approccio del NGFS è, però, più tecnico e focalizzato principalmente sulla gestione del rischio per banche e compagnie di assicurazione nella fase di transizione verso un'economia che possa rispettare i parametri ambientali stabiliti dall'"Accordo di Parigi". Le azioni del *network* si articolano in tre aree principali: supervisione, macro-finanziaria e diffusione della finanza sostenibile. La prima area d'interesse, il cui gruppo di lavoro è presenziato da Man Jun della *People's Bank of China*, si occupa delle metodologie per inserire il rischio ambientale nella supervisione micro-prudenziale; ovvero il controllo dei singoli intermediari finanziari e la definizione delle informazioni ambientali che quest'ultimi devono fornire al pubblico. L'area macro-prudenziale, guidata da Sarah Breeden della *Bank of England*, si focalizza, invece, sull'impatto macroeconomico della transizione verso un'economia *low carbon* e sulle conseguenze che questo processo può portare sulla stabilità finanziaria. Infine, l'area di diffusione della finanza sostenibile, con a capo Joachim Wuermeling della *Deutsche Bundesbank*, ha come obiettivo principale quello di trovare

misure e politiche atte a far diventare le banche centrali e i supervisori i veri protagonisti dello sviluppo della *green finance*.

Il primo risultato concreto del NGFS è stata la pubblicazione del report “A call for action” nel 2019, che presenta sei raccomandazioni per banche e supervisori in tema di finanza sostenibile.

2.2.2 Climate change: perché è un nuovo rischio finanziario?

Il Gruppo intergovernativo di esperti sul cambiamento climatico (*Intergovernmental Panel on Climate Change*) ha affermato che, se il livello di emissioni prodotte dall'uomo continuerà su questi livelli, “la temperatura terrestre aumenterà di 1,5 gradi dal 2030 al 2052” (IPCC, 2018). Un incremento di questa portata avrà come conseguenza lo stravolgimento degli attuali equilibri climatici, e potrebbe aumentare il rischio di eventi catastrofici. Il report “A call for action” pubblicato dal NGFS si basa su queste premesse per definire il cambiamento climatico come un nuovo rischio finanziario. Il rischio climatico si suddivide in due tipologie: rischio “fisico” e rischio “di transizione”. Il primo include tutti i costi economici e finanziari derivanti dalla sempre maggiore frequenza di fenomeni climatici anomali e calamità naturali che arrecano danni a cose o persone. Il rischio “di transizione”, invece, si riferisce al processo di adattamento ad una *low-carbon economy* ed include tutti i costi di natura legale, come tasse sull'emissione di gas inquinanti, o strutturali, come la conversione di impianti per l'utilizzo di risorse rinnovabili.

Fenomeni climatici estremi possono distruggere proprietà e risorse, creando un calo della produttività e della ricchezza. In generale, i costi economici globali causati da disastri naturali “hanno superato la media trentennale di 140 miliardi di dollari all'anno ben sette volte negli ultimi dieci anni” (*Munich Reinsurance Company, 2019*). Tutto questo dimostra che il rischio fisico non riguarda solo il futuro, ma sta già facendo vedere i suoi effetti sull'economia attuale. Inoltre,

alcuni studi hanno stimato che, se il *trend* attuale del riscaldamento globale non sarà convertito, sarà a rischio fino al 17% del valore finanziario di tutto il mondo (*The Economist Intelligent Unit, 2015*). La transizione verso una *low carbon economy*, però, è complicata e necessita di ingenti risorse. Infatti, reindirizzare i capitali verso nuovi investimenti sostenibili porterà ad un cambiamento strutturale dell'economia e a costi molto importanti, specialmente in alcuni settori. Si stima che questo processo possa portare a perdite da 1 a 4 trilioni di dollari nel solo settore energetico (IAE and IRENA, 2017). E' tuttavia opinione diffusa tra gli studiosi della materia che i costi per la mancata attuazione di adeguate misure per affrontare il cambiamento sarebbero molto maggiori. In conclusione, il cambiamento climatico è un vero e proprio rischio finanziario che mina la stabilità dei mercati. La natura di questo rischio, che se sottovalutato può diventare sistemico, ha ovviamente catturato l'attenzione delle banche centrali sebbene l'argomento *climate change* sembri poco inerente al loro ruolo.

2.2.3 Metodologie per valutare il rischio climatico

Dopo aver riconosciuto che il cambiamento climatico è una minaccia per il sistema finanziario nel suo complesso, il secondo problema da affrontare per il NGFS riguarda le metodologie per poter valutare il suo effettivo impatto finanziario ed economico. Le strategie standard per calcolare i rischi finanziari, basate sulla combinazione tra ritorni attesi e rischi calcolati sulla base di valori storici, non sono adeguate per la computazione del rischio climatico. Infatti, il *climate change* è un rischio endogeno, in quanto dipende fortemente dalle azioni di tutti gli attori del sistema economico, dalle imprese ai regolatori, e da come esso viene percepito (Battiston, 2019). Inoltre, si distingue tra transizione "ordinata" e "disordinata". La prima tipologia prevede una situazione in cui le politiche intraprese sono chiare, credibili e condivise. In questo scenario le

conseguenze della transizione sono facilmente prevedibili e, di conseguenza, mitigabili e non si presenta, quindi, un rischio per il sistema nel suo complesso. La cosiddetta transizione “disordinata”, invece, prevede uno shock del sistema e un rischio sistemico persistente. Le cause che potrebbero portare a questa possibilità risiedono nella complessità delle politiche da intraprendere che interessano anche molte dinamiche sociali e dipendono dagli interessi personali delle società. Il NGFS ha creato un *framework* per potere analizzare i diversi scenari che presenta fondamentalmente due dimensioni: le azioni intraprese contro il *climate change* e il modo in cui avviene questa transizione. Ovviamente, tra i quattro scenari proposti nel grafico sono in realtà possibili infiniti risultati, tuttavia i casi “limite” proposti dal *framework* (figura 2) sono molto utili per banche centrali e supervisor (NGFS a, 2019). Ad esempio, lo scenario in alto a destra indica l’entità del rischio fisico nel caso in cui nessuna misura contro il riscaldamento globale venga intrapresa, mentre quello in basso a sinistra può evidenziare i maggiori cambiamenti strutturali del sistema economico dovuti a uno sviluppo più sostenibile.

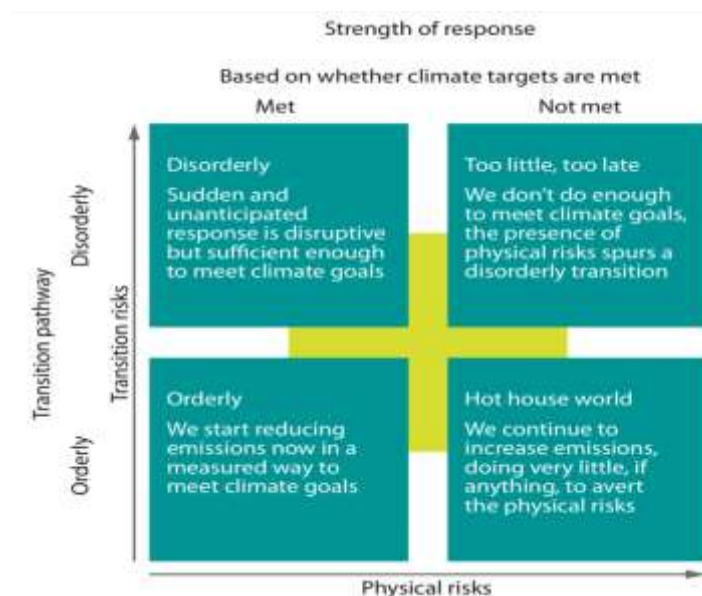


Figura 2. Fonte: Report “A call for action”, NGFS

La *Bank of England (BoE)* è la prima banca centrale ad aver annunciato uno stress test per le banche inglesi, di cui si avranno i risultati nel 2021. Gli stress test sono uno strumento molto utilizzato dai regolatori per poter valutare l’impatto di una nuova variabile, in questo caso il *climate change*, su singoli attori del mercato o sul sistema nel suo insieme. Più precisamente il test ideato dalla BoE prevede tre diversi scenari, ognuno con un innalzamento della temperatura differente, con l’obiettivo di studiare gli effetti sulle singole banche inglesi (BoE b, 2019). La finalità di questo *stress test* è esclusivamente di informare le singole banche sui possibili scenari che potrebbero verificarsi nei prossimi anni. La BoE ha affermato che ben il 70% degli assets delle banche anglosassoni sono verso produttori di combustili fossili o altre attività definibili come “*brown*”. Per questo motivo, sebbene il test sia attualmente solo a scopo informativo, in futuro sarà la base sulla quale formulare le strategie più efficaci per rendere le banche più sostenibili (BoE a, 2019).

2.3 SRI e portafogli delle banche centrali: le diverse strategie

2.3.1 I portafogli delle banche centrali

La *Bank for International Settlement (BIS)*, considerata la “banca” delle banche centrali, ha dichiarato, a fine 2019, che il cambiamento climatico porterà ad “eventi finanziari disastrosi che potrebbero essere la causa della prossima crisi del sistema finanziario”. Inoltre, il team *ESG Thematic Research* di DWS, uno dei più grandi fondi finanziari a livello europeo, ha affermato che “le banche centrali dovrebbero applicare i principi per l’investimento responsabile alle proprie riserve e fondi pensione” (Lewis e Birt, 2018). In tal senso, la prima banca centrale ad aver sottoscritto questi principi è stata la Banca Centrale dei Paesi Bassi (DNB). Nonostante l’attenzione alle problematiche climatiche sussistono, tuttavia, ancora molte tematiche da superare per poter rendere le

banche centrali vere e proprie promotrici della finanza sostenibile. Infatti, tali istituzioni hanno obiettivi prioritari a cui devono attenersi, tra cui: i) assicurare la stabilità dei prezzi e del sistema finanziario; ii) la supervisione delle banche e iii) determinare una politica monetaria. Il NGFS ha pubblicato una guida su come integrare i parametri ESG nei portafogli delle banche centrali senza che esse vengano meno ai loro compiti principali. Prima di procedere con le diverse strategie è necessario definire le quattro tipologie di portafogli in possesso delle banche centrali.

I *policy portfolios* sono la componente più importante delle banche centrali e contengono il maggior numero di *asset*. La loro definizione è molto ampia poiché dipende dal mandato dell'istituzione di riferimento. In generale, la libertà di azione per questa tipologia di portafoglio è molto limitata e si focalizza su investimenti che presentano alti standard in termini di liquidità e qualità del creditore; per questo motivo gli asset più comuni in questi portafogli sono titoli di stato. Gli *own portfolios* sono, invece, solitamente composti da azioni o obbligazioni di società e hanno la finalità di ottenere dei ritorni con un grado di rischio accettabile. Per composizione sono simili ai *pension portfolios*, che però hanno la finalità di assicurare dei risparmi agli individui che investono in questi fondi e, di conseguenza, hanno obiettivi a più lungo termine. Infine, i *third-party portfolios* sono portafogli di terzi gestiti dalle banche centrali; in questo caso la finalità è stabilita dagli accordi tra le parti. Il NGFS ha presentato un questionario a 25 banche centrali per valutare se i principi SRI siano utilizzati nella gestione dei loro portafogli. La risposta presentata nel grafico seguente (figura 3) mostra una tendenza a utilizzare questi principi principalmente per gli *own portfolios*. Inoltre, essendo il concetto di SRI molto ampio, il suo utilizzo nei *policy portfolios* si riferisce soprattutto alle politiche di scambio valuta estera e molto poco a temi ambientali, sociali o di governance.

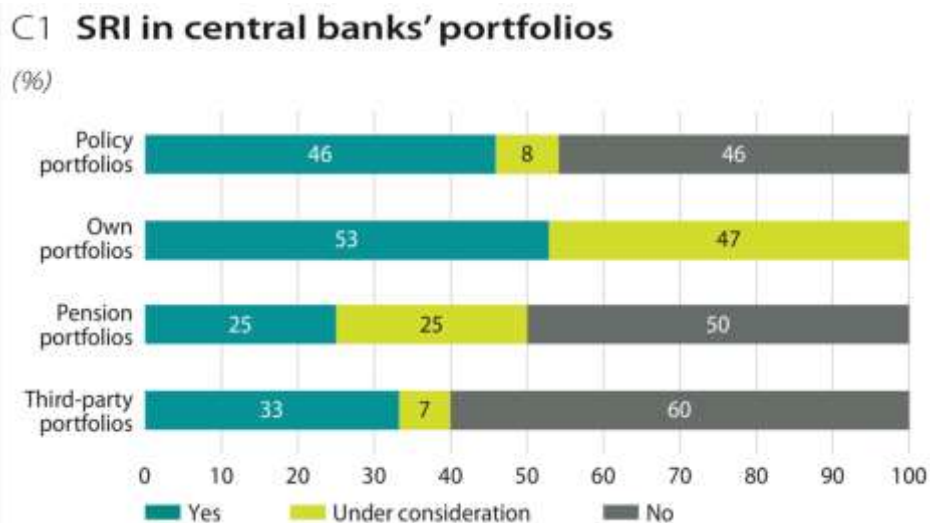


Figura 3. Fonte: Questionario NGFS su *SRI Portfolios Management 2019*

2.3.2 Strategie SRI e le possibilità di applicazione nei diversi portafogli delle banche centrali

La prima strategia nata nel campo degli SRI, e già discussa in precedenza, è il *negative screening*. Ovvero “escludere investimenti in settori che non rispettano criteri ambientali o sociali predeterminati” (Robeco). Per le banche centrali è estremamente complicato determinare tali criteri, in quanto esse devono garantire la neutralità del mercato. Inoltre, escludere interi settori dai loro portafogli potrebbe portare ad un peggioramento della performance in termini di rischio e rendimento. Nonostante ciò, la ricerca del NGFS ha mostrato che il *negative screening*, basato su valutazioni oggettive, come la violazione di leggi globalmente o localmente riconosciute, è una strategia largamente usata per l’acquisto di titoli ed obbligazioni di società, indipendentemente dal portafoglio di riferimento (NGFS b, 2019). D’altra parte, un *negative screening*, basato su valutazioni di tipo ambientale per fini non strettamente legati alla performance finanziaria sembra più applicabile agli *own portfolios* o ai *third-party portfolios*, se specificato dagli accordi tra le parti.

Un'altra strategia largamente usata per gli investimenti responsabili è il *best-in-class approach*, che significa “investire nelle aziende che hanno il rating ESG migliore nel loro settore”. Questa strategia sembra più percorribile per le banche centrali in quanto non esclude nessun settore, ma sceglie le società più “green” tra i vari settori. Inoltre, questo approccio permette di stabilire con più facilità gli obiettivi da perseguire, come ad esempio, la riduzione delle emissioni o la promozione di politiche sociali. L'unico problema, dietro questa strategia, è la difficoltà di reperire dati univoci sulle tematiche ESG e, di conseguenza, poter formulare degli indici coerenti tra di loro. Attualmente, molte banche centrali hanno provato il *best-in-class approach* in quasi tutti i loro portafogli tranne che nei *policy portfolios*, probabilmente a causa della natura degli asset che li compongono, principalmente titoli di stato, per i quali è quasi impossibile applicare detta strategia.

Lo sviluppo degli SRI ha portato alla nascita dell'*ESG integration*, dove “il rischio finanziario viene calcolato includendo sistematicamente i fattori ambientali, sociali e di governance” (Robeco). Tale strategia è comunemente usata da coloro che investono in azioni per valutare se i rischi ESG sono compensati da un maggior *risk premium*. Essa è comunque compatibile con tutti i portafogli delle banche centrali ed è infatti viene utilizzata per la maggior parte dei titoli emessi da società, senza distinzione del portafoglio di appartenenza.

L'*impact investing* è attualmente la frontiera più importante ed innovativa nel campo degli SRI. Con questo termine si intende un investimento che genera un impatto ambientale o sociale positivo, oltre ovviamente ad un ritorno finanziario (Robeco, 2018). Gli strumenti finanziari più accessibili per i portafogli delle banche centrali sono i *green bonds*, titoli emessi sia da governi che da singole società. Per stimolare le banche centrali ad investire in questa tipologia di titoli la BIS (*Bank for International Settlement*) ha istituito il *Green Bond Investment Pool*, un fondo a cui le banche centrali possono partecipare

per acquistare titoli sostenibili ed integrare così la sostenibilità nella gestione delle loro riserve. Lo studio del NGFS ha evidenziato che molte banche centrali stanno considerando gli investimenti in *green bonds* per gli *own portfolios* e i *policy portfolios*. Allo stesso tempo, la loro diffusione nei *pension portfolios* e nei *third-party portfolios* è molto limitata, probabilmente perché in questi ultimi due casi è necessario anche il consenso di una terza parte per le scelte d'investimento.

L'ultima strategia riconosciuta per gli investimenti socialmente responsabili è la “*voting and engagement*” che prevede l'esercizio di diritti di proprietà volti a migliorare il comportamento sostenibile dell'azienda; ha quindi prevalentemente una finalità extra-finanziaria. Sebbene detta strategia sia più indicata per coloro che investono in *equity*, alcune banche centrali hanno applicato questa strategia per alcuni dei loro titoli societari principalmente in *pension* ed *own portfolios*. Al fine di garantire la neutralità del mercato, a volte le banche delegano soggetti terzi per poter adempiere ai diritti di proprietà, come il voto in assemblea.

2.4 Banca d'Italia e Banque de France a confronto

2.4.1 ESG Integration in Banca d'Italia

La Banca d'Italia ha un ruolo attivo nel campo della finanza sostenibile. Infatti, oltre ad essere membro del NGFS, ha annunciato di “aver adottato una strategia di investimento che integra considerazioni ESG nei propri portafogli azionari” (Visco, Governatore Banca d'Italia). La Banca d'Italia ha, quindi, scelto la strategia di *ESG Integration* per due portafogli di *equity* in suo possesso dal valore di 8 miliardi di euro, ovvero il 6% del valore dei suoi asset. L'obiettivo di Banca d'Italia, oltre allo sviluppo della finanza sostenibile, è quello di migliorare la gestione del suo rischio finanziario,

tramite investimenti innovativi che producano un impatto sociale e ambientale positivo (Banca d'Italia a, 2019). La metodologia utilizzata si basa su due principi fondamentali: l'esclusione di settori che operano in contesti contrastanti con le disposizioni del *Global Compact* delle Nazioni Unite e la preferenza per società con rating ESG più alti nel loro settore, ovvero il *best-in-class approach*.

Come presentato da un approfondimento della Banca d'Italia, l'implementazione dell'*ESG integration* è stata condotta con strategie diverse tra i due portafogli. Il portafoglio "italiano" investe di norma in tutte le società incluse nell'indice di mercato scelto dalla Banca. Successivamente, il peso degli asset nel portafoglio viene ricalcolato in base al rating ESG delle società di appartenenza, maggiorato in caso di un alto rating o diminuito nel caso contrario (Banca d'Italia b, 2019). Questo approccio è denominato *ESG tilt* o "*score and weight approach*". Per quanto riguarda il portafoglio dell'area euro, la Banca investe in un sottoinsieme di azioni, al fine di limitare i costi operativi e di transazione. Inoltre, al fine di migliorare la performance "sostenibile" del portafoglio, sono stati aggiunti nuovi vincoli nel modello di ottimizzazione, oltre ad essere state escluse dall'universo dei possibili investimenti le società che hanno un rating ESG inferiore a un determinato limite. Questa metodologia è definita come "*ESG and beta optimization*" (NGFS b, 2019).

L'applicazione di questa strategia ha portato ad una leggera crescita del *tracking error*, che si traduce in ritorni maggiori per i portafogli rispetto al passato. Tendenza confermata anche dall'applicazione del *back testing*, che ha mostrato come l'applicazione dell'*ESG Integration* abbia portato a dei rendimenti superiori rispetto al portafoglio precedente. Inoltre Banca d'Italia, nel suo report, ha voluto evidenziare anche i miglioramenti in ambito ambientale del portafoglio, che si riflettono in una riduzione delle "emissioni totali di gas serra (-23% circa, pari a -0,76 milioni di tonnellate), di consumo di

energia (-30% circa, equivalenti a 7,67 milioni di giga joule) e di consumo di acqua (-17% circa, pari a 6,95 milioni di metri cubi)” (Banca d’Italia b, 2019).

2.4.2 L’ Impact Investing di Banque de France

La *Banque de France (BDF)* è probabilmente la protagonista, tra le banche centrali, dello sviluppo della finanza sostenibile. Il NGFS, di cui è membro attivo, è nato alla fine del 2017 grazie ad una sua iniziativa; ,pochi mesi dopo, la BDF ha pubblicato il report “*Responsible Investment*” per condividere obiettivi e strategie sugli investimenti sostenibili. La politica di investimenti responsabili della BDF si poggia su tre pilastri fondamentali: i) l’allineamento dei propri investimenti con gli impegni climatici presi dalla Francia, ii) integrare i fattori ESG nella gestione degli asset ed iii) esercitare il proprio diritto al voto per stimolare l’emissione di *green bond* nelle società dove ha intrapreso la strategia di *voting and engagement* (BDF, 2019). Componente fondamentale del primo pilastro, volto a raggiungere l’obiettivo di finanziare la transizione energetica ed ecologica (EET), è di aumentare gli investimenti in *green bond* e fondi dedicati, attuando una strategia di *impact investing*. Per poter applicare questa strategia, *Banque de France* ha cambiato radicalmente la sua politica di *asset management*. Infatti, ha aperto l’universo dei propri investimenti, che precedentemente si basava esclusivamente su asset quotati, ai fondi non quotati che offrono un modo più diretto per finanziare la transizione. Tale nuova strategia ha portato BDF ad investire, fino al momento di redazione del report (fine 2018), 100 milioni in fondi per infrastrutture *green*; in particolare, nel settore delle energie rinnovabili e in altre attività definite sostenibili secondo la tassonomia del TEG.

Inoltre, *Banque de France* monitora il “*green share*” degli emittenti presenti nei propri portafogli di *equity*. Il *green share* è la porzione di società in un portafoglio che contribuisce, con i propri prodotti e servizi, all’EET, così come

la percentuale di ricavi ottenuti da dette società con attività sostenibili (BDF, 2019). In particolare, BDF ha selezionato alcuni settori che contribuiscono attivamente alla transizione come la produzione di energie rinnovabili, il trasporto pubblico e la gestione dell'acqua e dei rifiuti. Lo studio, svolto per poter valutare il *green share* dei portafogli di *equity* della *Banque de France*, si è basato su due dimensioni: il peso nel portafoglio delle società che operano in settori che contribuiscono all'EET e la loro parte di ricavi direttamente imputabile a servizi relativi a quei settori. L'indagine, svolta sul 99% dei portafogli di *equity* di BDF, ha mostrato che i titoli di *equity* di società che operano nella transizione energetica ed ecologica sono il 4,3% nei *pension portfolios* ed il 6,7% negli *own portfolios*. Per quanto riguarda, invece, la percentuale di ricavi imputabili ad attività EET è di 0,7% e 0,8% rispettivamente per i *pension* e gli *own portfolios*. L'analisi del *green share* è importante per comprendere la situazione attuale degli investimenti sostenibili effettuati dalla *Banque de France*, in modo da poter programmare misure che porteranno queste percentuali a crescere sempre di più grazie all'uso dell'*impact investing*.

2.4.3 ESG Integration in Banque de France, le differenze con l'esempio italiano

L'analisi iniziale di *Banque de France*, similmente a quella condotta da Banca d'Italia, si poggia sull'esclusione di alcune società dall'universo degli investimenti possibili. Le esclusioni si riferiscono principalmente a società o a Stati che non rispettano i patti internazionali in relazione alla lotta al terrorismo, ai principi dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro (ILO), alla Dichiarazione Universale dei Diritti Umani e i cui ricavi siano riconducibili, per più del 20%, all'utilizzo o alla produzione di carbone termico. Inoltre, in aggiunta a queste misure, BDF ha deciso di escludere almeno il 20% delle

società con i rating ESG minori dai propri portafogli di *equity*, scelta che si è riflessa anche in una pari diminuzione dell'universo degli investimenti disponibili. Una decisione di questo tipo è sicuramente rischiosa sia per la performance rischio/rendimento del portafoglio sia per il principio di neutralità del mercato, ma evidenzia l'impegno di *Banque de France* nel campo degli investimenti responsabili. La strategia di *ESG Integration*, applicata sia ai portafogli di *equity* che a quelli di titoli di stato, ha portato la performance ESG generale di questi asset a raggiungere i target stabiliti da BDF. L'unica eccezione si presenta per i titoli di stato dei *pension portfolios*, probabilmente per l'importante numero di titoli statunitensi che presentano un rating ESG più basso della media.

Confrontando l'operato tra Banca d'Italia e *Banque de France* è possibile notare alcune differenze tra le modalità con cui l'*ESG Integration* è stata implementata. La differenza sostanziale è riscontrabile nel numero di portafogli e, soprattutto, nella tipologia di asset che ha interessato. Infatti, mentre Banca d'Italia ha applicato questa nuova strategia solo per due portafogli di *equity*, l'analisi di *Banque de France* ha interessato rispettivamente il 99% e il 100% dei titoli di *equity* e di stato in suo possesso. Inoltre, BDF ha tracciato la linea per una politica di *impact investing* chiara ed efficace, almeno nelle intenzioni. Banca d'Italia, invece, sebbene le dichiarazioni in materia di finanza sostenibile del governatore Ignazio Visco abbiano evidenziato una presa di coscienza del problema ambientale, non ha ancora posto in essere una struttura definita per investire in fondi *green* e in progetti con impatto ambientale positivo. In conclusione, possiamo affermare che la banca centrale francese debba essere considerata l'apripista dell'inclusione della finanza sostenibile tra i mandati delle banche centrali. Banca d'Italia, invece, sebbene abbia recepito il messaggio e stia ponendo in essere passi importanti in questo ambito, deve ancora entrare pienamente in questo nuovo settore finanziario anche in ragione del contesto italiano, poco preparato in materia.

2.4 Conclusioni

Il NGFS è stato il primo passo ufficiale del sistema delle banche centrali verso gli investimenti ESG. Negli ultimi due anni si sono registrati molti progressi in questo settore, soprattutto per l'attenzione che esso ha guadagnato nei dibattiti delle principali istituzioni finanziarie del mondo. Attualmente è stato fatto molto a livello teorico, come i report del NGFS o gli accordi internazionali come Agenda 2030, ma relativamente poco a livello pratico. Infatti, secondo la Commissione Europea, è necessario un aumento degli investimenti in infrastrutture sostenibili pari a 180 miliardi di euro all'anno rispetto alle cifre attuali per poter realizzare gli obiettivi climatici di Agenda 2030. Ovviamente le banche centrali da sole non possono finanziare una transizione di questa portata, il loro ruolo però deve essere quello di fornire uno scenario ideale dove gli investitori possano accedere ad investimenti sostenibili in modo semplice e diretto.

Le strategie per integrare i fattori ESG nella gestione dei portafogli delle banche centrali hanno portato, come nel caso di Banca d'Italia, a dei risultati interessanti sia in termini finanziari che ambientali. L'applicazione di questi criteri è però ancora spesso limitata a titoli di *equity* e solo ad alcuni portafogli. *Banque de France* ha mostrato che è possibile implementare queste strategie anche ai titoli di stato e per intere classi di portafogli. Inoltre, la banca centrale francese ha intrapreso un progetto di *impact investing* che, nonostante non abbia ancora mobilitato risorse finanziarie ingenti, mostra un nuovo corso percorribile per le banche centrali.

L'importanza delle banche centrali nella finanza sostenibile è recentemente cresciuta dopo l'annuncio del *Green New Deal* da parte di Ursula von der Leyen, presidente della Commissione Europea. In questo piano per lo sviluppo sostenibile la Commissione ha annunciato investimenti per 1000 miliardi di

euro. Un piano di questa portata, nel caso venisse effettivamente attuato, vedrà inevitabilmente la Banca Centrale Europea assumere un ruolo da protagonista.

Capitolo 3: ESG, rischi e opportunità per le banche

3.1 Introduzione

Il terzo ed ultimo capitolo presenta i cambiamenti avvenuti nel settore bancario in seguito alla diffusione della finanza sostenibile e mostra, grazie ad alcuni esempi, quali sono le strategie adottate dalle banche per sfruttare le opportunità degli investimenti ESG.

Il primo paragrafo tratta del lavoro congiunto di EBA (*European Banking Authority*) ed EBF (*European Banking Federation*) per lo sviluppo della finanza sostenibile. Il lavoro dell'EBA si focalizza sulla regolazione mentre l'EBF ha proposto delle nuove misure che incentiverebbero l'acquisto di prodotti finanziari sostenibili da parte delle banche.

Il secondo paragrafo misura l'impatto dei fattori ESG sulla performance finanziaria delle banche sia in termini di rating che di rendimenti. L'analisi del rating di Moody's e la ricerca del GABV (*Global Alliance for Banks Values*) confermano l'importanza dei fattori ambientale, sociale e di *governance* per i risultati finanziari delle banche.

Il terzo paragrafo presenta l'applicazione delle strategie ESG affrontate nel precedente capitolo nei casi di Intesa San Paolo e Credit Suisse. L'obiettivo principale di questo paragrafo è mostrare come variano gli approcci delle banche in base alla loro tipologia ed area di interesse.

3.2 La nuova frontiera ESG nel settore bancario

3.2.1 EBA Action Plan

Il processo che ha portato all'introduzione del tema della sostenibilità nel mondo finanziario ha visto l'impegno dei più importanti organi a livello europeo. Poiché l'economia europea è finanziata per circa due terzi dal sistema bancario (EBF, 2019) tra questi non poteva non figurare l'EBA (*European Banking Authority*). Nel dicembre del 2019 l'EBA ha pubblicato il suo "Action Plan" per migliorare la sostenibilità del settore bancario. Il documento presenta le idee dell'autorità riguardo i fattori e i rischi ESG e spiega il suo piano d'azione, che comprende raccomandazioni e linee guida con le relative scadenze temporali. In particolare, i tre mandati principali dell'autorità includono i) l'integrazione dei fattori ESG nelle strategie di investimento e nella gestione del rischio ii) l'elaborazione di uno standard tecnico che definisca gli obblighi di divulgazione relativi ai criteri ESG per le banche iii) l'introduzione di eventuali trattamenti preferenziali per asset o attività associate ad obiettivi ambientali o sociali (EBA a, 2019).

In linea con il primo mandato l'EBA ha inserito indicazioni riguardo i fattori ESG e i prestiti sostenibili nel suo nuovo *Consultation Paper* che tratta del processo di erogazione e monitoraggio del credito (EBA b, 2019). Infatti, l'autorità ha deciso di inserire nel dibattito per la gestione degli NPL (*non-performing loans*) anche i criteri ESG. Per evitare la formazione di nuovi NPL l'autorità ha raccomandato, nel paragrafo 3.4.3 del documento, che "le istituzioni dovrebbero inserire i fattori ESG così come i rischi e le opportunità legate ai criteri ESG nelle loro *policy* di gestione del rischio e del credito". Le misure ideate dall'EBA, che non si limitano solo a semplici raccomandazioni, introducono un nuovo sistema di supervisione per la diffusa pratica di concedere dei prestiti vantaggiosi a società che soddisfano determinati standard di sostenibilità. Per regolarizzare questo processo l'EBA ha chiesto alle banche

di redigere una lista di progetti “sostenibili”, comprensiva anche dei criteri utilizzati. Inoltre, gli stessi istituti creditizi dovranno effettuare controlli post erogazione per valutare se quelle risorse siano state effettivamente impiegate in quei progetti (EBA b, 2019). Il primo mandato dell’EBA include anche la progettazione di un *climate stress-test* per valutare le vulnerabilità delle banche al rischio fisico e di transizione. Poiché la disciplina degli *stress-test* di tipo ambientale è ancora in via di sviluppo, il primo obiettivo realistico dell’EBA è quello di effettuare uno *stress-test* focalizzato sul rischio di transizione nella seconda metà del 2020 su un campione di banche a base volontaria.

Il secondo mandato segue le disposizioni dell’articolo 434a della nuova regolazione dei requisiti patrimoniali (CRR2) che indica l’EBA come l’autorità preposta a stabilire standard univoci sulle informazioni da fornire al pubblico. Per questo l’autorità bancaria europea sta studiando standard tecnici specifici e un *framework* unico per la divulgazione di informazioni ESG. In questo modo gli operatori del mercato avranno a disposizione “un’informazione completa e comparabile per valutare il rischio delle singole istituzioni” (CRR2). L’EBA ha pianificato che le disposizioni in ambito di informazione ESG saranno efficaci da giugno 2022.

Il terzo mandato, riguardante l’ipotesi di un trattamento preferenziale per prestiti o strumenti finanziari a scopo ambientale o sociale, è quello con l’orizzonte temporale più ampio. Per la complessità dell’argomento e le numerose implicazioni possibili, l’EBA ha pianificato di presentare un primo report con le sue valutazioni in materia nel 2025. Tra le prime misure ipotizzate si trova l’introduzione di un *green supporting factor (GSF)*, il quale ridurrebbe il capitale da detenere come riserva rispetto ai prestiti per progetti sostenibili. Quest’idea, sviluppata per incentivare i prestiti *green* ha già mosso più di qualche perplessità. L’introduzione di un GSF sarebbe giustificata solo se i prestiti sostenibili fossero meno rischiosi di quelli standard. Però, non esistendo ancora abbastanza studi che dimostrino un’inferiore rischiosità, questa misura

potrebbe essere un pericolo per la stabilità finanziaria (Dankert, van Doorn, 2018). Questa opinione è condivisa anche da Wim Mijs, *Chief Executive Officer* dell'*European Banking Federation (EBF)*, che ritiene rischioso introdurre un fattore che penalizzi le imprese “*brown*” in modo così netto. Secondo Mijs questo fattore porterebbe più complicazioni per la gestione del rischio delle banche, soprattutto per la mancanza di una tassonomia ufficiale e condivisa che stabilisca quali progetti possono considerarsi sostenibili (EBF, 2018). È proprio questa mancanza che potrebbe portare alcune banche a sviluppare strategie di investimento più rischiose sfruttando il GSF, con il risultato di un maggiore pericolo per la stabilità finanziaria.

L'Action Plan dell'EBA è il primo passo importante dell'autorità verso la finanza sostenibile e indica le politiche che verranno implementate nei prossimi anni. Il lavoro da svolgere per poter arrivare ad azioni concrete è ancora ingente e necessita della collaborazione di tutti gli attori del settore bancario.

3.2.2 Le proposte dell'European Banking Federation

Dopo aver analizzato il piano d'azione dell'Autorità Bancaria Europea che si concentra sull'integrare la regolazione del settore bancario con le tematiche ESG, è fondamentale considerare anche il punto di vista delle banche stesse, rappresentate dall'*European Banking Federation (EBF)*. EBF è un'organizzazione cui aderiscono 3500 banche europee provenienti da 32 paesi differenti e che lavora a stretto contatto con EBA per elaborare le misure più efficaci per lo sviluppo della finanza sostenibile nel settore bancario. Infatti, EBF ha stilato una serie di proposte da adottare a livello europeo con l'obiettivo di ridurre l'incertezza nel settore della finanza sostenibile e incentivare definitivamente prestiti e investimenti *green*.

In tal senso il report “*Encouraging and Rewarding Sustainability*”, suddiviso in sei punti, è il lavoro più significativo dell'EBF poiché propone iniziative

concrete per cambiare in tempi brevi l'approccio delle banche verso la sostenibilità. Il primo punto del report propone l'introduzione di un fondo europeo a garanzia della finanza sostenibile. Il fondo dovrebbe far parte del nuovo programma europeo "InvestEU", il quale sostituisce il vecchio FEIS (Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici), e che "riunisce tutti gli strumenti finanziari del bilancio UE" (J.F. Fernandes, co-relatore commissione bilanci). InvestEU, che aumenta i fondi posti come garanzia comunitaria a 40,8 miliardi, ha l'obiettivo di sostenere progetti altrimenti difficili da finanziare. Nonostante il 30,3% del fondo (11,8 miliardi) sia già destinato al finanziamento di infrastrutture sostenibili, EBF sostiene che l'introduzione di un fondo specifico per la finanza sostenibile sia necessario per raggiungere il valore annuale di 180 miliardi di euro in investimenti sostenibili, cifra necessaria per raggiungere gli obiettivi climatici di Agenda 2030 (EBF, 2019). L'obiettivo principale di questo fondo dovrebbe essere quella di garanzia su prestiti ed investimenti *green* per le istituzioni finanziarie. In questo modo, non solo le banche saranno incentivate a fornire questo tipo di prestiti, ma il costo del prestito stesso sarà minore per i beneficiari grazie a un minor rischio specifico. Il secondo passaggio fondamentale del report riguarda dei cambiamenti nel *risk management*. EBF ha criticato il *green supporting factor* proposto dalla Commissione Europea e dall'EBA per le sue modalità poco chiare che potevano portare a comportamenti scorretti da parte di alcuni manager così come ad una penalizzazione eccessiva di asset non sostenibili. La federazione ha però rilanciato con la proposta di un *Sustainable Finance Supporting Factor (SFSF)* che ricorda il GSF per il suo funzionamento ma agisce con modalità molto più stringenti e precise. Infatti, il SFSF non sarà applicabile a tutti gli asset definiti "sostenibili" secondo la tassonomia ufficiale UE ma solo ad una sotto categoria di quest'ultimi che dovrà rispettare anche alcuni parametri stabiliti dall'EBA. In particolare, l'EBF ha richiesto all'autorità di condurre una ricerca per stabilire quale siano gli asset che forniscano effettivamente una

performance rischio/rendimento migliore dopo l'integrazione dei fattori ESG. Gli asset che potranno beneficiare del SFSF saranno, quindi, quelli che mostrano un delta ESG positivo. In altre parole, quegli asset che, dato un certo livello rischio, ne mostrano uno inferiore dopo l'aggiunta delle considerazioni ESG (EBF, 2019). I benefici di cui si parla sono una riduzione del capitale necessario a fronte di prestiti che soddisfano i criteri del SFSF. Inoltre, l'idea di un fattore che agevoli alcune tipologie di asset non è una novità, ad esempio è stato recentemente introdotto un fattore per lo sviluppo di progetti sociali ed infrastrutture (501 b, CRRII).

Il terzo punto si concentra invece sugli strumenti finanziari green disponibili sul mercato. Il mercato dei green bond, già affrontato nel primo capitolo, ha avuto una crescita importante negli ultimi anni ma l'EBF crede che si possa fare ancora di più. Infatti, mentre il mercato dei *green bond* è molto sviluppato, i *green covered bond*, o obbligazioni garantite, sono ancora poco diffuse. Questa tipologia di strumento finanziario è “un'obbligazione bancaria caratterizzata da un profilo di rischio molto basso e da un'elevata liquidità... e garantisce la restituzione di capitale ed interessi grazie al vincolo di una fetta dell'attivo patrimoniale della banca destinato esclusivamente alla remunerazione ed al rimborso del bond.” (Borsa Italiana, 2007). I *covered bond* sono una delle fonti di finanziamento dei mutui maggiori in Europa, per ora la loro versione *green* è stata limitata dalla difficoltà di avere un numero di asset sostenibili sufficienti da mettere a copertura delle obbligazioni. Per favorire la diffusione di questa tipologia di obbligazioni EBF crede sia necessaria una regolazione da parte dell'EBA che stabilisca quali asset possano essere messi a garanzia di un *green covered bond*. L'utilizzo di questo strumento, per definizione molto meno rischioso delle obbligazioni normali, potrà catalizzare molte più risorse verso la finanza sostenibile (EBF, 2019). Un'altra pratica molto diffusa nel mondo finanziario, la cartolarizzazione, potrebbe aumentare molto gli investimenti nella finanza sostenibile. Esistono, infatti, molti piccoli

progetti, che per le loro dimensioni, faticano a trovare investitori ma che, nel loro insieme, possono risultare necessari per raggiungere gli obiettivi climatici a livello europeo. La cartolarizzazione, “il processo grazie al quale un emittente crea strumenti finanziari che sono sostenuti da asset come mutui o crediti di leasing” (Climate Bonds Initiative, 2018), ha per motivi prudenziali una regolazione molto stringente che fa diventare spesso sconveniente questa pratica. L’attuale *framework* vigente in Europa dovrebbe essere rinnovato, secondo EBF, istituendo un meccanismo specifico per la cartolarizzazione di prestiti verdi che abbia come garante un ente pubblico, come ad esempio la BEI (Banca Europea per gli Investimenti).

Infine, gli ultimi punti del report della Federazione Bancaria Europea si concentrano su incentivi di natura legale per gli asset sostenibili. In tal senso, la EBF propone che alcune categorie di *green* asset abbiano un trattamento preferenziale quando usati come garanzia nelle operazioni di credito condotte direttamente con la BCE. Infatti, nel corso di queste operazioni, gli asset messi a garanzia del prestito vengono svalutati di una certa percentuale per motivi prudenziali. Un trattamento diverso per gli asset sostenibili potrebbe incentivare le banche a detenere più strumenti di questo tipo a fronte della possibilità di ricevere più liquidità in un’eventuale operazione di credito con la Banca Centrale Europea (EBF, 2019).

Le raccomandazioni dell’EBF sono importanti perché rappresentano le idee delle stesse banche per lo sviluppo della finanza sostenibile. Le misure proposte sono spesso ispirate da prassi già largamente diffuse in altri ambiti ed evidenziano un approccio più pratico rispetto a quello adottato dalle istituzioni europee fino a questo momento.

3.3 La relazione tra le tematiche ESG e i rating delle banche

3.3.1 I rischi ESG più rilevanti per le banche: il nuovo indice di Moody's

I fattori ESG stanno cambiando il modo d'agire delle banche. Infatti, regolatori, consumatori e investitori si aspettano che esse abbiano un ruolo cruciale in uno sviluppo più sostenibile dell'economia. La crescita del settore della finanza sostenibile rappresenta nuove opportunità per le banche, ma anche nuovi rischi da individuare e gestire.

Il *rating* di una banca indica il suo rischio di default e viene formulato da agenzie come Moody's, Standard&Poor e Fitch. In particolare, Moody's ha recentemente inserito i fattori ESG nel processo di valutazione delle banche. La metodologia adottata da Moody's per il calcolo di questi rating prevede due passaggi fondamentali. Il primo prevede l'assegnazione di un *baseline credit assessment (BCA)*, il quale non costituisce in sé un rating ma è una valutazione della qualità del credito della banca come entità indipendente, in assenza di aiuti esterni governativi o da altri enti finanziari (Moody's a, 2019). Il BCA si compone a sua volta di tre diversi profili che studiano i) l'ambiente in cui la banca opera (*macro profile*), ii) la qualità del credito della banca, che secondo Moody's dipende fondamentalmente dalla sua solvibilità e liquidità (*financial profile*), iii) altri fattori qualitativi sia finanziari che non che possono influenzare la qualità del credito di una banca come la diversificazione degli investimenti o il comportamento del management (*qualitative adjustment factors*) (Moody's a, 2019). Prima di calcolare il rating il BCA viene integrato con la *Structural&Support Analysis*, che invece misura la probabilità di ricevere aiuti esterni in caso di rischio di default.

Moody's ha inserito i rischi ESG nel processo di valutazione del BCA indicando quali sono i più rilevanti per le banche e le modalità con cui si manifestano. Infatti, i tre fattori ambientale, sociale e di *governance* hanno

un'incidenza sia sul *financial profile* che sui *qualitative adjustment factors*. Il fattore di rischio più rilevante per le banche è la *governance* (Del Anderson, 2017). Il comportamento della *governance* e il *risk management* di una banca ne determinano fortemente la qualità del credito. Poiché sono istituzioni che, nello svolgimento delle proprie operazioni, assumono numerosi rischi è fondamentale che la gestione delle risorse finanziarie sia gestita attentamente senza andare oltre le possibilità finanziarie in possesso della banca. La storia recente è ricca di esempi di banche andate in default o che hanno subito ingenti perdite per azioni del *management* avventate o illegali. Le ripercussioni di una gestione della *governance* errata sono amplificate per queste istituzioni rispetto ad altre imprese. Il motivo di ciò è riconducibile alla centralità dell'attributo dell'affidabilità nel business delle banche, da cui dipende la capacità di trovare finanziamenti. Nei rating di Moody's la valutazione della *governance* non ottiene un punteggio autonomo, ma assume rilevanza tramite aggiustamenti di tipo qualitativo, solitamente negativi, che hanno come oggetto i valori finanziari della liquidità e della solvibilità. Le sei variabili che determinano il "comportamento dell'azienda" sono "il rischio delle figure chiave dell'azienda, i rapporti con parti collegate, le strategie ed il management, e le politiche della società in termini di gestione dei dividendi, compensazione degli impiegati e rendicontazione del bilancio" (Moody's b, 2019).

I rischi di tipo sociale derivano dalle interazioni delle banche con i loro *stakeholders* e la società in generale. I canali attraverso i quali i rischi sociali possono influenzare la qualità dei crediti di un istituto finanziario sono quello legale e, soprattutto, quello reputazionale. In generale i rischi sociali hanno però una rilevanza limitata nel settore bancario, in quanto le banche riescono spesso a risolvere o mitigare i problemi di questo tipo grazie alla loro flessibilità. Per le banche, in particolare, il rischio sociale più rilevante è il rapporto con i clienti. La reputazione di una banca può subire duri colpi nel caso di multe per comportamenti scorretti o ingannevoli verso i clienti, soprattutto nei paesi

occidentali dove queste tematiche sono regolarizzate attentamente. Le altre variabili considerate per il calcolo del rating sono la “gestione del capitale umano, i trend demografici e sociali, sicurezza e salute, e la produzione responsabile” (Moody’s b, 2019).

I rischi di tipo ambientale più rilevanti per le banche sono stati identificati come “l’inquinamento atmosferico, l’inquinamento o la mancanza d’acqua, la regolazione del carbone e eventi catastrofici dovuti all’attività dell’uomo o della natura” (Moody’s Investment Service). Attualmente l’esposizione delle banche verso questo tipo di rischi è generalmente bassa. I portafogli delle banche sono, infatti, spesso ben differenziati sia per settori che per area geografica e possono superare facilmente questi rischi. Come abbiamo visto nei capitoli precedenti, però, gli scenari stanno cambiando e il rischio fisico e di transizione assumeranno sempre maggiore importanza. In particolare, il secondo potrebbe avere effetti devastanti su banche che hanno investito molte risorse in società operanti in determinati settori. Secondo uno studio della *International Renewable Energy Agency (IRENA)* il raggiungimento degli obiettivi climatici entro il 2050 porterà a una perdita del valore di asset pari a 10 trilioni di dollari (IRENA, 2017). I settori più colpiti saranno l’immobiliare, l’estrazione di combustibili fossili e l’energetico. Inoltre, i rischi climatici assumono diversa rilevanza anche a seconda dell’area geografica. Al momento l’Europa e gli USA sono i continenti più a rischio con una possibile perdita totale di asset pari a circa 8 miliardi di dollari (Figura 4). Ciò è dovuto al fatto che la sostenibilità è diventata un tema centrale in questi sistemi economici portando nuove restrizioni legali e strategie di investimento. In futuro, però, i paesi più colpiti potrebbero essere i paesi in via di sviluppo o la Cina. Ad esempio, in India e Cina sono a rischio tra il 25% e il 45% degli asset che si riferiscono al settore energetico, è facile quindi intuire come perdite di questa portata possano mettere a serio rischio la stabilità del settore bancario in questi paesi (IRENA, 2017).

Volume delle perdite potenziali di asset per aree geografiche nel periodo 2016-2050

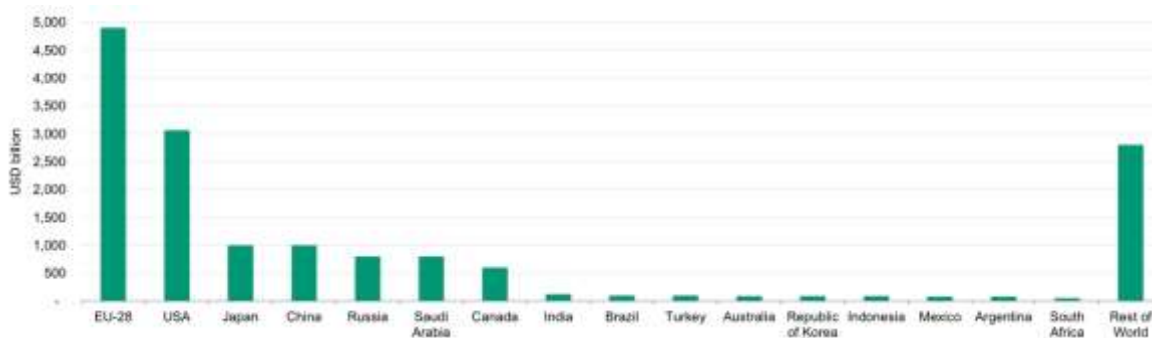


Figura 4. Fonte: IRENA

3.3.2 La performance finanziaria delle banche più sostenibili

Nel paragrafo precedente abbiamo analizzato come i rischi ESG influenzano i rating delle banche. La sostenibilità è quindi una variabile importante per stabilire il rischio di una banca, per questo motivo molti studi hanno recentemente cercato di comprendere se essa avesse un impatto anche sulla loro performance finanziaria. Per poter condurre uno studio di questo tipo è necessario distinguere tra rischi materiali e immateriali. La materialità è, infatti, la chiave nello studio della finanza sostenibile nel settore bancario (Nizama et al, 2019). Infatti, non tutti i temi ESG pesano allo stesso modo nell'andamento finanziario di un'azienda, è importante quindi stabilire quali possano avere realmente un impatto sulla performance. In tal senso, la *“materiality map”* del SASB che definisce quali sono i rischi ESG più rilevanti per ben 77 settori diversi è la guida più completa. Infatti, le linee guida del SASB sono seguite da Moody's nella formulazione dei suoi rating così come dalle più recenti ricerche sulla performance sostenibile.

La ricerca del GABV (*Global Alliance for Banking Values*), condotta con la collaborazione della BEI e Deloitte, ha l'obiettivo di confermare i risultati di altre ricerche che hanno mostrato come società che presentano rating ESG più

elevati, in particolare su fattori “materiali” per il loro settore, ottengano una performance finanziaria migliore (Serafain et al, 2016). Lo studio, che utilizza come campione le 100 banche internazionali più importanti per capitalizzazione, ha sviluppato un *Materiality Index* e un *Immateriality Index* per la valutazione delle banche utilizzando i dati ESG di Bloomberg. Per confrontare la performance finanziaria delle banche la ricerca si è basata su due diversi portafogli, i quali rispecchiano rispettivamente l’andamento delle prime e ultime 20 banche dei due indici per ogni anno del periodo di analisi, dal 2007 al 2017.

Il grafico (figura 5) mostra la performance di 1 dollaro investito nei due portafogli. In generale i risultati finanziari del portafoglio che rappresenta le prime 20 banche del *Materiality Index* sono migliori. Le differenze più nette iniziano ad evidenziarsi dal 2014 in poi, quando la qualità dei dati ESG è notevolmente migliorata e il tema della sostenibilità ha iniziato ad assumere rilevanza nel settore finanziario. Inoltre, l’analisi del rendimento medio adeguato al rischio, condotta utilizzando il modello a 5 fattori di Fama e French (1993), ha mostrato una performance migliore del 2,65% delle prime 20 banche dell’indice (Kotsantonis e Bufalari, 2019).

Performance dei portafogli delle prime e ultime 20 banche del Materiality Index (2007-2017)



Figura 5. Fonte: Report “Do Sustainable banks outperform?”, Deloitte 2019

I risultati della ricerca del GABV confermano, quindi, l'impatto dei fattori ESG sulla performance finanziaria. Inoltre, lo studio dei portafogli dell'*Immateriality Index* hanno portato a nuove considerazioni molto interessanti. Infatti, in questo caso i portafogli delle ultime 20 banche dell'indice hanno avuto rendimenti leggermente migliori rispetto a quelli delle prime 20. Questo dimostra che investire in fattori ESG poco rilevanti per il settore di competenza non porta a nessun vantaggio in termini di ritorni economici, allo stesso tempo però non è stato rilevato nessun caso in cui questi investimenti abbiano causato perdite importanti per il valore dell'impresa.

3.4 Le strategie ESG delle banche: i diversi approcci di Intesa San Paolo e Credit Suisse

I paragrafi precedenti hanno mostrato come sono cambiati gli scenari del settore bancario dopo la diffusione della finanza sostenibile. Infatti, nuove regolazioni, pressioni esterne da parte degli *stakeholders* e la crescente domanda di prodotti finanziari *green* da parte degli investitori privati hanno portato le banche a sviluppare nuovi modi di organizzare il proprio business. Le strategie adottate dalle banche per migliorare la loro sostenibilità possono differire su diversi aspetti in base a l'area in cui i criteri ESG vengono applicati. Per questo motivo è importante analizzare diversi approcci come quelli di Intesa San Paolo, Credit Suisse e Deutsche Bank.

3.4.1 ESG e Intesa San Paolo: Fondo Pensione ed Eurizon

Il gruppo Intesa San Paolo ha deciso di integrare i fattori ESG nelle scelte di investimento in tutte le sue aree di gestione del risparmio. Infatti, è il primo Gruppo in Italia per la gestione di fondi etici e ESG con una quota di mercato del 30% (Assogestioni, 2019). L'iniziativa più recente e innovativa del Gruppo è stata l'istituzione di un comparto dedicato completamente a investimenti ESG a completamento del suo Fondo Pensione. Il Fondo Pensione del Gruppo, dopo aver aderito già nel 2018 ai PRI (*Principles for Responsible Investment*), ha da poco adottato delle nuove Linee Guida per gli investimenti ESG necessarie per lo sviluppo del nuovo comparto. Questa nuova sezione ESG sarà gestita tramite fondi, i quali dovranno i) essere armonizzati con i mandati globali in tema di sostenibilità, ii) aver monitorato la propria performance ESG per un periodo minimo di almeno 3 anni, iii) aver un AUM (*asset under management*) di almeno 100 milioni (Intesa San Paolo, 2019). I fondi selezionati dovranno seguire le Linee Guida di Intesa San Paolo per gli investimenti ESG che prevedono l'applicazione di strategie come il *negative screening*, l'*engagement and voting*, l'*impact investing* e la *ESG integration* (Intesa San Paolo b, 2019), pratiche già affrontate nel precedente capitolo. Inoltre, particolare enfasi è posta sul monitoraggio di questi fondi che sarà affidato ad un *Advisor ESG*, il quale avrà un fondamentale ruolo di intermediazione tra i fondi e Intesa San Paolo. Per il momento sono stati selezionati quattro fondi dedicati alle tematiche ESG che amplieranno il portafoglio del Fondo Pensione di oltre 208 milioni (Elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali su dati di bilancio, 2019).

La svolta *green* del Fondo Pensione di Intesa San Paolo si aggiunge al filone sostenibile intrapreso dal Gruppo anche con le proprie società di *asset management*, Eurizon e Fideuram Investimenti SGR. In particolare, Eurizon,

nel corso dei suoi investimenti, si avvale di un processo di *engagement*, che prevede un vero e proprio ruolo di azionariato attivo. Questo processo, della durata di 18 mesi, ha l'obiettivo di valutare le società su diverse tematiche, tra cui quelle ESG. Al termine del periodo di *engagement* Eurizon procede con il processo di disinvestimento in quelle società che non hanno soddisfatto determinati standard, nel 2019 ben 50 emittenti sono state eliminate dal portafoglio di Eurizon per problemi legati ai temi ESG (Eurizon, 2019). Inoltre, la società di *asset management* di Intesa San Paolo offre ai suoi clienti diversi prodotti finanziari sostenibili, tra cui tre fondi etici specializzati e il “*Eurizon Fund Absolute Green Bonds*” per gli investimenti obbligazionari green sul mercato sostenibile. In totale, il patrimonio gestito in fondi etici ed ESG da parte di Eurizon ammonta a circa 8,2 miliardi di euro (Assogestioni, 2019).

3.4.2 L'approccio olistico di Credit Suisse

Credit Suisse, società di servizi finanziari con sede a Zurigo, è tra gli istituti leader a livello globale per la gestione patrimoniale e il *private banking*. L'approccio che Credit Suisse ha scelto per la gestione degli investimenti ESG può definirsi “olistico”, in quanto applica i criteri ESG in diverse fasi del processo di investimento (Credit Suisse, 2019). L'obiettivo di Credit Suisse Asset Management è quello di applicare i criteri ESG a tutti i fondi azionari, obbligazionari e multi-asset a gestione attiva. Per raggiungere questo obiettivo Credit Suisse ha creato il “Credit Suisse Sustainable Investing Framework” (Figura 6) composto da quattro fasi fondamentali (Credit Suisse, 2019).

I quattro elementi del *framework* di Credit Suisse



Figura 6 Fonte: Credit Suisse

Il primo passaggio riguarda il *negative screening*, che elimina dall'universo degli investimenti disponibili le società che presentano serie controversie riguardo i fattori ESG. La seconda fase prevede l'integrazione dei fattori ESG nel processo di valutazione finanziaria e costruzione del portafoglio. Nel corso dell'analisi è importante dare pesi diversi ai fattori ESG in base alla loro materialità per il caso che si sta analizzando. La terza componente del framework consiste in una politica di *active ownership* da parte di Credit Suisse nelle società in cui investe. Questa politica prevede un controllo sulla *governance*, l'esercizio del diritto al voto in assemblea e un continuo dialogo con le società al fine di contribuire ad uno sviluppo positivo della stessa. Infine, l'ultima parte del *framework* riguarda il *reporting* della performance ESG sia delle singole società sia dei portafogli nel suo insieme.

In conclusione, l'approccio di Credit Suisse ha come obiettivo principale quello di offrire ai propri clienti dei prodotti finanziari più sostenibili. Questa strategia è coerente con la sua prevalente natura di *private ed investment bank* che ha come target di clienti investitori multimilionari.

3.5 Conclusioni

I fattori ESG hanno sicuramente cambiato gli scenari in cui operano le banche, portando con sé nuovi rischi e opportunità. L'Action Plan dell'EBA è una svolta fondamentale per rendere le banche protagoniste dello sviluppo della finanza sostenibile. Infatti, le novità in termini di regolazione che sono già efficaci o che si presenteranno nei prossimi anni secondo le scadenze prefissate dall'autorità porteranno maggiore chiarezza e fiducia in questo settore. In questo senso, la collaborazione con l'EBF si è mostrata cruciale per sviluppare misure che incentivino l'acquisto di prodotti finanziari sostenibili a fronte di alcune agevolazioni per le banche. Le proposte della Federazione per gli asset sostenibili si ispirano a prassi già diffuse per altre tipologie di prodotti finanziari. Inoltre, data la natura dei prodotti *green*, i quali uniscono dei buoni rendimenti finanziari con un impatto sociale positivo, le agevolazioni proposte sembrano più che giustificate.

I fattori ESG non interessano solo la sfera legale o reputazionale, ma sono delle vere e proprie variabili che influenzano la performance finanziaria di una società, banche incluse. La società di rating Moody's è stata tra le prime ad includere questi fattori per la valutazione della qualità del credito delle banche con risultati importanti. Lo studio del GABV ha invece mostrato come le banche più sostenibili abbiano anche dei rendimenti migliori, ed ha evidenziato l'importanza del tema della materialità quando si studiano le variabili ESG.

Inoltre, i casi di Intesa San Paolo e Credit Suisse mostrano come le strategie ESG possono essere applicate in più modi e in aree di business differenti. Intesa San Paolo ha implementato l'uso dei criteri ESG nel suo Fondo Pensione e nelle società di *asset management* del gruppo, rendendo quindi la sostenibilità un tema centrale in molte delle sue operazioni finanziarie. Credit Suisse ha, invece, ideato un modello al fine di informare dettagliatamente i clienti sulle sue pratiche di valutazione. Entrambe le banche hanno cercato di migliorare la loro

sostenibilità e accontentare i clienti interessati agli investimenti ESG. Nonostante gli obiettivi delle due banche siano molto simili, le modalità di applicazione delle strategie ESG sono diverse per la diversa natura dei due istituti finanziari.

In conclusione, i tre paragrafi del capitolo presentano le tre forze principali che spingono le banche verso la finanza sostenibile. La prima è sicuramente quella di matrice legale per cui banche poco inclini alla sostenibilità potrebbero perdere diversi benefici nella gestione dei propri asset. La seconda interessa direttamente la sfera finanziaria. Nonostante nell'immediato i rischi ESG, a parte quelli di *governance*, possano sembrare poco rilevanti per le banche, un rating dovuto a un basso indice ESG porterebbe effetti nell'immediato. Inoltre, come evidenziato da diversi studi, i rischi climatici inizieranno a manifestarsi con sempre più insistenza nei prossimi anni e colpiranno le banche più esposte. Infine, l'ultima forza che sta spingendo le banche ad adottare politiche più sostenibili è la crescente domanda di asset *green* da parte dei clienti. Una banca che non può offrire prodotti finanziari di questo tipo potrebbe manifestare un'importante perdita di investitori nel prossimo futuro, subendo quindi una diminuzione delle sue fonti di finanziamento.

Conclusione

L'obiettivo di questa tesi è quello di fornire un'analisi del tema degli investimenti ESG e del loro impatto sul settore bancario. I tre capitoli che la compongono rappresentano i tre diversi livelli di analisi, rispettivamente i) i fattori ESG e la nascita della finanza sostenibile, ii) il ruolo delle banche centrali per lo sviluppo degli investimenti sostenibili, iii) l'impatto dei temi ESG sul settore bancario. Ogni capitolo ha quindi mostrato una frazione dello scenario generale in cui opera la finanza sostenibile attualmente, ed insieme intendono raffigurare la situazione attuale in modo più completo ed eterogeneo. Negli ultimi anni la sostenibilità è passata da tema utile quasi esclusivamente ad azioni a scopo reputazionale o filantropico ad una variabile in grado di influenzare la *performance* finanziaria di un portafoglio d'investimenti o di una società nel suo complesso. Questo sviluppo è stato reso possibile dalle variabili ESG che hanno definitivamente dato delle dimensioni misurabili al concetto di sostenibilità. Ovviamente, di fondamentale importanza sono stati eventi come l'accordo di Parigi (2015) che hanno evidenziato la necessità di azioni importanti per far fronte al rischio climatico e dato rilevanza ai temi sociali. La regolazione è una componente necessaria per lo sviluppo di un nuovo settore finanziario, in quanto accresce il grado di fiducia degli investitori e ne facilita l'accesso. L'*Action Plan* della CE, congiuntamente con le disposizioni del TEG, stanno portando novità importanti alla regolazione finanziaria vigente. In particolare, i risultati più rilevanti ottenuti fino a questo momento riguardano una tassonomia ufficiale di "sostenibilità" e la standardizzazione degli indici di sostenibilità e dei *green bond*. Le azioni da implementare per completare il quadro normativo sono ancora molte. Infatti, come sostenuto da Anna Genovese, commissario CONSOB, "le misure per la finanza sostenibile, varate o in procinto di esserlo a livello Ue, toccano tutta la regolazione finanziaria esistente". In particolare, lo sviluppo del mercato dei *green bond* è

fondamentale per raggiungere uno dei tre pilastri dell'*Action Plan* della CE, ovvero veicolare più risorse possibili verso investimenti sostenibili. Inoltre, questa nuova tipologia di strumento finanziario merita attenzione anche per quanto riguarda la sua performance sul mercato. Secondo una ricerca di NN *Investment Partners* i *green bond* hanno avuto, nel periodo analizzato, risultati finanziari migliori rispetto ai loro corrispettivi tradizionali dimostrando che impatto sociale e ritorni finanziari sono due obiettivi perseguibili grazie allo stesso investimento.

La creazione del NGFS rappresenta l'iniziativa più importante delle banche centrali per lo sviluppo della finanza sostenibile. I lavori più importanti di questa organizzazione sono identificabili con la definizione di rischio finanziario climatico e la presentazione di diverse strategie per integrare i fattori ESG nelle scelte d'investimento. Inoltre, le ricerche del NGFS hanno mostrato come la sostenibilità possa essere un obiettivo delle banche centrali senza contrastare i loro mandati principali. In particolare, il caso di Banque de France ha mostrato come, grazie alla collaborazione con il governo francese, si possano fare politiche di *impact investing* che portino ad una crescita considerevole degli investimenti sostenibili. Invece, Banca d'Italia ha reso alcuni dei suoi portafogli più sostenibili grazie all'*ESG Integration* ottenendo un miglioramento della performance sostenibile e finanziaria.

Nello sviluppo degli investimenti ESG le banche non possono non avere un ruolo fondamentale. Il lavoro di EBA ed EBF ha segnato le tappe di un processo composto da molte innovazioni che però devono ancora trovare la loro piena attuazione. Se serviranno ancora alcuni anni per vedere implementate tutte le azioni che l'EBA ha pianificato, gli studi sulla rilevanza dei fattori ESG per la *performance* finanziaria delle banche hanno già evidenziato un crescente impatto sui rating e sul valore delle stesse. Per questo motivo, banche come Intesa San Paolo e Credit Suisse hanno adottato approcci differenti per integrare la sostenibilità nel loro business. Questi due esempi mostrano come i fattori

ESG possono essere applicati in diverse aree di business in base alla tipologia di banca e agli obiettivi che l'istituto finanziario vuole raggiungere.

In conclusione, la finanza sostenibile sta crescendo a ritmi sostenuti negli ultimi anni ma è ancora un settore giovane. Considerando un orizzonte temporale a medio-lungo termine gli investimenti ESG potrebbero conquistare il mercato finanziario e diventare fondamentali a livello globale. Infatti, nei prossimi anni le tematiche ambientali diventeranno sempre più rilevanti con l'aumentare della severità degli effetti del *climate change* e il settore finanziario, ed in particolare quello bancario, avrà il ruolo di indirizzare sempre più risorse verso investimenti sostenibili.

Bibliografia

Malthus R. (1798). “*Saggio sui principi della popolazione*”

Meadows D. (1972). “*Limiti dello sviluppo*”

Cole, Matthew (2007). “*Economic growth and the environment*”

Commissione Brundtland (1987). “*Our common future*”

Townsend B. (2018). “*The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing*”, da Bailard INC.

Markowitz H. (1952). “*Portfolio selection*”, da Journal of Finance

Osimore, Yusuf, Christopher (2012). “*The modern portfolio theory as an investment decision tool*”

Kell G. (2018). “*The remarkable rise of ESG*”, da Forbes

United Nations (2005). “*Who care wins*”

PWC (2018). “*Finanza sostenibile*”, da report PWC

Commissione Europea (2018). “*Action Plan on financing sustainable growth*”

HLEG (2018). “*Financing a sustainable European economy*”

TEG (2019). *“Report on benchmarks”*

TEG (2019). *“Report on EU green bond standards”*

Krajnc D, Glavic P. (2005). *“How to compare companies on relevant dimensions of sustainability”*, da *Ecological Economics*

Chatterji, A.K. , D.I. Levine (2006). *“Irresponsibility in Measuring Corporate Responsibility”*

Escrig-Olmedo E., Munoz-Torres M.J., Fernandez-Izquierdo M.A. (2010). *“Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies”*

Blackrock (2019). *“An evolution in ESG indexing”*, da IShares di Bloomberg

MSCI (2020). *“MSCI ESG Focus Indexes Methodology”*

NGFS (2018). *“A call for action” (a)*

IPCC (2018), *“Global Warming of 1.5°C, Summary for Policymakers”*

Munich Reinsurance Company (2019), *“Natural Catastrophe Review 2018”*
Geo Risks Research

The Economist Intelligent Unit (2015) *“The cost of inaction: Recognising the value at risk from climate change”*

IEA and IRENA (2017), *“Perspectives for the Energy Transition”*

Battiston S. (2019), *“The importance of being forward looking”*

NGFS (2019) , *“A sustainable and responsible investment guide” (b)*

Bank of England (2019), *“Financial Stability Report” (a)*

Lewis, Birt (2018), *“Greening the financial system and the role of central banks”*

Banca d’Italia (2019), *“Sviluppo sostenibile e rischi climatici: il ruolo delle banche centrali” (a)*

Banca d’Italia (2019), *“Nella gestione dei propri investimenti finanziari Banca d’Italia dà valore alla sostenibilità” (b)*

Banque de France (2018), *“Responsible Investment”*

Bank of England (2019), *“Discussion Paper: The 2021 biennial exploratory scenario on the financial risks from climate change” (b)*

NGFS (2019), *“A call for action”*

IPCC (2018), *“Global Warming of 1.5°C, Summary for Policymakers”*

EBA, (2018), *“EBA Action Plan on sustainable finance” (a)*

EBA, (2019), *“Consultation Paper – Draft Guidelines on loan origination and monitoring” (b)*

EBF (2019), *“Encouraging and rewarding sustainability”*

Dankert J, van Doorn L (2018), *“A green supporting factor – the right policy?”*

Borsa Italiana (2007), *“FTA Online News”*

CRRII (2019), *“Regulations”*

Moody’s, (2019), *“The impact of environmental, social and governance risks on bank ratings” (a)*

Moody’s, (2019), *“Rating methodology” (b)*

Climate Bonds Initiative, (2018), *“Green Securitisation - Unlocking finance for small-scale low carbon projects”*

IRENA (2017), *“Stranded assets and renewables: how the energy transition affects the value of energy reserves, buildings and capital stock”*

E. Nizama, A. Ngb, G. Dewandarub, R. Nagayevc, R.M. Nkoba (2019), *“The impact of social and environmental sustainability on financial performance: A global analysis of the banking sector”*

Del Anderson (2017), *“ESG in Action: Evaluating Global Financials”*

Kotsantonis, Bufalari (2019), *“Do sustainable banks outperform?”*

Khan, M., G. Serafeim and A. Yoon (2016), *“Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality”*

Assogestioni, (2019), *“Mappa Trimestrale del Risparmio Gestito I trimestre 2019”*

Intesa San Paolo, (2019), *“Il fondo pensione istituisce un comparto specifico per investimenti ESG con priorità sul climate change” (a)*

Intesa San Paolo, (2019), *“LINEE GUIDA Investimenti Socialmente Responsabili” (b)*

Eurizon, (2019), *“I prodotti SRI di Eurizon”*

Credit Suisse (2019), *“Approccio olistico all'integrazione ESG”*

Sitografia

<https://youmatter.world/en/definition/definitions-esg-what-is-it-definition-principles-and-examples/>
<https://www.thbinc.com/news-and-insights/esg-investing-explained/>
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-sostenibile/news/forum/report-teg.htm>
<https://www.milanofinanza.it/news/nn-ip-crescita-esponenziale-del-mercato-dei-green-bond-201905281636325262>
https://www.ilsole24ore.com/art/green-bond-ecco-cosa-sono-e-come-funzionano-AC9tKqDB?refresh_ce=1
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>
<https://www.institutionalassetmanager.co.uk/2020/02/20/283200/green-bonds-are-entering-mainstream-says-nn-ip>
<https://www.google.com/amp/s/www.milanofinanza.it/amp/news/nn-ip-gli-indici-dei-green-bond-sovraperformano-quelli-tradizionali-202002201709363887>
<https://www.mainstreamingclimate.org/ngfs/>
<https://www.ft.com/content/bacdb162-217e-11ea-92da-f0c92e957a96>
<https://www.ilsole24ore.com/art/ambiente-e-finanza-svolta-green-banche-centrali-ACKkQz7>
<https://www.milanofinanza.it/news/dws-le-banche-centrali-devono-avere-un-ruolo-attivo-negli-investimenti-sostenibili-201811201547089548>
<https://www.bis.org/press/p190926.htm>

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/it/ip_18_1404/IP_18_1404_IT.pdf

<https://www.moodyanalytics.com/regulatory-news/dec-06-19-eba-publishes-action-plan-on-sustainable-finance>

<https://www.ilsole24ore.com/art/esg-banche-dovranno-mettere-filtro-i-prestiti-aziende-ACAo79w>

<https://www.ilpuntopensionielavoro.it/site/home/pensioni/alla-ricerca-della-sostenibilita-il-caso-del-fondo-pensione-del-gruppo-intesa-sanpaolo.html>