

## Investimenti e Rating ESG

Prof. Francesco Cerri

---

RELATORE

Giulio Cordelli Matr. 244591

---

CANDIDATO

# INDICE

INTRODUZIONE.....	4
CAPITOLO 1.....	5
Storia.....	5
Agenda 2030.....	7
ESG.....	9
Il caso Apple.....	10
Finanza sostenibile.....	11
Sustainable Finance Disclosure Regulation.....	12
Tassonomia.....	14
CAPITOLO 2.....	15
Origine degli investimenti sostenibili.....	15
Investimenti sostenibili.....	17
Perché investire in attività sostenibili.....	21
Exchange Trade Fund.....	25
Principles for Responsible Investments.....	28
Strategie di investimento.....	29
Il caso BLACKROCK.....	32
CAPITOLO 3.....	34
Metodologie.....	35
MSCI.....	35
Refinitiv.....	37
Vigeo-Eiris (Moody's ESG).....	39
La divergenza dei Rating ESG.....	41
Osservazioni dei regolatori.....	44
Proposte e possibili soluzioni.....	46
Proposta dell'ESG European Institute.....	47
CONCLUSIONI.....	49
BIBLIOGRAFIA.....	51



## INTRODUZIONE

Il principale argomento trattato negli ultimi anni per quanto riguarda il *management* di un'impresa è senza dubbio il delicato tema della *Corporate Social Responsibility* (CSR). L'Unione Europea definisce la CSR come "*l'integrazione su base volontaria, da parte delle imprese, delle preoccupazioni sociali e ambientali nelle loro operazioni interessate*". Se inizialmente, attenersi ad una strategia attenta ed indirizzata a questi obiettivi, era ritenuto limitante e in alcuni casi addirittura nocivo per lo sviluppo dell'impresa, negli ultimi anni è cambiata la visione generale sull'argomento. Infatti, l'utopica visione di aziende socialmente responsabili ma comunque finalizzate al ritorno economico non sembra più così distante. I vantaggi dell'adottare una strategia sostenibile non sono solo di tipo etico ma riguardano anche i rendimenti dell'azienda.

Il percorso verso un'economia sostenibile è agli albori ma sembra oggi più che mai inevitabile. Il primo passo in questa direzione deve essere mosso nella finanza, iniziando ad investire in aziende meritevoli ed escludendo le organizzazioni che non hanno intenzione di aggiornarsi.

Il testo tratterà nel primo capitolo dei regolamenti e delle misure internazionali attuate in un contesto in continuo divenire. Il secondo capitolo si concentrerà sugli investimenti sostenibili e, in particolare, dei loro rendimenti, avvalorando la tesi che non è vero che profitti e responsabilità ambientale, sociale e di *governance* siano in contrasto, ma vadano piuttosto nella stessa direzione. Il terzo ed ultimo capitolo vorrebbe affrontare un punto complicato e, al momento, quasi limitante degli investimenti sostenibili: il *rating* ESG.

# CAPITOLO 1

## Storia

Il primo documento ufficiale che tratta il tema dello sviluppo sostenibile è il Rapporto di Brundtland del 1987, dall'omonima coordinatrice dell'incontro, Gro Harlem Brundtland, al quale parteciparono leader di 21 Stati Nazionali. *“Lo sviluppo sostenibile è quello sviluppo che consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri”*<sup>1</sup>.

La prima riunione delle Nazioni Unite legata all'argomento della sostenibilità, al tempo ancora focalizzato esclusivamente sul tema ambientale, avvenne nel 1972 e il confronto si riassunse con la *“Dichiarazione di Stoccolma”* che introduce il seguente concetto: *“è diritto di tutti gli esseri umani avere accesso a condizioni di vita soddisfacenti, in un ambiente che consenta di vivere nella dignità e nel benessere”*<sup>2</sup>.

La necessità di costruire un'economia rispettosa dei temi sociali e ambientali è stata analizzata per anni dalle principali potenze economiche mondiali nelle numerose Conferences of Parties (COP). La prima COP si svolse nel 1995 a Berlino e il tema dell'incontro fu quello di fissare le modalità di voto. Di fatto, quindi, il primo incontro rilevante fu il *“Protocollo di Kyoto”*, che portò ai primi accordi sul clima, formalizzati in un principale obiettivo pratico: diminuire le emissioni di gas serra del 5% rispetto ai livelli del 1990<sup>3</sup>. Il Protocollo, firmato nel 1997, non è stato messo in atto fino al 2005, in seguito all'ingresso della Russia nell'accordo, in quanto, condizione necessaria alla sua riuscita, fosse che a sottoscrivere l'accordo dovessero essere almeno 55 Stati e che questi ultimi fossero responsabili di almeno il 55% delle emissioni globali. Il Protocollo si dimostrò limitato in quanto, gli Stati Uniti, che al tempo erano i principali protagonisti delle emissioni di gas serra (36,1% del totale) non entrarono mai nell'accordo; i Paesi in via di sviluppo come India e Cina non erano considerati responsabili per la situazione e dunque non furono inclusi e vi era addirittura la possibilità per alcuni Paesi di aumentare le proprie emissioni. L'inadeguatezza del protocollo si manifestò inevitabilmente all'interno del COP15 di Copenaghen dove gli stati membri non riuscirono a trovare un accordo sul finanziamento del progetto. La necessità di trovare un nuovo concordato fu accolta con la COP21 che portò all'accordo di Parigi (2015), consistente nell'impegno dei Paesi firmatari al mantenimento delle temperature medie, con un limite all'aumento fissato a 1,5 gradi celsius rispetto al livello preindustriale.

L'ultimo degli accordi sul clima, in ordine temporale, è l'European Green Deal, che viene annunciato dalla Commissione Europea nel 2019 in seguito è approvato dal Parlamento Europeo nel 2020.

---

<sup>1</sup> Commissione Brundtland (1987), *Rapporto Brundtland: Il Futuro di Tutti Noi e del Nostro Pianeta*

<sup>2</sup> United Nations (1972), *Declaration of the United Nations Conference on the human Environment*

<sup>3</sup> Nazioni Unite (1997), *Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC)*

L'obiettivo dichiarato è quello di diminuire le emissioni di gas serra del 55% e, inoltre, di rendere l'Europa il primo continente ad emissioni nette zero entro il 2050.

## Agenda 2030<sup>4</sup>

Le tematiche della sostenibilità sono state analizzate attraverso la stesura dei 17 SDG's, introdotti con l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, riassuntiva del *summit* delle Nazioni Unite a New York nel 2015, e che forniscono degli obiettivi quantitativi e quindi non interpretabili che devono essere raggiunti entro la fine del decennio. Ogni argomento esposto dal "goal" principale è poi articolato al suo interno in sotto obiettivi (169) con il fine di contribuire allo sviluppo globale, promuovere il benessere umano e proteggere l'ambiente.

Gli obiettivi sono i seguenti:

1. "Porre fine a ogni forma di povertà nel mondo. L'intenzione è quella di assicurare una vita dignitosa";
2. "Porre fine alla fame, realizzare la sicurezza alimentare e una migliore nutrizione e promuovere l'agricoltura sostenibile";
3. "Assicurare la salute e il benessere per tutti e per tutte le età";
4. "Istruzione di qualità, equa ed inclusiva e promuovere opportunità di apprendimento continuo per tutti";
5. "Raggiungere l'uguaglianza di genere l'emancipazione di tutte le donne e le ragazze";
6. "Garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua e delle strutture igienico sanitarie";
7. "Assicurare a tutti l'accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni";
8. "Promuovere una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva e un lavoro dignitoso per tutti, riducendo il lavoro informale e la disparità di salario tra generi";
9. "Costruire una infrastruttura resiliente e promuovere l'innovazione e una industrializzazione equa, responsabile e sostenibile";
10. "Ridurre le disuguaglianze fra i paesi e al loro interno";
11. "Rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, resilienti e sostenibili";
12. "Garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo";
13. "Adottare misure urgenti per combattere il cambiamento climatico e le sue conseguenze";
14. "Conservare e utilizzare in modo sostenibile gli oceani, i mari e le risorse marine per uno sviluppo sostenibile";
15. "Proteggere, ripristinare e favorire un uso sostenibile degli ecosistemi terrestri, gestire in modo sostenibile le foreste, combattere la desertificazione, arrestare e invertire il degrado del territorio e arrestare la perdita di biodiversità";

---

<sup>4</sup> Organizzazione delle Nazioni Unite (2015), *Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*

16. “Promuovere società pacifiche e inclusive per uno sviluppo sostenibile; rendere disponibile l’accesso alla giustizia per tutti e creare organismi efficaci, responsabili e inclusivi a tutti i livelli”;
17. “Rafforzare i mezzi di attuazione e rinnovare il partenariato mondiale per lo sviluppo sostenibile (partnership for the goals). Per il raggiungimento degli obiettivi è necessaria l’azione coordinata di governi, settore pubblico e privato”;



*Fig. 1.1 I 17 SDG's da Organizzazione delle Nazioni Unite (2015), Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*



## ESG

La tematica dello sviluppo sostenibile si è declinata anche in ambito aziendale ed è oggi divisa in tre macroaree: ambientale, sociale e *governance*. La combinazione delle tre è indicata dalla sigla ESG (*Environmental, Social and Governance*). Lo sviluppo sostenibile passa dunque per i tre pilastri sopra citati.

- E (*Environmental*). La prima lettera della sigla si riferisce all'impatto dell'impresa sul territorio circostante. Un'organizzazione influisce sull'ambiente esterno in molti modi, ad esempio, tramite l'emissione di gas serra o lo smaltimento dei rifiuti. Il principale obiettivo dell'area ambientale per un'impresa è quello di contribuire direttamente alla diminuzione dell'emissione di anidride carbonica nell'atmosfera. Per rendere più chiare le disposizioni dell'accordo di Parigi, che punta al mantenimento delle temperature entro 1,5 gradi, un'iniziativa del World Resources Institute e del World Business Council for Sustainable Development (WBCSD), ha portato alla creazione del Greenhouse Gas Protocol, che fornisce uno standard di rendicontazione per misurare le emissioni. Il protocollo si articola in tre aree di osservazione del *carbon footprint*. Lo *scope 1* raccoglie all'interno tutte le emissioni dell'azienda per attività della stessa come il riscaldamento degli edifici o funzionamento della catena produttiva. Lo *scope 2* misura le emissioni connesse all'energia acquistata dall'impresa, quindi l'impatto indiretto. Un'azienda che utilizza energia proveniente da combustibili fossili inquina, anche se indirettamente, più di una che utilizza energia rinnovabile. Lo *scope 3* comprende tutte le altre emissioni che non sono comprese nelle prime due categorie, esempi possono essere: spostamento dei dipendenti, utilizzo del bene prodotto da parte del consumatore e smaltimento di quest'ultimo.
- S (*Social*). Il fattore sociale è qualificato dal modo in cui l'impresa tratta i propri dipendenti ma anche fornitori e clienti. Esempi di gestione corretta del fattore sociale sono: diritti umani fondamentali, diritti del lavoro, diversità, assenza lavoro minorile o forzato, possibilità di dialogo e partecipazione, possibilità di carriera, benessere e sicurezza. Il fattore sociale non è limitato all'interno dell'azienda ma la sua valutazione deve essere effettuata anche considerando gli impatti di essa nel contesto in cui svolge la propria attività. Esempi sono sviluppo sociale ed economico della società in cui opera, impatto dei prodotti e servizi aziendali e filantropia;
- G (*Governance*). La *governance* consiste nell'unione dei fattori che permettono di amministrare l'impresa. Una gestione che intende essere in linea con i principi del sostenibile deve seguire un'etica rispettosa dei diritti degli azionisti e degli altri stakeholder. Vengono valutate le caratteristiche del *board* aziendale nella sua composizione, che nell'attuazione o meno di politiche di diversità di genere, ad esempio, che nel comportamento, con il contrasto ad ogni

forma di corruzione o l'etica retributiva. La governance ricopre un ruolo importante nella valutazione ESG in quanto è in questa sezione che viene formata l'identità aziendale.

### Il caso Apple<sup>5</sup>

Per rendere chiaro con un esempio pratico come un'azienda possa essere attiva in tutti e tre i campi e in che modo, prendiamo in considerazione una delle più grandi organizzazioni al mondo.

Apple redige il rapporto ESG annualmente mostrando il suo impegno nella sostenibilità. Per quanto riguarda l'impatto ambientale l'azienda amministrata da Tim Cook ha dichiarato di voler raggiungere la *carbon neutrality* entro il 2030. Essa si concretizza nel bilanciamento tra emissioni di gas serra generate ed emissioni riassorbite in un dato periodo di tempo. Un altro punto sul quale Apple ha intenzione di intervenire nei prossimi anni è lo sviluppo e l'utilizzo dell'energia da fonti rinnovabili, che al momento fornisce luce e servizi al 100% degli uffici, centri di raccolta dati e negozi e che entro il 2030 dichiarano alimenterà tutte le attività dell'azienda.

In ambito sociale dal 2017 la percentuale di lavoratrici donne all'interno dell'impresa è aumentata del 70% e l'azienda dichiara che all'interno della stessa non esista disparità salariale di genere. L'obiettivo di Apple è quello di creare un ambiente di lavoro che sia libero da discriminazione per colore della pelle, orientamento sessuale, identità di genere, disabilità e tutte le altre caratteristiche protette legalmente. L'azienda si impegna anche a fornire un'ambiente di lavoro sicuro anche per emergenze mediche, in quanto oltre 5000 lavoratori hanno seguito dei corsi per fornire il primo soccorso. Apple si impegna anche per quanto riguarda la comunità con donazioni, escluse quelle strategiche che nell'ultimo anno superano i 250 milioni di dollari complessivamente.

In ambito *governance* Apple dichiara che il 50% del suo *board* sia formato da donne e che, sempre riguardo al consiglio di amministrazione, il 50% dei componenti venga da comunità sottorappresentate. Per permettere ai dipendenti di prendere le decisioni più corrette l'azienda ha dispensato oltre 550 mila corsi interni.

---

<sup>5</sup> Environmental Social Governance Report, Apple (2021)

## Finanza sostenibile

Per essere ritenuta socialmente responsabile un'impresa non può che rivolgersi ad una valutazione coerente con le tematiche ESG, che non si limita al semplice rispetto della legge ma, aspira alla coerenza con dei valori ideali.

In questo contesto di allineamento delle istituzioni nazionali ed internazionali sui temi legati alla sostenibilità risulta fondamentale il ruolo delle imprese e degli investitori privati.

Per “finanza sostenibile” si intende generalmente il processo che prevede l'analisi dei fattori ambientali e sociali nelle scelte di investimento, al fine di ottenere rendimenti da attività sostenibili nel medio e lungo termine. L'importanza della finanza in questo contesto viene sottolineata dal Piano d'Azione per la Finanza Sostenibile dell'Unione Europea pubblicato nel 2018. Gli obiettivi del Piano d'Azione sono:

1. "riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva;"
2. "gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali;"
3. “promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie”.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> European Banking Authority (2019), Action Plan on Sustainable Finance

## Sustainable Finance Disclosure Regulation

Il Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), entrato in vigore nel 10 marzo del 2021, si pone come obiettivo di *“fornire una maggiore trasparenza sulle caratteristiche ambientali e sociali e sulla sostenibilità all'interno dei mercati finanziari e creare standard comuni per la rendicontazione e la divulgazione di informazioni relative a queste considerazioni”*.<sup>7</sup>

I soggetti a cui è applicato l'SFDR sono tutti i partecipanti ai mercati finanziari, i consulenti sempre operanti in questo campo all'interno dell'Unione Europea come anche le società di gestione e i consulenti con sede al di fuori dell'UE ma che commercializzano i propri prodotti a clienti nell'Unione. Il regolamento richiede delle informazioni specifiche su come vengono affrontati i due temi dei rischi di sostenibilità e dei principali impatti negativi: *“tutti i partecipanti ai mercati finanziari pubblicano sui loro siti web informazioni circa le rispettive politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei loro processi decisionali relativi agli investimenti”* e dove non vengano presi in considerazione gli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, questa scelta deve essere accompagnata dalle motivazioni per iscritto. I rischi di sostenibilità vengono definiti chiaramente nell'articolo 2 del regolamento: è una condizione o un avvenimento appartenente alla sfera ESG (environnement, social e governance) che se verificata porta alla svalutazione effettiva o potenziale dell'investimento. I principali impatti negativi sono le conseguenze dell'investimento nocive per la sostenibilità come, ad esempio, il finanziamento di una società che contribuisce gravemente alle emissioni di anidride carbonica. La normativa propone, inoltre, una definizione qualitativa di investimento sostenibile, come basato sui seguenti tre punti:

1. contribuire a un obiettivo ambientale o sociale;
2. non danneggiare in modo significativo alcun altro scopo ambientale o sociale (principio DNSH *"do not significant harm"*)<sup>8</sup>;
3. le società partecipate devono avere buone pratiche di governance.

Il regolamento divide i fondi di investimento in tre categorie:

- Prodotti Articolo 6: sono i fondi *“pale green”* che, nonostante siano allineati dal punto di vista legale sull'inserimento delle considerazioni su rischi all'interno dei loro processi decisionali,

---

<sup>7</sup> REGULATION (EU) 2019/2088 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (art. 4)

<sup>8</sup> Il principio del DNSH consiste in una procedura che permette di individuare gli effetti diretti ed indiretti nel breve e lungo periodo. Gli effetti che un investimento genera sono divisibili in quattro categorie: 1) La misura ha impatto nullo o trascurabile sull'obiettivo; 2) La misura sostiene l'obiettivo con un coefficiente del 100%; 3) La misura contribuisce *“in modo sostanziale”* all'obiettivo ambientale; 4) La misura richiede una valutazione DNSH complessiva. Nel caso l'investimento rientri nelle prime tre categorie si parla di approccio semplificato, nel quale l'obbligo dell'impresa si limita a una descrizione del perché il rischio ambientale limitato. In caso contrario è necessaria un'analisi più approfondita, frequente in settori come quello dell'energia che possono avere effetti controversi.

non sono focalizzati sulla sostenibilità e, di conseguenza, non possono utilizzare i termini “ESG” o “sostenibilità” nella propria descrizione;

- Prodotti Articolo 8: sono i fondi “*light green*” consistenti in investimenti che rispettano il primo e il terzo punto precedenti, ma non sono esclusivamente focalizzati su una causa sostenibile;
- Prodotti Articolo 9: sono i fondi “*dark green*”, hanno come principale obiettivo gli investimenti sostenibili e rispettano tutti i punti della definizione qualitativa.

Al momento la situazione europea è la seguente:

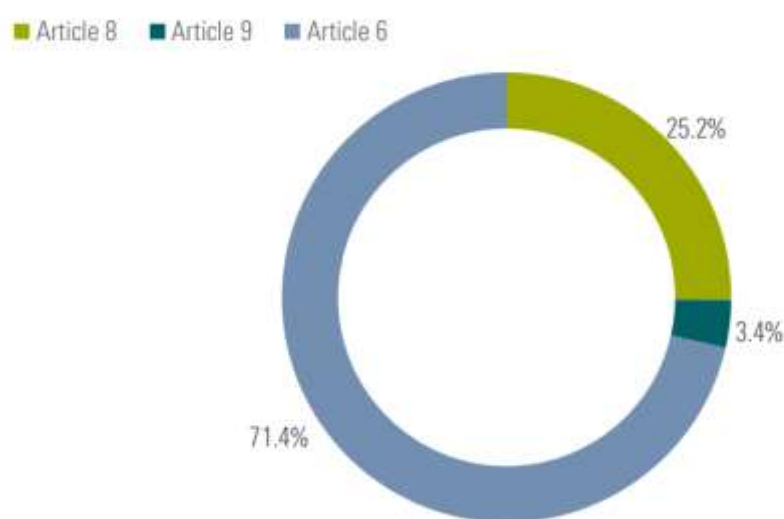


Figura 1.2 Percentuale fondi art.6, 8 e 9 da Morningstar Direct. Dati aggiornati al 31 dicembre 2021.

I fondi di tipo “Articolo 6” sono ancora la maggioranza del totale. I fondi sostenibili sono in crescita, in quanto, i classificati “Articoli 8 e 9” sono in crescita del 16% rispetto ai dati del trimestre precedente (settembre 2021), passando dal 24,5% al 28,6%.<sup>9</sup>

Avvalendosi della descrizione di investimenti rispettosi dei canoni ESG i prodotti articolo 8 e 9 sono soggetti ad obblighi informativi rafforzati per ridurre il rischio di *Greenwashing*. Per *Greenwashing* si intende l’ecologismo di facciata, un’operazione di marketing che permette all’azienda che la mette in atto di evidenziare la deriva sostenibile di un’iniziativa circostanziale, nascondendo l’impatto ambientale negativo dell’impresa nel suo complesso.

<sup>9</sup> Morningstar (2021), SFDR Article 8 and Article 9 Funds: 2021 in Review

## Tassonomia

Il bisogno per gli investitori di avere delle certezze e delle rassicurazioni sulla veridicità della sostenibilità di un'impresa è stato accolto tramite l'introduzione della Tassonomia Verde dell'Unione Europea dal Regolamento UE 2020/852, entrata in vigore il 31 dicembre 2021. La Tassonomia dell'UE è uno strumento chiaro e basato su criteri scientifici il cui fine ultimo è quello di stabilire quali attività apportino un contributo sostanziale agli obiettivi del Green Deal. L'Unione Europea ha definito sei obiettivi ambientali e climatici: 1) mitigazione del cambiamento climatico; 2) adattamento al cambiamento climatico; 3) uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine; 4) transizione verso l'economia circolare, con riferimento anche a riduzione e riciclo dei rifiuti; 5) prevenzione e controllo dell'inquinamento; 6) prevenzione della biodiversità e degli eco-sistemi. Su di essi l'Unione Europea basa l'intera Tassonomia che consiste, dunque, in una lista di attività economiche che rispettano le seguenti condizioni:

1. Contribuiscono positivamente ad almeno uno degli obiettivi ambientali definiti dalla Commissione Europea;
2. Non producono impatti negativi su nessun altro obiettivo (principio DNSH);
3. Rispettano i criteri tecnici definiti;
4. Sono in linea con garanzie sociali minime.

Al momento la "Tassonomia" è concentrata esclusivamente sull'impatto ambientale delle imprese ma è presumibile che nei prossimi anni essa includerà all'interno della propria classificazione anche gli altri temi ESG (*social e governance*).

## CAPITOLO 2

### Origine degli investimenti sostenibili<sup>10</sup>

Possiamo definire gli investimenti sostenibili odierni come discendenti dalla finanza etica e sottoinsieme degli SRI (*Social Responsible Investments*). Gli investimenti responsabili mirano alla coesistenza del principio del profitto e dell'etica. Sono investimenti con una visione a lungo termine e l'obiettivo finale è quello di creare valore, non solo per l'investitore, ma anche per la società nel suo complesso. Per quanto riguarda gli investimenti sostenibili, l'etica e i valori che guidano gli investimenti derivano dall'applicazione criteri ESG. Ma quando nasce la finanza etica?

La finanza da sempre è al centro del dilemma morale del se sia giusto o sbagliato ricevere un rendimento dal prestito di denaro. Il primo filosofo che affrontò il tema fu San Tommaso nel XIII secolo, condannando la remunerazione da capitale ozioso (l'usura) e giustificando, invece, il rendimento da capitale di rischio (che potesse avere degli effetti positivi sulla comunità). In seguito, i Quaccheri, nel XVIII secolo, si rifiutarono di ottenere rendimenti da guerra e traffico degli schiavi, in quanto li consideravano due *business* avversi ai loro principi morali.

Il primo fondo etico, che quindi investiva solo in attività che riteneva in linea con i valori degli investitori, nacque negli Stati Uniti nel 1928: Pioneer Fund. Esso era un fondo che gestiva il patrimonio di protestanti e che, come particolarità, aveva tracciato una linea tra settori nei quali investire e settori nei quali non era previsto. Le cosiddette *sin stocks* erano i titoli nei quali non era possibile investire nonostante appartenessero a *business* redditizi come tabacco, alcool o gioco d'azzardo.

Un'iniziativa di questo genere fu in seguito perseguita dal Pax World Fund, che nel 1971 decise di non inserire all'interno del suo portafoglio di investimenti, tutti i titoli di imprese che erano coinvolte nell'armamento della guerra in Vietnam e altre attività correlate allo scontro bellico.

La prima operazione di azionariato attivo, nello stesso anno, avviene per mano della Chiesa Episcopale Americana, che, per conto della Interfaith Center on Corporate Responsibility <sup>11</sup> (ICCR, nata in quell'occasione), chiese alla General Motors, colosso americano nel settore automobilistico, di ritirare le proprie attività dal Sudafrica, dove era presente ancora la segregazione razziale.

La finanza etica in Europa arriva negli anni '80 quando vennero creati i primi fondi responsabili in Svezia, Francia e Inghilterra. In Italia il primo fondo etico viene fondato nel 1997 (Sanpaolo Azionariato Internazionale Etico).

---

<sup>10</sup> Alfonso Del Giudice, LA FINANZA SOSTENIBILE strategie, mercato e investitori istituzionali; G. Giappichelli Editore (2019).

<sup>11</sup> *Interfaith Center on Corporate Responsibility*, sede a New York, utilizza gli investimenti degli enti religiosi per influenzare le strategie di gestione delle imprese secondo i principi della Chiesa. Oggi coordina oltre 300 organizzazioni per un patrimonio totale di 200 miliardi di dollari.

Il concetto di investimenti socialmente responsabili è quindi cambiato durante l'ultimo secolo. I cambiamenti riguardano sia i principi che guidavano le scelte degli investitori: dall'esclusione di settori ritenuti nocivi come quello del tabacco, a quello della guerra fino alla sensibilizzazione recente verso i temi della sostenibilità ambientale; che le modalità di influenza: se prima l'unico modo per dare un contributo, ed essere coerente con i propri principi morali, era l'esclusione dal portafoglio, il caso General Motors amplia le possibilità di scelta dell'investitore creando di fatto l'azionariato attivo.



## Investimenti sostenibili

La conoscenza della popolazione sul tema della sostenibilità è cresciuta e oggi è quasi impossibile non avere idea di cosa si tratti. In particolare, le nuove generazioni sono maggiormente interessate alla questione ed è dunque probabile che la tendenza si confermerà anche nei prossimi anni. L'87% degli italiani crede di poter affrontare un discorso sulla sostenibilità in quanto informato, il 26,2% afferma addirittura di averne una conoscenza precisa. Il 63,4% degli italiani conosce o ha sentito parlare di ESG, e, a conferma dell'affermazione precedente, la percentuale è più alta tra i giovani (68,4%)<sup>12</sup>. Inoltre, si è riscontrata una certa fiducia della popolazione nell'investire in asset sostenibili.

<i>Pensando a risparmi da investire, se le fosse proposto di investire in prodotti Esg, Lei sarebbe interessato?</i>	Fino a 34 anni	35-64 anni	65 anni e oltre	Totale
<b>Sì, di cui</b>	<b>72,1</b>	<b>62,5</b>	<b>19,4</b>	<b>52,5</b>
<i>Sarebbero la mia prima scelta</i>	34,2	26,3	9,6	23,3
<i>Non sarebbero la mia prima scelta</i>	37,9	36,2	9,8	29,2
<b>No, non mi interessano</b>	<b>11,7</b>	<b>17,6</b>	<b>64,3</b>	<b>29,4</b>
<b>Non saprei</b>	<b>16,2</b>	<b>19,9</b>	<b>16,3</b>	<b>18,1</b>
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Figura 2.1 Propensione degli italiani ad investire in prodotti ESG, per età (valore in percentuale). Fonte: Censis, Assogestioni (2021), 2° Rapporto Censis-Assogestioni GLI ITALIANI E LA FINANZA SOSTENIBILE, PER ANDARE OLTRE LA PANDEMIA

La Consob definisce la finanza sostenibile come: “*l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria. La finanza sostenibile, quindi, si pone l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano al contempo utili alla società e non siano a carico del sistema ambientale*”.

Gli investimenti sostenibili vengono formalizzati nella definizione della Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) che viene ripresa anche da Eurosif e dal Forum Italiano per la Finanza Sostenibile: “*L'investimento sostenibile è un approccio di investimento che considera i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) come discriminanti per la scelta del portafoglio e della sua gestione. Per chiarezza la GSIA usa una definizione inclusiva di investimento sostenibile, senza reputare differente*

<sup>12</sup> Censis, Assogestioni (2021), 2° Rapporto Censis-Assogestioni GLI ITALIANI E LA FINANZA SOSTENIBILE, PER ANDARE OLTRE LA PANDEMIA

la terminologia correlata come investimento responsabile o investimento socialmente responsabile, in quanto collettivamente riferiti agli investimenti sostenibili o SRP”.<sup>13</sup>

Un documento significativo per mappare l’evoluzione degli investimenti sostenibili a livello mondiale è il “*Global Sustainable Investment Review*” (*GSIR*), pubblicato nel 2021 dalla Global Sustainable Investment Alliance. Secondo questo *report* il settore degli investimenti sostenibili muove una quantità di denaro pari a 35,3 trilioni di dollari nei cinque maggiori mercati analizzati dallo studio (Europa, Stati Uniti, Canada, Giappone e Australasia<sup>14</sup>) corrispondenti al 35,9% dei prodotti finanziari scambiati in totale all’interno di essi.

REGIONS	2016	2018	2020
Total AUM of regions	81,948	91,828	98,416
Total sustainable investments only AUM	22,872	30,683	35,301
% Sustainable investments	27.9%	33.4%	35.9%
<b>Increase of % sustainable investments (compared to prior period)</b>		<b>5.5%</b>	<b>2.5%</b>

Figura 2.2 investimenti sostenibili AUM (Asset Under Management in miliardi di dollari). Fonte: Global Sustainable Global Alliance (2020), *Global Sustainable Investment Review*.

L’incremento più grande è avvenuto in Canada, dove la quantità di *asset* presenti sul mercato è aumentata del 48% tra il 2018 e il 2020, gli Stati Uniti sono subito dopo in questa classifica con una crescita del 48% nello stesso periodo. Per quanto riguarda il mercato europeo, le statistiche mostrano una riduzione del 13% dei titoli sostenibili, dati che però non tengono in considerazione i parametri stringenti introdotti con il Piano d’azione per la Finanza Sostenibile.

<sup>13</sup> “Sustainable investing is an investment approach that considers environmental, social and governance (ESG) factors in portfolio selection and management. For the purpose of this global report and for articulating our shared work in the broadest way, GSIA uses an inclusive definition of sustainable investing, without drawing distinctions between this and related terms such as responsible investing and socially responsible investing. These are collectively referred to as sustainable investing or SRP” GSIA report (2019)”

<sup>14</sup> Australia e Nuova Zelanda

	2014	2016	2018	2020	GROWTH PER PERIOD		
					GROWTH 2014-2016	GROWTH 2016-2018	GROWTH 2018-2020
Europe* (EUR)	€9,885	€11,045	€12,306	€10,730	12%	11%	-13%
United States (USD)	\$6,572	\$8,723	\$11,995	\$17,081	33%	38%	42%
Canada (CAD)	\$1,011	\$1,505	\$2,132	\$3,166	49%	42%	48%
Australasia* (AUD)	\$203	\$707	\$1,033	\$1,295	248%	46%	25%
Japan (JPY)	¥840	¥57,056	¥231,952	¥310,039	6,692%	307%	34%

Figura 2.3 Crescita per periodo, valori espressi in miliardi, valuta di riferimento. Fonte: Global Sustainable Global Alliance (2020), Global Sustainable Investment Review.

Questa falsa tendenza negativa dell'Europa, che all'apparenza ha diminuito la quantità di titoli sostenibili è confermata anche per quanto riguarda la percentuale di prodotti in linea con la definizione locale di sostenibile sul totale (valido anche per l'Australasia). Mentre negli altri mercati come quello canadese o degli Stati Uniti è in crescita costante dal 2014. In seguito alle statistiche più recenti, anche in questi dati è il Canada a spiccare con gli *asset* sostenibili che raggiungono il 61,8% del totale.

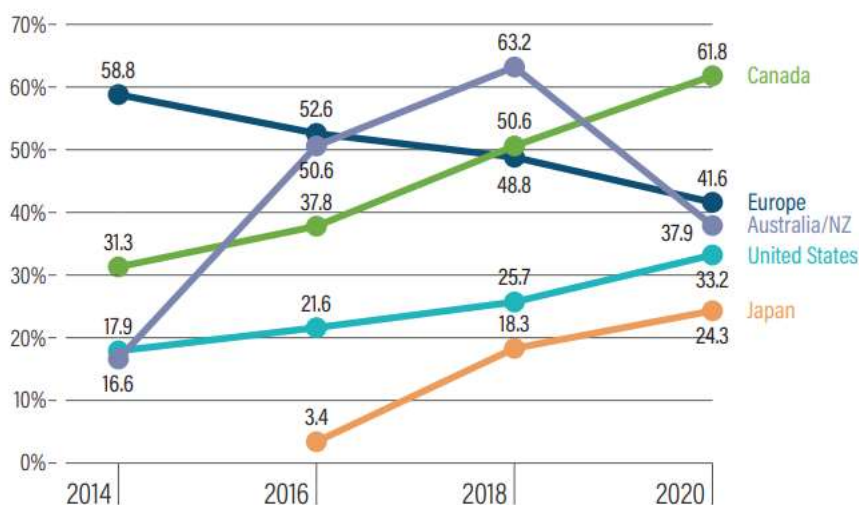


Figura 2.4 Andamento degli investimenti sostenibili in percentuale. Fonte: GSIR 2020.

In quanto a numeri assoluti, i due principali mercati che trainano il settore degli *asset* sostenibili sono quello europeo e quello americano. Insieme essi contengono oltre l'80% dei prodotti totali.

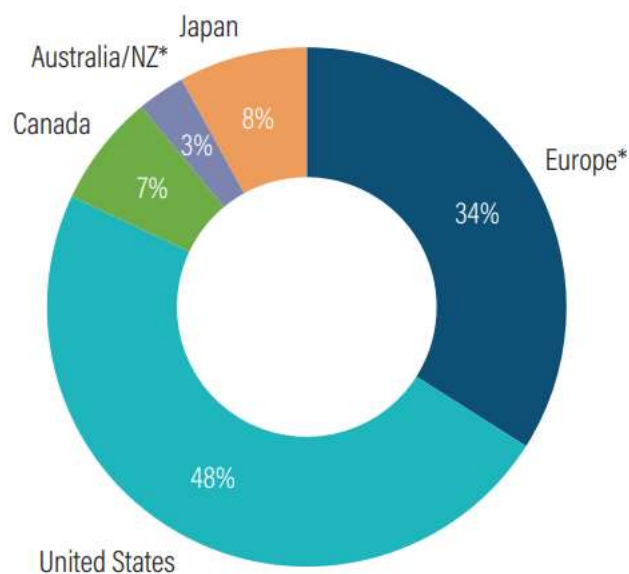


Figura 2.5 Percentuali investimenti sostenibili nel mondo. Fonte: Global Sustainable Global Alliance (2020), Global Sustainable Investment Review.

Alla luce di questi dati è bene specificare che il mercato europeo resta quello più avanzato per quanto riguarda gli investimenti sostenibili, con dei parametri e una regolamentazione ben più stringente rispetto al resto del mondo, e che quindi i dati sono viziati dalla differenza che esiste tra quello che è ritenuto sostenibile in Europa rispetto al resto del mondo. La Tassonomia dell'UE è infatti la più avanzata al mondo e in alcuni paesi come Gli Stati Uniti non esiste un progetto simile. È quindi evidente come ciò che venga definito sostenibile in Europa grazie ai parametri stringenti della Tassonomia dell'Unione sarà probabilmente definito sostenibile anche nelle altre economie, mentre il percorso opposto non sia affatto scontato.

## Perché investire in attività sostenibili

Ci sono vari motivi che spingono i fondi privati ad investire in titoli sostenibili. Il primo ovviamente è di origine etica. Gli effetti negativi dell'inquinamento atmosferico sono innegabili e se non si interviene a breve si oltrepasserà un punto di non ritorno che avrà conseguenze disastrose. Un'economia sostenuta da condizioni ambientali stabili giova, o meglio, non danneggia gli operatori sui mercati. Infatti, tra il 2000 e il 2016 i disastri naturali estremi dovute al cambiamento climatico sono aumentati del 46% e, contemporaneamente, i danni di origini meteorologiche subiti dalle imprese sono, tra il 2007 e il 2016, aumentati dell'86% raggiungendo i 117 miliardi di euro annui.<sup>15</sup>

Tralasciando però i motivi dettati dai principi morali, investire in attività sostenibili ha altri vantaggi:

1. Un'attività sostenibile risulta meno sollecitata ai rischi legali, normativi e reputazionali. L'ultimo punto è legato alla percezione che il pubblico ha dell'attività. Ovviamente, la sensibilità è destinata ad aumentare, considerato il divario di interesse intergenerazionale sul tema. Per quanto riguarda i rischi legali e normativi è prevedibile che quelle che oggi vengono presentate come delle raccomandazioni vengano presto tramutate in leggi. Regolamentando l'economia in un'ottica sostenibile le imprese che si trovano in una situazione di difetto dovranno adattarsi, con conseguente perdita di tempo e denaro. Coloro che, invece, presentano le caratteristiche necessarie già prima della stesura del regolamento, guadagneranno un vantaggio competitivo.
2. In secondo luogo, l'esclusione di titoli con basso rating ESG permette di ottenere rendimenti superiori di quelli dell'indice di riferimento. Questa affermazione viene confermata da uno studio di AXA<sup>16</sup>. Lo studio prende come riferimento l'indice MSCI All Country World Index (MSCI ACWI)<sup>17</sup> eliminando dall'indice i titoli non ritenuti conformi alle politiche settoriali ed ESG (il 4,1% del totale). I risultati evidenziano come, mentre l'indice MSCI ACWI abbia avuto un rendimento, nel 2021, del 18,54%, l'indice teorico abbia avuto un rendimento superiore di 0,57 punti percentuali, arrivando al 19,1%. In particolare, dai dati è evidente come, sia principalmente l'esclusione in base a standard ESG, a migliorare il rendimento di 0,62 punti percentuali, mentre le esclusioni settoriali abbiano comportato ad una perdita del 0,09%.

---

<sup>15</sup> Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO EUROPEO, AL CONSIGLIO, ALLA BANCA CENTRALE EUROPEA, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI (2018)

<sup>16</sup> La resilienza delle migliori aziende ESG nel 2021, AXA IM (2022)

<sup>17</sup> Il MSCI ACWI è un indice sull'azionario internazionale che comprende i titoli di 23 paesi sviluppati e 24 paesi emergenti. I titoli più rappresentati all'interno dell'indice sono quelli statunitensi che lo compongono per il 60,63% seguiti da titoli giapponesi e cinesi rispettivamente per il 5,45% e 4,14%.



Figura 2.6 Rendimento cumulato (percentuale contro MSCI AC World Index). Fonte: FactSet, MSCI, 31 dicembre 2021.

La tesi che, escludendo da un indice le imprese non conformi ai criteri ESG, si possano raggiungere dei rendimenti più elevati è confermata da MSCI. Infatti, l'impresa fornitrice di servizi finanziari prende in considerazione il "MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel Index", un indice basato sul MSCI World, dal quale, in modo simile allo studio precedente, elimina delle imprese con *rating* ESG sotto una determinata soglia, e si focalizza su imprese con forti profili di sostenibilità e non esposte a combustibili fossili durante la fase di produzione, riducendo il numero dei partecipanti a 371 dagli oltre 1500 dell'indice tradizionale. Nel nuovo indice l'azienda più rappresentata è Tesla che pesa il 5,43% dell'indice seguita da Microsoft Corp. al 4,79% e Nvidia 3,71%. I settori più influenti sono quello della sanità (16,68%), tecnologia di informazione (15,41%) e finanziario (15,33%). L'indice ingloba al suo interno oltre 23 stati sviluppati ma è influenzato principalmente dal mercato degli Stati Uniti che lo compone per il 64,53%. Mettendo a confronto l'indice sostenibile con l'indice tradizionale negli ultimi dieci anni è riscontrabile una differenza di rendimento. Il grafico che mette a confronto i rendimenti lordo degli indici, nel periodo che va da maggio 2012 a maggio 2022 evidenzia un divario tra le *performance* cumulative.<sup>18</sup>

<sup>18</sup> MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel Index (USD), MSCI

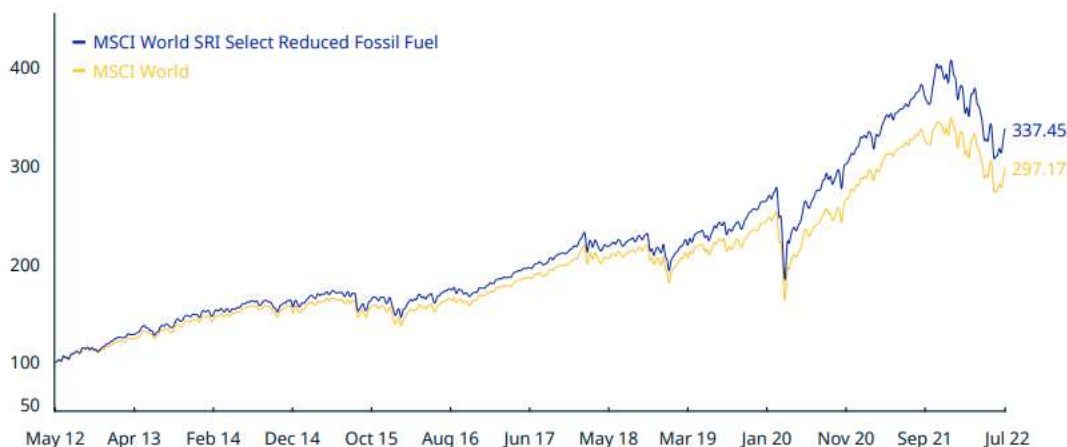


Figura 2.7 MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel Index (USD) confrontato con MSCI World. Fonte: “MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel Index,” MSCI 2022.

A conferma dei dati precedenti anche i dati sui rendimenti annuali del MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel index sono sempre superiori di quelli dell’indice tradizionale ad eccezione del 2016.<sup>19</sup>

### ANNUAL PERFORMANCE (%)

Year	MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel	MSCI World
2021	25.65	22.35
2020	21.80	16.50
2019	30.91	28.40
2018	-7.64	-8.20
2017	24.87	23.07
2016	6.88	8.15
2015	1.71	-0.32
2014	5.54	5.50
2013	28.48	27.37

Figura 2.8 Performance annuali (in percentuale). Fonte: “MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel Index,” MSCI 2022.

3. Gli investimenti ESG si sono rilevati anche più resistenti di quelli tradizionali in un momento di crisi globale, come quella portata dal Covid nel primo trimestre del 2020. Lo studio di AXA mette in relazione due portafogli di investimenti nel mercato azionario, il primo composto da titoli con il rating ESG più alto (ESG leaders), il secondo composto da titoli con il rating ESG più basso (ESG laggards). I risultati del primo trimestre sono stati i seguenti: l’indice mondiale MSCI ACWI ha

<sup>19</sup>MSCI (2022), MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel Index



peggiore il proprio rendimento del 19,6%, il portafoglio composto da azioni con un basso *rating* ESG è calato del 31,3% mentre le azioni delle società con un alto *rating* ESG sono peggiorate del 14,5%, colpite notevolmente meno dalla crisi.

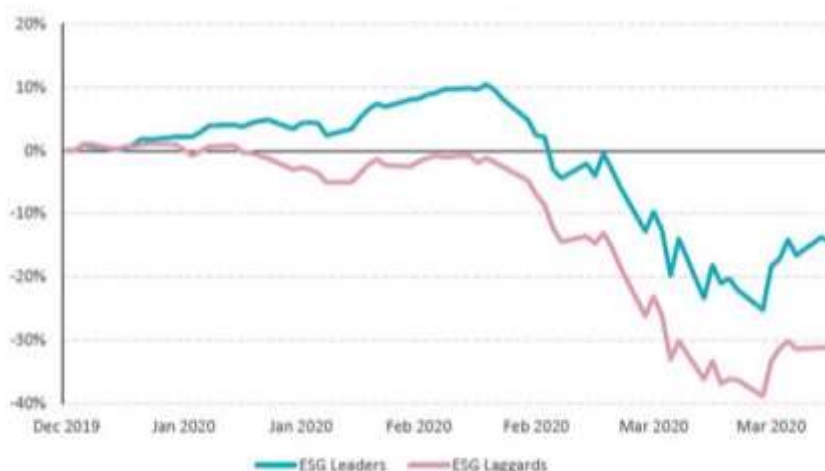


Figura 2.9 Cumulative equity market performance Q1 2020. Fonte: “Coronavirus: how ESG scores signalled resilience in the Q1 market downturn”, AXA (2020)

Gli stessi risultati sono emersi dallo stesso studio attuato sulle obbligazioni societarie. In questo caso l’indice di base utilizzato è il Bloomberg Barclays Global Corporate Aggregate Bond Index, che nel primo trimestre del 2020 è calato del 3,2%. Per quanto riguarda i risultati delle obbligazioni con una valutazione ESG bassa, il calo di rendimento è stato del 7% mentre per le obbligazioni con *rating* ESG alto solo del 1,8%.<sup>20</sup>



Figura 2.10 Cumulative corporate bond market total return analysis Q1 2020. Fonte: “Coronavirus: how ESG scores signalled resilience in the Q1 market downturn”, AXA (2020)

<sup>20</sup> AXA (2020), Coronavirus: how ESG scores signalled resilience in the Q1 market downturn



## Exchange Trade Fund

Per analizzare i rendimenti dei fondi che investono in partecipazioni ESG, il metodo più imparziale consiste nel confrontare i rendimenti dei fondi di investimento con gestione passiva, in quanto influenzati solo marginalmente dalle decisioni del gestore.

I fondi comuni di investimento fanno parte di una categoria più ampia che è quella degli investitori istituzionali, che opera nell'ambito della gestione professionale del risparmio. Un fondo di investimento è un patrimonio autonomo, distinto da quello del gestore, raccolto tramite l'emissione di quote che sono dunque di proprietà di una pluralità di investitori, e gestito negli interessi dei partecipanti e in autonomia dai medesimi in base ad una predeterminata politica. Esistono varie categorie di fondi comuni di investimento:

- Azionari: sono fondi di investimento che hanno come prerogativa che almeno il 70% del portafoglio sia costituito da titoli azionari.
- Bilanciati: il portafoglio può essere costituito sia da azioni che da obbligazioni e, a seconda delle percentuali delle une e delle altre, appartiene ad una categoria diversa. I fondi sono definiti bilanciati azionari se investono in azioni tra il 50% e il 90% del portafoglio, bilanciati se investono in azioni tra il 30% e il 70% e, infine, bilanciati obbligazionari se investono in azioni tra il 10% e il 50%.
- Obbligazionari: possono investire in azioni entro il limite del 20% del portafoglio se misti, mentre, se puri, non possono investire in azioni.
- Di liquidità: non possono acquistare azioni e dunque tutto il capitale deve essere investito in obbligazioni a breve scadenza e liquidità (duration del portafoglio inferiore ai 6 mesi).
- Flessibili: godono di libertà per quanto riguarda l'*asset allocation*.

Un'ulteriore distinzione tra fondi può essere fatta per quanto riguarda la gestione del portafoglio che può essere attiva o passiva.

I fondi a gestione attiva si pongono l'obiettivo di superare i rendimenti dell'indice di riferimento (*benchmark*) tramite la professionalità e la preparazione del gestore del fondo. Il fondo con gestione attiva ha quindi una fase in più rispetto ai fondi con gestione passiva: la fase di selezione. Il gestore è infatti incaricato di scegliere ed investire in azioni che egli crede possano superare il *benchmark*, per permettere al fondo di avere dei rendimenti, e dividendi di conseguenza, complessivi superiori agli indici di riferimento. I fondi di investimento a gestione passiva invece, non attuano alcun processo di selezione, ma si limitano a seguire il rendimento degli indici di riferimento, lasciando al gestore il compito marginale di ribilanciare il portafoglio quando necessario. Questo è possibile costruendo un portafoglio che sia formato esattamente degli stessi componenti che formano l'indice. Ad esempio, un fondo che voglia seguire il rendimento dell'indice FTSE Mib (l'indice che mappa il rendimento delle 40 società a più elevata capitalizzazione di mercato in Italia) dovrà comprare le azioni delle componenti

dell'indice e, in proporzione a quanto esse siano influenti su di esso. Per fare un esempio numerico, abbiamo precedentemente analizzato la struttura del MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel Index. Un portafoglio costruito per seguire i rendimenti del suddetto indice dovrà essere composto da tutti e 371 titoli e con le stesse percentuali: Tesla per il 5,43% e Microsoft per il 4,79%. Naturalmente la composizione del portafoglio dovrà essere ribilanciata nel caso ci fosse necessità. I due veicoli che sono a disposizione dell'investitore per attuare questo tipo di strategia sono i fondi indicizzati e gli Exchange Trade Fund (ETF).

Un vantaggio dei fondi a gestione passiva è individuabile nei costi di gestione, più bassi in quanto come anticipato precedentemente, non richiedono alcuna fase di selezione dei titoli. La differenza tra fondi indicizzati e ETF è che i secondi sono per loro natura quotati in borsa e si comportano come delle azioni, il loro valore è quindi calcolato in tempo reale. Essi possono essere un indicatore prezioso di come investire in fondi sostenibili possa avere dei vantaggi oltre che morali anche di rendimento, in quanto rendono concreti e monetari indici che in caso contrario potrebbero essere utili solo a fini statistici.

Gli ETF sono ovviamente, come tutti i fondi di investimento, classificati in base al regolamento SFDR. Il patrimonio totale investito negli oltre 331 ETF classificati come 8 e 9 esistenti, è stimato essere circa 200 miliardi di euro ma la maggior parte degli ETF di maggiori dimensioni è classificato come articolo 8.<sup>21</sup>

#### I 10 più grandi ETF classificati come articolo 8 o 9 della SFDR

Nome	ISIN	EU SFDR Fund type	Morningstar Category	Fund Size EUR
iShares MSCI USA SRI ETF USD Acc	IE00BYVJRR92	Article 8	US Large-Cap Blend Equity	8.901.020.631
SPDR® Bloomberg SASB U.S. Corp ESG ETF	IE00BLF7VX27	Article 8	USD Corporate Bond	5.929.627.702
iShares MSCI World SRI ETF USD Dist	IE00BDZZTM54	Article 8	Global Large-Cap Blend Equity	5.907.672.325
iShares MSCI Europe SRI ETF EUR Acc	IE00B52VJ196	Article 8	Europe Large-Cap Blend Equity	5.190.522.197
Amundi IS Amundi MSCI USA SRI ETF DR	LU1861136247	Article 8	US Large-Cap Blend Equity	5.130.221.211
Xtrackers MSCI USA ESG ETF 1C	IE00BFMNPS42	Article 8	US Large-Cap Blend Equity	4.652.162.051
iShares MSCI USA ESG Enh ETF USD Dist	IE00BH2PJ890	Article 9	US Large-Cap Blend Equity	4.400.876.043
UBS(Lux)FS MSCI World SRI USD Adis	LU0629459743	Article 8	Global Large-Cap Blend Equity	4.310.296.292
iShares MSCI USA ESG Scm ETF USD Acc	IE00BFNM3G45	Article 8	US Large-Cap Blend Equity	4.141.884.440
iShares Global Clean Energy ETF USD Dist	IE00B1XNHC34	Article 9	Sector Equity Alternative Energy	4.039.166.804

Figura 2.11 I 10 più grandi ETF classificati come articolo 8 o 9 dalla SFDR. Fonte: "I 10 più grandi ETF sostenibili", Morningstar 2022.

Il fondo più grande è iShares MSCI USA SRI, che ha avuto nel solo ultimo trimestre del 2021 flussi netti per 971 milioni di euro<sup>21</sup>. "Il fondo cerca di replicare la performance di un indice composto da obbligazioni di società statunitensi selezionate in base alla loro conformità a requisiti di rating

<sup>21</sup> I 10 più grandi ETF sostenibili, Morningstar (2022)

ambientale, sociale e di governance (ESG).”<sup>22</sup> Dal 27 novembre 2019 l'indice di riferimento è cambiato da MSCI USA SRI Index a MSCI USA SRI Select Reduced Fossil Fuel Index.<sup>22</sup>

Prendiamo in esempio due ETF: Amundi Index MSCI World SRI e iShares MSCI World SRI UCITS ETF. Sono entrambi due fondi a replica fisica e accumulazione ed hanno come valuta di riferimento l'euro. La *Total Expense Ratio* (TER) ossia le commissioni versate dall'investitore per detenere un ETF sono relativamente basse: 0,18% e 0,2%. Il primo ETF cerca di avere lo stesso rendimento del MSCI World SRI filtered PAB, focalizzato su imprese di medie e grandi dimensioni, con un approccio best-in-class basato sul *rating* MSCI ESG e l'esclusione di alcuni settori moralmente discutibili come, ad esempio, quello delle armi, del tabacco, degli alcolici o del gioco d'azzardo. Il secondo ha come benchmark di riferimento MSCI WORLD SRI SELECT REDUCED FOSSIL FUEL INDEX. Questi due ETF, messi a confronto con due dei migliori ETF su MSCI World ossia: Lyxor MSCI World UCITS ETF e Amundi MSCI World UCITS ETF EUR hanno presentato i seguenti risultati.<sup>23</sup>

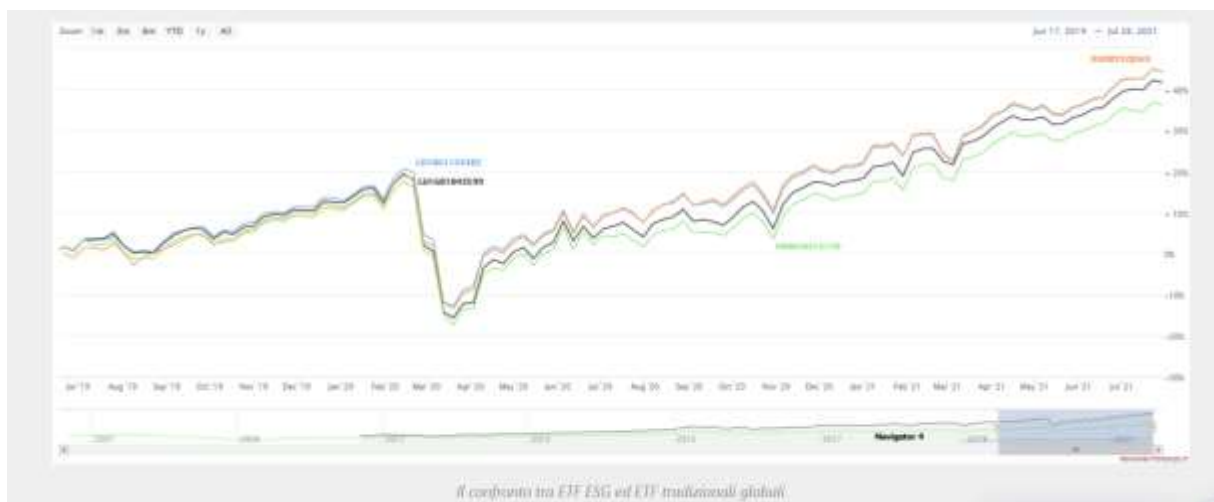


Figura 2.12 Rendimenti ETF ESG e ETF tradizionali globali. Fonte: “ETF ESG mondo vs ETF non ESG”, Andrea Capiluppi luglio 2021.

In azzurro e in arancio i due ETF sostenibili, che hanno avuto un rendimento del 44,15% e 44,12% mentre i due ETF tradizionali hanno avuto delle *performance* meno positive: 41,59% e 36,21%.<sup>23</sup> Dal grafico è inoltre evidente come una delle caratteristiche degli ETF sostenibili sia la resilienza, dimostrato dal calo dei rendimenti meno grave nel periodo del Covid-19.

<sup>22</sup> iShares MSCI USA SRI, Blackrock

<sup>23</sup> <https://rendimentofondi.it/etf-esg-mondo/>

## Principles for Responsible Investments<sup>24</sup>

L'importanza dei parametri ESG all'interno delle scelte di investimento e nella finanza in generale è in fase di crescita esponenziale come confermato dalla scelta delle società di investimento a aderire ai Principles for Responsible Investments.

I PRI sono un'iniziativa delle Nazioni Unite che ha stilato sei principi che aiutano la finanza a prendere una svolta sostenibile.

1. "Integrare le tematiche ESG nell'analisi e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti";
2. "essere azionisti attivi e incorporare le tematiche ESG nelle nostre politiche e nelle nostre pratiche di azionariato attivo";
3. "Chiedere un'adeguata comunicazione relativamente alle tematiche ESG da parte degli enti nei quali investiamo";
4. "Promuovere l'accettazione e l'applicazione dei Principi nel settore finanziario";
5. "Collaborare per migliorare la nostra efficacia nell'applicazione dei Principi";
6. "Comunicare le nostre attività e i nostri progressi compiuti nell'applicazione dei principi";

L'iniziativa è nata nel 2006 e da quel momento è cresciuta costantemente, raccogliendo la firma delle maggiori società di gestione fondi del mondo come Blackrock (2008), UBS (2009) e MSCI (2010).

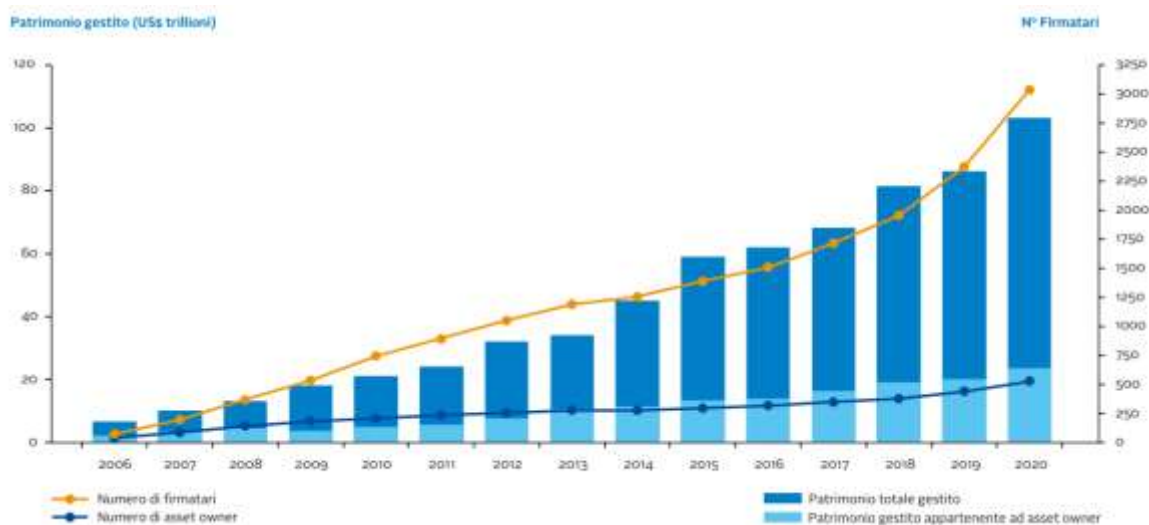


Figura 2.13 Patrimonio gestito (US\$ trillions). Fonte: PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT, United Nations

Il fine dell'iniziativa è quello di fornire dei binari, alle società che ne fanno parte, per quanto riguarda il rispetto e l'applicazione di parametri ESG sia nella finanziaria che di scelta degli investimenti.

<sup>24</sup> United Nations 2006, PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT.

## Strategie di investimento

Gli investimenti sostenibili sono guidati da delle strategie che non si escludono tra loro e che possono essere usate contemporaneamente. Le strategie di investimento sono state analizzate e classificate per la prima volta da Eurosif nell' "Eurosif SRI study" del 2012.

- *Exclusions (Negative Screening)*: esclusione di determinati emittenti, settori o Paesi in base a determinate caratteristiche. Nel caso degli investimenti ESG gli *asset* che non rispettino i criteri verranno esclusi dal portafoglio. Inizialmente lo *screening* negativo era applicato negli investimenti etici per escludere interi settori. Esempi di settori che sono esclusi dagli investitori etici sono quello del tabacco, dell'alcool o delle armi.
- *Best-in-class (Positive Screening)*: selezione degli investimenti particolarmente attenti ai criteri ESG, i migliori all'interno del loro settore. Si tratta della pratica opposta rispetto alla precedente in quanto, invece che escludere gli investimenti in settori o aziende non in linea con i principi, investe in quelle particolarmente meritevoli.
- *Norm-based screening*: selezione basata sul rispetto di alcuni standard minimi fissati dalle norme e dai trattati internazionali (i più utilizzati sono quelli definiti in sede OCSE, ONU e Agenzie ONU, in particolare l'ONU Global Compact).
- *Engagement and voting on sustainability matters*: è una strategia di azionariato attiva che consiste nell'influencare e consigliare l'azienda partecipata a migliorare sotto il profilo del rispetto dei canoni ESG. L'engagement è quindi un supporto e in caso può diventare anche una pressione da parte dell'investitore per spingere l'azienda a migliorare le proprie *performance* ambientali, sociali e di governance.
- *ESG integration*: L'esplicita inclusione da parte degli asset manager dei rischi e delle opportunità ESG nelle tradizionali analisi finanziarie e decisioni di investimento basate su un processo sistematico e fonti di ricerca appropriate. La sostenibilità può avere un impatto concreto e materiale sulla *performance* aziendale.
- *Impact investing*: è una strategia che prevede che venga investito capitale verso aziende che possono avere un impatto positivo sullo sviluppo sostenibile. Il fine è quello di usare il capitale proprio per poter apportare un cambiamento. L'elemento chiave dell'*impact investing* è l'intenzionalità, intesa come la volontà di fare qualcosa per cambiare la situazione attuale che abbia un impatto sociale e ambientale positivo e misurabile. Altre due caratteristiche sono l'addizionalità e la misurazione. La prima si riferisce alla volontà di realizzare l'impatto positivo precedentemente accennato al di là dell'aspetto finanziario dell'investimento, mentre la seconda caratteristica è riferita alla capacità di misurare la *performance* ambientale, sociale e di *governance* in modo trasparente.
- Investimenti a tema sostenibile: sono gli investimenti che si concentrano sui temi ESG, in particolare sul tema della sostenibilità ambientale. I temi principalmente affrontati sono quello

del cambiamento climatico e della scarsità dell'acqua, ma anche smaltimento dei rifiuti ed energia rinnovabile.



Figura 2.14 numero di investimenti per strategia. Fonte: "European SRI Study 2018", Eurosif

Il *Compound Annual Growth Rate* (CAGR), rappresentante la crescita percentuale media in un lasso di tempo, mostra come la scelta più accreditata sia l'esclusione, ma la tendenza negli ultimi anni è in calo a favore invece di strategie di integrazione ed *engagement*.

L'esclusione è la strategia più utilizzata in assoluto, anche perché oltre ad essere la più semplice da attuare, è stata anche la prima ad essere utilizzata dalla finanza etica dei secoli scorsi.

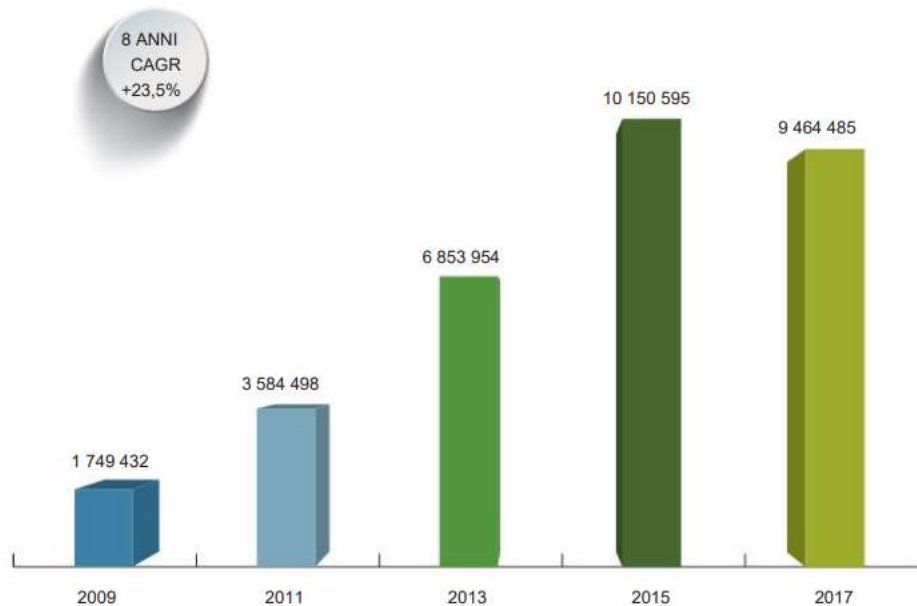


Figura 2.15 numero di investimenti guidati da strategia di esclusione nel tempo. Fonte: "European SRI Study 2018", Eurosif

Il grafico mostra come, dal 2008 al 2017, vi sia stato un forte aumento degli investimenti gestiti con la suddetta strategia. Il dato più interessante è però quello del biennio 2015-2017, dove, nonostante gli investimenti sostenibili siano aumentati in numeri assoluti, la quantità di essi guidati da strategia di esclusione è diminuita, probabilmente a seguito della maggiore consapevolezza degli investitori che hanno imparato a conoscere anche gli altri metodi.

Negli otto anni tra il 2008 e il 2017 il CAGR della strategia *best-in-class*, in Europa, è stato del 20% arrivando ad 585 miliardi di sterline investite con questo metodo di selezione.

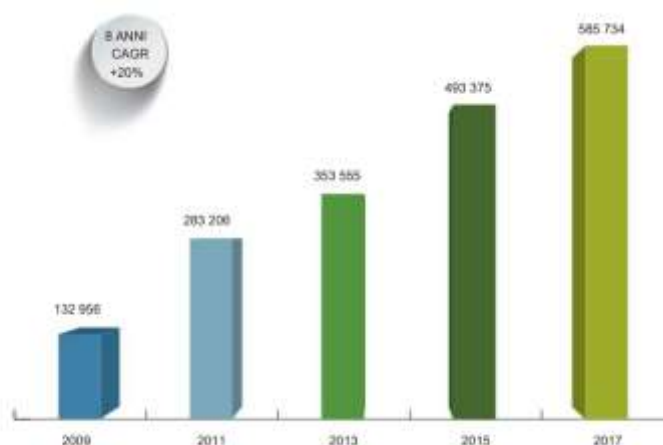


Figura 2.16 numero di investimenti guidati da strategia best-in-classe. Fonte: "European SRI Study 2018", Eurosif



## Il caso BLACKROCK

Il processo che ha portato il *private e institutional investing* a prediligere investimenti di capitale in titoli con una buona valutazione ESG è stato anticipato dal fondo internazionale Blackrock. BlackRock è la più grande società di investimento al mondo. Nata nel 1988 per un'idea dell'attuale global CEO Laurence “Larry” Fink ha sede a New York. La società di investimento ha registrato nel 2018 un utile pari a 4,3 miliardi di dollari e viene valutata oltre 61,7 miliardi di dollari. Ha clienti in oltre 100 paesi che le permettono di gestire un patrimonio totale di oltre 4000 miliardi di dollari.

Nel 2020 Larry Fink scrisse una lettera ai CEO delle aziende in cui Blackrock investe, nella quale affermava che i rischi di investimento presentati dai cambiamenti climatici avrebbero portato ad una massiccia riallocazione del capitale. Inoltre, nella suddetta lettera, affermava anche che i fondi avrebbero dovuto essere riallocati verso investimenti più sostenibili in quanto ritenuti più stabili e con rendimenti più alti nel medio lungo periodo.

Nel 2022 Blackrock gestisce 353 miliardi di dollari investiti in asset sostenibili e 628 miliardi in strategie *screened*. Inoltre, la società di investimento ha ricevuto votazioni eccellenti (A o A+) in tutte le 17 categorie del *PRI Assesment report*, del quale fa parte dal 2008.<sup>25</sup>

La società di investimento ha inoltre dichiarato che, entro il 2030, i suoi asset saranno composti per almeno il 75% di investimenti in imprese con obiettivi climatici “*net zero*” (equilibrio tra quantità di CO2 emessa e rimossa dall'atmosfera). Per confermare queste intenzioni Blackrock ha aderito nel marzo del 2021 alla *Net Zero Asset Managers Initiative*, un'iniziativa che punta a mettere in atto le politiche indicate dall'accordo di Parigi tramite la finanza. L'iniziativa conta oggi 73 firmatari che gestiscono un patrimonio totale di oltre 32 trilioni di dollari.

La società utilizza, per selezionare i propri portafogli, criteri di esclusione (screening negativo), investimenti tematici e *impact investing*.

A conferma dell'impegno che Blackrock sta mettendo per dare l'esempio e fare da precursore per una finanza sostenibile, gestisce il fondo sostenibile EFT più grande al mondo iShares MSCI USA SRI. Inoltre, basandosi sui dati degli EFT sopra citati addirittura sei fondi sui dieci più grandi al mondo sono di iShares, una raccolta di EFT acquisita da Blackrock nel 2009 da Barclays.

Le ultime azioni (gennaio 2022) intraprese dal colosso statunitense in questa direzione si concretizzano nell'apertura di due nuovi fondi sostenibili nell'area *Europe, Middle-East and Africa* (EMEA): il BGF Climate Action Multi-Asset Fund e il BGF Climate Action Equity Fund. Entrambi i fondi puntano ad un'economia con basse emissioni di gas serra e una visione di *carbon neutrality* e sono dunque classificati entrambi come articolo 9 dal regolamento SFDR. Anche in un periodo complicato, come quello odierno, per la stabilità degli investimenti, Larry Fink ha confermato la politica sostenibile

---

<sup>25</sup> RI transparency report 2020 Blackrock, PRI (2021)



dell'azienda. Nonostante ci sia stata la riattivazione di alcune centrali a carbone a causa del conflitto in Ucraina, il CEO crede che nel lungo periodo la situazione creata sottolineerà l'importanza delle fonti di energia rinnovabili.

## CAPITOLO 3

Risulta chiaro come, per attuare le strategie di cui si è discusso in precedenza, sia fondamentale trattare un altro strumento che riguarda il mondo ESG: il *rating*.

Il *rating* ESG è un giudizio sintetico che certifica la solidità di un titolo, un emittente, un fondo o un Paese attribuendo un punteggio in base a quanto l'oggetto della valutazione sia rispettoso dell'impatto ambientale, dei valori sociali e agli aspetti legati alla *governance* aziendale.

Utilizzato come strumento per la selezione di titoli nei quali investire, ha attualmente un grande difetto: la valutazione varia da agenzia di *rating* ad agenzia di *rating*. Questo accade perché non sono presenti indicazioni né per come debba essere eseguita la rendicontazione aziendale, né per i parametri che le società di *rating* debbano prendere in considerazione per assegnare il punteggio.

Di seguito si riportano le metodologie di assegnazione dei punteggi ESG alle aziende di MSCI, Refinitiv e Vigeo-Eiris. Il secondo passaggio consiste nell'analizzare e quantificare la divergenza tra le valutazioni, e, infine, si procede ad esporre le proposte studiate per ovviare al problema della misurazione degli indicatori di sostenibilità.

## Metodologie

### MSCI

Morgan Stanley Capital International è una società finanziaria americana con sede a New York, fondata nel 1968. La società è leader mondiale degli indici di mercato in quanto gestrice di MSCI World, MSCI All Country World Index (ACWI) e MSCI Emerging Markets Indexes. La società opera in particolare nel mondo del *rating* anche nel campo ESG. Le valutazioni di MSCI dividono le imprese in tre classi: *leader*, *average* e *laggard*.

### Metodologia<sup>26</sup>

Il modello di *rating* della società cerca di rispondere a quattro domande specifiche:

1. Quali sono i rischi e le opportunità ESG più rilevanti per la società e dell'industria in cui opera?
2. Quanto è esposta la società a questi rischi ed opportunità?
3. Come vengono gestiti da ogni azienda tali rischi ed opportunità?
4. Quale è l'immagine complessiva dell'azienda e come si posiziona rispetto ai suoi colleghi settoriali?

I tre pilastri ESG sono articolati in dieci temi: risorse naturali, inquinamento e spreco, cambiamenti climatici, opportunità ambientali, responsabilità del prodotto, opposizione degli *stakeholder*, capitale umano, opportunità sociali, *corporate governance* e comportamento aziendale. I temi, poi, sono ulteriormente articolati in 35 *key issues*: 13 per il pilastro ambientale, 16 per il sociale e 6 per la *governance*. Gli indicatori ambientali e sociali dipendono dalla struttura dell'azienda analizzata e dal mercato in cui essa opera, mentre il pilastro della *governance* è trasversale e quindi applicabile a tutti i soggetti in analisi. Ogni *key issue* può avere un peso che va dal 5% al 30% a seconda dell'importanza rispetto all'industria di appartenenza, alle altre industrie e agli impatti positivi e negativi e dalla loro materialità, ossia che possano diventare un costo o un'opportunità rilevanti nel breve o nel medio-lungo periodo. MSCI colleziona i dati utili per assegnare un punteggio da database accademici, governativi e ONG in aggiunta, ovviamente, alle divulgazioni aziendali. Nell'assegnazione del punteggio MSCI tiene conto sia dell'esposizione della società e dell'industria alle criticità, che alla capacità di saper cogliere le opportunità e nella gestione dei rischi.

I risultati vengono normalizzati rispetto al settore di appartenenza e poi il punteggio assegnato viene tradotto in base alla seguente tabella.

---

<sup>26</sup> La metodologia esposta è tratta da MSCI ESG Ratings Methodology, MSCI (June 2022)

Letter Rating	Leader/Laggard	Final Industry-Adjusted Company Score
AAA	Leader	8.571* - 10.0
AA	Leader	7.143 – 8.571
A	Average	5.714 – 7.143
BBB	Average	4.286 – 5.714
BB	Average	2.857 – 4.286
B	Laggard	1.429 – 2.857
CCC	Laggard	0.0 – 1.429

Figura 3.1 punteggio assegnato da MSCI. Fonte: "MSCI ESG Ratings Methodology," MSCI June 2022

- *Leader*: Un'azienda leader nel proprio settore nella gestione dei rischi e delle opportunità ESG più significativi con una valutazione di AAA o AA;
- *Average*: Una società con un *track record* misto o non eccezionale nella gestione dei rischi e delle opportunità ESG più significativi rispetto ai concorrenti del settore con una valutazione di A, BBB o BB
- *Laggard*: Un'azienda in ritardo nel suo settore a causa della sua elevata esposizione e della mancata gestione dei rischi ESG significative con una valutazione di B o CCC.

## Refinitiv

Refinitiv è una società che offre servizi finanziari dal 2018, con sede a New York. Essa è una sussidiaria di London Stock Exchange Group che la acquistò nel 2019 per 27 miliardi di dollari dai precedenti azionisti Blackstone Group, che ne deteneva il 55% e Thomson Reuters, proprietario del restante 45%.

### Metodologia<sup>27</sup>

I rating ESG di Refinitiv risultano più dettagliati rispetto a quelli di MSCI in quanto ordinati in 12 classi (da A+ a D-) invece delle sole 7 della precedente società.

Score range	Grade
0.0 <= score <= 0.083333	D -
0.083333 < score <= 0.166666	D
0.166666 < score <= 0.250000	D +
0.250000 < score <= 0.333333	C -
0.333333 < score <= 0.416666	C
0.416666 < score <= 0.500000	C +
0.500000 < score <= 0.583333	B -
0.583333 < score <= 0.666666	B
0.666666 < score <= 0.750000	B +
0.750000 < score <= 0.833333	A -
0.833333 < score <= 0.916666	A
0.916666 < score <= 1	A +

Figura 3.2 punteggio assegnato da Refinitiv. Fonte: "ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE SCORES FROM REFINITIV" Refinitiv maggio 2022

*"Il punteggio "A" indica un'eccellente performance ESG relativa e un elevato grado di trasparenza nel riportare pubblicamente i dati ESG rilevanti.*

*Il punteggio "B" indica una buona performance ESG relativa e un grado di trasparenza superiore alla media nel riportare pubblicamente i dati ESG rilevanti.*

*Il punteggio "C" indica prestazioni ESG relative soddisfacenti e un moderato grado di trasparenza nel riportare pubblicamente i dati ESG rilevanti.*

*Il punteggio "D" indica una performance ESG relativa scarsa e un livello di trasparenza insufficiente nel riportare pubblicamente i dati ESG rilevanti." (ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE SCORES FROM REFINITIV 2022)*

<sup>27</sup>La metodologia esposta è tratta da ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE SCORES FROM REFINITIV (May 2022)

I punteggi sono costruiti tramite l'analisi di oltre 630 *key performance indicators* (KPI) per rendere la valutazione più uniforme possibile.

Il modello di *rating* è composto da due indicatori ESG associati:

- Il punteggio ESG: misura la *performance* ESG dell'azienda con dati riportati e verificabili perché di dominio pubblico.
- Il punteggio ESGC: sovrappone il punteggio ESG alle controversie ESG per fornire una valutazione sulla sostenibilità nel tempo.

Anche in questo caso i 630 KPI sono raggruppati in 186 sottogruppi (da 70 a 170 rilevanti per il settore di appartenenza) a loro volta divisi in 10 categorie che costituiscono i tre pilastri (ambientale, sociale e *governance*). Il punteggio ESG è riassuntivo dei vari punteggi delle categorie, ponderati per l'importanza all'interno del settore di riferimento per i pilastri ambientale e sociale, mentre il peso delle categorie della *governance* rimane invariato.

Il punteggio del pilastro ambientale è costruito sulle categorie dell'uso delle risorse, emissioni e innovazioni. La valutazione del pilastro sociale è calcolata in base ai dipendenti, i diritti umani, comunità locali e la responsabilità del prodotto, mentre la *governance* viene valutata attraverso l'analisi della gestione aziendale, degli azionisti e della strategia di CSR.

I punteggi vengono assegnati tenendo conto del *benchmark* di settore per i primi due pilastri mentre il terzo è ritenuto trasversale.

## Vigeo-Eiris (Moody's ESG)

L'azienda Vigeo nasce in Francia nel 2002, grazie alla conversione dell'agenzia Arese, impresa leader delle misurazioni socio-ambientali del territorio risalente al 1983. Nel 2005 si fonde con l'azienda belga Ethibel, operante nel campo della consulenza di investimento responsabile, dando vita al gruppo Vigeo. Successivamente, nel 2015, si fonde con il Eiris dando vita al gruppo Vigeo-Eiris, con sede centrale a Parigi, la cui maggioranza di azioni verranno acquistate da Moody's nel 2019.

### Metodologia<sup>28</sup>

Vigeo-Eiris redige le proprie valutazioni sulla base di 38 indicatori suddivisi in sei aree chiave di responsabilità ambientale, sociale e di *governance*:

- Ambiente: strategia ambientale, prevenzione e controllo dell'inquinamento, prodotti e servizi sostenibili, biodiversità, acqua, energia, emissioni atmosferiche, gestione rifiuti, inquinamento locale (acustico e vibrazioni), trasporto, impatto del ciclo di vita complessivo del prodotto;
- Diritti umani: diritti umani fondamentali, diritti del lavoro fondamentali, diversità e discriminazione, lavoro minorile e forzato;
- Risorse umane: possibilità di dialogo, partecipazione, riorganizzazione, possibilità di carriera, sistema di remunerazione, benessere e sicurezza, orario di lavoro;
- Coinvolgimento comunitario: sviluppo sociale ed economico, impatto sulla società dei prodotti e servizi aziendali, filantropia;
- Comportamento aziendale: sicurezza del prodotto, informazioni al consumatore, relazioni con il cliente, relazioni con il fornitore, standard ambientali del fornitore, standard sociali del fornitore, corruzione, competizione, *lobbying*;
- *Corporate governance*: consiglio di amministrazione, controlli interni, azionisti, stipendio dirigenza;

Ad ogni indicatore viene assegnato un punteggio da 0 a 100 (più è alto e più il giudizio sarà positivo) ponderato per il settore di appartenenza. Quindi, dei 38 fattori iniziali, ne vengono considerati in media solo 20/25 a seconda del contesto in cui opera l'impresa. I punteggi sono assegnati in base a: *Leadership* (come l'azienda si impegna rispetto ai criteri valutati) ma anche *Implementation* (quali sono i mezzi e le misure adottate per attuare politiche e impegni) e *Results* (quali prestazioni l'azienda ha rispetto a ciascun driver di sostenibilità).

Il peso assegnato a ciascun indicatore ha un valore che varia da 0 a 3 ed è stabilito in base ai seguenti criteri:

---

<sup>28</sup> La metodologia esposta è tratta da ESG PROVIDERS METHODOLOGIES RULEBOOK, Euronext Indices (2021)

- Natura: il contributo di tali indicatori all'interesse generale della società e dei vari *stakeholders* sarà, dunque, coerente per tutti i settori.
- Esposizione: la vulnerabilità degli stakeholders ad un criterio specifico, sarà quindi diverso per ogni settore.
- Rischio aziendale: il tipo di rischio a cui il criterio espone l'azienda, sarà anche in questo caso, specifico per il settore.

I punteggi vanno da 0 a 100 e sono traducibili in quattro categorie: *Weak* (0-29), *Limited* (30/49), *Robust* (50/59) e *Advanced* (60+).



## La divergenza dei Rating ESG<sup>29</sup>

Esaminiamo le differenze e le divergenze che sono presenti tra le principali agenzie di *rating* ESG: MSCI, Refinitiv, Moody's (Vigeo-Eiris), Sustainalytics, S&P Global (RobecoSAM), e KLD, quest'ultima è inserita perché è la più presente negli studi accademici nonostante sia stata acquistata da MSCI nel 2010.

Prima di iniziare con l'analisi c'è da chiedersi perché la grande eterogeneità che esiste tra i vari punteggi ESG attribuiti dalle società di *rating* non esista anche nel *rating* creditizio, che invece ha una correlazione del 99%. La risposta è nella poca chiarezza della definizione di *performance* ESG e negli standard di rendicontazione non allineati e in competizione tra loro (GRI, SASB, TCFD, CDP...).

Lo studio viene effettuato su un campione di 924 aziende che sono state valutate da tutte e sei le agenzie di *rating* sopra citate. La correlazione è definita come la relazione lineare tra due variabili, ha un valore compreso tra -1 e 1 e più è vicino a zero più la correlazione è debole viceversa quando si avvicina ad 1 è forte e positiva e a -1 è forte e negativa. La correlazione tra i punteggi attribuiti oscilla da 0,38 a 0,71 con una media di 0,54. Lo studio afferma anche che i parametri di valutazione utilizzati da Sustainalytics e Moody's (Vigeo-Eiris) siano i più simili con una correlazione di 0,71.

	Asset4	RobecoSAM	Sustainalytics	Vigeo-Eiris	MSCI	KLD
Asset4	100%	62%	67%	69%	38%	42%
RobecoSAM	62%	100%	67%	70%	38%	44%
Sustainalytics	67%	67%	100%	71%	46%	53%
Vigeo-Eiris	69%	70%	71%	100%	42%	49%
MSCI	38%	38%	46%	42%	100%	53%
KLD	42%	44%	53%	49%	53%	100%

Figura 3.3 Correlazione tra i vari punteggi. Fonte: "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings" Florian Berg, Julian F. Koelbel, Roberto Rigobon, 2022

Si può scomporre per area di analisi e si nota come la correlazione più alta sia in campo ambientale (0,53) seguito dal campo sociale (0,42) e infine *governance* (0,3).

<sup>29</sup> Billio, Monica and Billio, Monica and Costola, Michele and Hristova, Iva and Latino, Carmelo and Pelizzon, Lorian, (June 15, 2020), *Inside the ESG Ratings: (Dis)Agreement and Performance*.

	KL SA	KL MO	KL SP	KL RE	KL MS	SA MO	SA SP	SA RE	SA MS	MO SP	MO RE	MO MS	SP RE	SP MS	RE MS	Average
ESG	0.53	0.49	0.44	0.42	0.53	0.71	0.67	0.67	0.46	0.7	0.69	0.42	0.62	0.38	0.38	0.54
E	0.59	0.55	0.54	0.54	0.37	0.68	0.66	0.64	0.37	0.73	0.66	0.35	0.7	0.29	0.23	0.53
S	0.31	0.33	0.21	0.22	0.41	0.58	0.55	0.55	0.27	0.68	0.66	0.28	0.65	0.26	0.27	0.42
G	0.02	0.01	-0.01	-0.05	0.16	0.54	0.51	0.49	0.16	0.76	0.76	0.14	0.79	0.11	0.07	0.30

Figura 3.4 correlazione tra i vari punteggi divisi per area di analisi. SA, SP, MO, RE, KL e MS sono rispettivamente l'abbreviazione di Sustainalytics, S&P Global, Moody's ESG, Refinitiv, KLD e MSCI.

Fonte: Billio, Monica and Billio, Monica and Costola, Michele and Hristova, Iva and Latino, Carmelo and Pelizzon, Lorian, (June 15, 2020), *Inside the ESG Ratings: (Dis)Agreement and Performance*

Cercando di individuare la fonte della poca omogeneità dei *rating* lo studio giunge anche ad un'altra fondamentale conclusione. Vengono inizialmente analizzati gli ambiti di misurazione, in quanto ogni agenzia decide di scomporre il concetto di *performance* ESG a proprio piacimento. Emerge che al primo livello di suddivisione Moody's ESG, S&P Global, MSCI e Sustainalytics hanno tre dimensioni (E, S e G), Refinitiv ne ha quattro e KLD ne ha sette. A loro volta queste aree di analisi vengono divise fino ad arrivare al livello più basso, nel quale il *set* di dati utilizzato presenta dai 38 indicatori utilizzati da Moody's ai 282 di Refinitiv. Messi in relazione, gli indicatori dimostrano come la poca coerenza tra *rating* sia solo limitatamente responsabilità della differenza tra ambiti di analisi, che contribuisce per il 38%, o della disomogeneità del peso attribuito alle valutazioni in base al settore 6%. La maggior fonte di divergenza risulta essere la misurazione vera e propria, influente per il 56%.

		Scope	Measurement	Weights
KLD	Sustainalytics	12%	77%	11%
KLD	Moody's ESG	16%	72%	12%
KLD	S&P Global	14%	74%	12%
KLD	Refinitiv	25%	63%	12%
KLD	MSCI	69%	20%	11%
Sustainalytics	Moody's ESG	15%	71%	14%
Sustainalytics	S&P Global	17%	73%	10%
Sustainalytics	Refinitiv	33%	55%	12%
Sustainalytics	MSCI	54%	43%	3%
Moody's ESG	S&P Global	28%	70%	1%
Moody's ESG	Refinitiv	32%	64%	5%
Moody's ESG	MSCI	44%	58%	2%
S&P Global	Refinitiv	29%	69%	2%
S&P Global	MSCI	51%	57%	8%
Refinitiv	MSCI	71%	39%	9%
<b>Average</b>		34%	60%	6%

Figura 3.5 fonte delle divergenze tra varie agenzie di rating. Fonte: Billio, Monica and Billio, Monica and Costola, Michele and Hristova, Iva and Latino, Carmelo and Pelizzon, Lorian, (June 15, 2020), *Inside the ESG Ratings: (Dis)Agreement and Performance*.

L'informazione risulta essere particolarmente preoccupante in quanto, le differenze di valutazione dovute all'interpretazione discordante del concetto di *performance* ESG possono essere accettate perché

non fondate sul concreto, mentre la misurazione dei dati aziendali (KPI) dovrebbe essere concordante perché basata su criteri oggettivi e numerici.

Questi dati sono stati confermati da uno studio di Banor SIM in collaborazione con la School of Management del Politecnico di Milano focalizzato sulle differenze dei *rating* ESG emessi da agenzie specializzate sulle imprese quotate a Piazza Affari.<sup>30</sup>

Le agenzie di *rating* analizzate sono: MSCI, Refinitiv, S&P Global, Inrate, Arabesque e Truvalue Labs. Seguendo lo stesso metodo dello studio precedente il risultato non cambia, giungendo alle stesse conclusioni e, sezionando la valutazione costruita sui tre pilastri ESG, attribuisce, anche esso, la responsabilità della eterogeneità in gran parte al pilastro della *governance*, mentre il pilastro ambientale risulta il più coerente.

Lo studio di Banor SIM aggiunge una statistica interessante, la quale afferma che le imprese che hanno *rating* ESG coerenti, abbiano avuto nel biennio 2018-2019 un rendimento superiore per gli azionisti, mentre le imprese che hanno sofferto di giudizi discordanti tra le agenzie hanno mantenuto dei rendimenti più bassi. Questa differenza mette in luce l'importanza del bisogno di allineare i criteri di *rating*, in quanto è probabile che le imprese con valutazioni omogenee abbiano goduto di maggiori investimenti da parte degli investitori e degli azionisti che hanno evitato di capitalizzare in imprese con valutazioni ambigue.

---

<sup>30</sup> Banor SIM, *la quarta ricerca ESG in collaborazione con il Politecnico di Milano*, MilanoFinanza 13/06/2022

## Osservazioni dei regolatori

I primi dubbi rilevanti sull'argomento dei *rating* ESG sono mossi dall'European Securities and Markets Authority (ESMA)<sup>31</sup> tramite una lettera a Margaret McGuinness, Commissario Europeo per la Stabilità Finanziaria. All'interno della lettera l'ESMA affermava che, vista la crescita considerevole del settore dei *rating* ESG, sarebbe stato opportuno un conseguente aumento dei requisiti normativi al fine di garantirne la qualità e l'affidabilità.

Le principali criticità evidenziate riguardano la mancanza di una definizione giuridicamente vincolante di *rating* ESG, l'impossibilità di comparazione tra i valori assegnati dalle varie agenzie di *rating* e l'assenza di requisiti legali che garantiscano la trasparenza delle metodologie di assegnazione dei punteggi.

Le soluzioni proposte nella lettera sono le seguenti:

1. Stesura di una definizione giuridica comune di *rating* ESG che includa tutti i partecipanti al mercato attuale. Questo imporrebbe a tutti i partecipanti al mercato di fornire lo stesso livello di tutele per gli investitori;
2. Qualsiasi persona giuridica che abbia, tra i suoi servizi, quello di *rating* ESG, deve essere registrata e controllata da un'autorità pubblica. Questo porterebbe all'introduzione di requisiti minimi, controllo del conflitto di interessi e garanzia della trasparenza;
3. Introduzione di requisiti specifici per l'attività di *rating* ESG sufficientemente rigorosi da garantire che i *rating* e le valutazioni ESG siano basati su dati aggiornati, affidabili e trasparenti;
4. Qualsiasi quadro normativo deve garantire che le entità più grandi siano soggette ad una serie di requisiti organizzativi e al controllo dei conflitti di interesse.

L'ultimo punto risulta interessante e merita un'analisi più profonda. Infatti, nonostante le agenzie di *rating* ESG dovrebbero essere escluse dai problemi di conflitti di interesse in quanto l'analisi non viene commissionata dalle aziende di cui calcolano il punteggio ma piuttosto dagli investitori, questo non è sempre garantito.

La Security Exchange Commission (SEC)<sup>32</sup>, nel suo Staff Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, ha evidenziato il potenziale rischio di conflitti di interesse. Il dubbio viene sollevato in quanto le principali agenzie di *rating* ESG, spesso, non sono altro che delle sezioni di agenzie di *rating* creditizio, come Moody's e S&P. Questa caratteristica del mercato, secondo gli enti regolatori potrebbe potenzialmente portare a conflitti di interesse in quanto le agenzie potrebbero cadere in valutazioni troppo generose nei confronti delle aziende loro clienti per quanto riguarda il *rating* creditizio.

---

<sup>31</sup> L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati è un organo dell'Unione Europea che dal 2011 contribuisce a sorvegliare e garantire la stabilità del sistema finanziario, garantendone l'integrità e la trasparenza.

<sup>32</sup> Ente federale statunitense proposto alla vigilanza della borsa valori, equiparabile alla Consob europea.

I dubbi dei regolatori riguardano anche i criteri di assegnazione dei punteggi. Un caso eclatante è quello di McDonald's che secondo MSCI ha migliorato il proprio punteggio ESG, passando BB a BBB tra il 2020 e il 2021, ritenuto accettabile nella scala delle valutazioni. L'*upgrade* non viene dalle *performance* ambientali, in quanto nel 2019 ha generato da solo 54 milioni di tonnellate di gas serra, quantità superiori a Stati come il Portogallo, ma piuttosto dalla metodologia di MSCI che premia la resilienza delle aziende ai rischi ESG di medio lungo termine. L'agenzia, infatti, non misura gli impatti che le aziende hanno nel contesto in cui operano, ma piuttosto il contrario, considerando gli effetti dei rischi ESG del contesto sull'azienda stessa.

Un altro caso è quello di JPMorgan, che, a partire dagli accordi di Parigi del 2015, ha investito oltre 317 miliardi di dollari in compagnie nel business del carbone, petrolio e gas (fornendo ad esempio a Gazprom 1,1 miliardi di dollari di finanziamenti per combustibili fossili nel 2021)<sup>33</sup>, operazioni che le hanno assicurato il primato nelle banche nemiche del clima stilata dal rapporto Banking on Climate Chaos. Nonostante questi numeri, MSCI le assegna un punteggio di A.

Risulta evidente come sia necessaria un'azione da parte dei regolatori in questi ambiti, in quanto il mercato, lasciato a sé stesso, ha favorito la nascita di incongruenze e l'unica costante del settore sembra essere la poca trasparenza. Ne sono consapevoli anche i regolatori stessi, sia Europei che Statunitensi, che si trovano d'accordo sul dover intervenire il prima possibile.

---

<sup>33</sup> Banking on Climate Chaos Report (2022)

## Proposte e possibili soluzioni

Vista l'importanza crescente del settore, la situazione attuale del *rating* ESG non appare più accettabile ma, tuttavia, risulta difficile trovare delle soluzioni attuabili.

Uno degli spunti più interessanti viene fornito dalla International Organization of Securities Commissions (IOSCO), che ha ascoltato le opinioni di tutte le parti interessate dalla valutazione ESG, e tramite l'intervista di alcune società di *rating* si è chiesto anche quali possano essere le misure introdotte al fine di migliorare la trasparenza e la qualità delle valutazioni. Gli intervistati hanno suggerito le seguenti proposte:<sup>34</sup>

- Le aziende potrebbero usare, come forma principale di informativa ESG, un report standardizzato. Questo permetterebbe alle informazioni ESG di essere sullo stesso livello delle informazioni finanziarie;
- Le aziende potrebbero impegnarsi ad utilizzare degli indicatori chiave di prestazione coerenti con gli anni precedenti, in modo da poter permettere il confronto storico;
- Maggiore trasparenza sulla tempistica delle comunicazioni e dei dialoghi con le agenzie di *rating*. Ad esempio, gli intervistati hanno suggerito che se, all'inizio dell'anno, le aziende dovessero pubblicare un calendario per quando e dove devono essere effettuate le loro divulgazioni ESG, ciò aiuterebbe i fornitori di *rating* ESG ad allineare le loro frequenze di revisione con la disponibilità delle informazioni;
- Maggiore dialogo tra le aziende e le agenzie che stabiliscono i *rating* ESG per comprendere quando questi ultimi saranno soggetti a revisione o aggiornamento per garantire che entrambi siano consapevoli di quando l'impegno può essere utile per colmare eventuali lacune informative o errori e omissioni nelle valutazioni.

Per aumentare l'efficacia e l'affidabilità del *rating* ESG è dunque indispensabile sviluppare degli *standard* di *reporting* non finanziari. Il principale *standard* di rendicontazione oggi è il Global Reporting Initiative (GRI), che definisce la *performance* ESG di un'azienda attraverso due fattori: *financial materiality* (che analizza i fattori ESG che influiscono sui risultati finanziari dell'azienda) e *outward materiality* (che misura gli impatti dell'azienda nella società e nell'ambiente in cui opera). Altri *standard* di rendicontazione utilizzati sono Carbon Disclosure Project (CDP), Climate Disclosure Standard Board (CDSB), International Integrated Reporting Council (IIRC) e Sustainability Accounting Standard Board (SASB). Questi cinque *standard* di rendicontazione hanno comunicato la loro intenzione di voler collaborare al fine di definire *standard* di rendicontazione ESG comuni.<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> IOSCO 2021, *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers Consultation Report*

<sup>35</sup> CDP, CDSB, GRI, IIRC, SAASB 2020, *Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting*

Nel 2021 l'Unione Europea ha introdotto la nuova Direttiva, la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) che sostituirà la Non-Financial Reporting Directive (NFRD). I cambiamenti riguardano l'estensione dell'obbligo di informativa a tutte le imprese di grandi dimensioni e tutte le imprese quotate, oltre che alla standardizzazione della rendicontazione non finanziaria tramite l'applicazione di parametri ESG comuni. Gli *standard* saranno costruiti su tre livelli:

1. Livello *sector-agnostic*: costituito da indicatori comuni a tutti i settori e dunque obbligatori per tutte le aziende;
2. Livello *sector-specific*: sono gli indicatori che sono specifici per il settore di appartenenza dell'azienda che redige la rendicontazione;
3. Livello *entity-specific*: elementi specifici dell'ente analizzato, in quanto elemento a sé stante rispetto al settore di appartenenza.

### Proposta dell'ESG European Institute.<sup>36</sup>

Per creare il livello *sector-agnostic* l'ESG European Institute ha analizzato e diviso gli indicatori utilizzati dai quattro principali emittenti di *rating*: MSCI, Refinitiv, Vigeo-Eiris e Sustainalytics. Lo studio ha dunque individuato in totale: 52 fattori in campo ambientale, 52 fattori in campo sociale e 31 fattori per la *governance*. Dei 135 fattori ESG analizzati ce ne sono 21 ricorrenti che, dunque, comporrebbero il livello *sector-agnostic*. L'istituto li ha in seguito analizzati per vedere se questi fattori, rilevanti a livello di *rating*, siano affrontati dagli standard di rendicontazione GRI e SASB.

Fattori ESG individuati dall'analisi di ESG European Institute:

Environmental	Social	Governance
1. Impatto sulla biodiversità	8. Salute e sicurezza	17. Struttura del CdA
2. Acqua e stress idrico	9. Condizioni lavorative	18. Politiche retributive
3. Emissioni atmosferiche	10. Sicurezza legata al prodotto	19. Anticorruzione
4. Materiali	11. Diritti umani	20. Diritti degli azionisti
5. Standard ambientali	12. Sviluppo del capitale umano	21. Proprietà e controlli
6. Uso di energia rinnovabile	13. Carriera e gestione delle risorse lavorative	
7. Rifiuti e materiali pericolosi	14. Privacy e sicurezza dei dati	
	15. Coinvolgimento delle comunità	
	16. Diversità e inclusione	

Figura 3.6 Fattori ESG individuati dall'analisi. Fonte: ESG European Institute.

I criteri ambientali sono quelli con un maggiore allineamento di partenza. I fattori ESG applicati dai *framework* risultano essere allineati per il 60%, con unica criticità riguardante il fattore materiali, che è stato inserito nell'analisi perché importante per obiettivi di riduzione nel consumo di materie prime e di implementazione dell'economia circolare nonostante non vi sia corrispondenza a livello di SASB o SDG's. Il livello social risulta essere quello meno allineato per diverse ragioni: anzitutto la relativa novità della sua rendicontazione, ma anche la differenza di definizione che si dà del concetto di materialità (SASB si concentra sugli aspetti finanziari mentre GRI su tutto ciò che interessa gli

<sup>36</sup> <https://www2.deloitte.com/it/it/pages/legal/events/road-to-esg---deloitte-italy---eventi.html> (2022)  
Luca dal Fabbro (2022) *ESG La Misura della Sostenibilità*, Rubbettino

*stakeholders* con un approccio di *double-materiality*). L'ultimo fattore che accresce il disallineamento tra i diversi standard di rendicontazione è la relatività del fattore social in base al contesto culturale, normativo o politico. Per quanto riguarda il fattore *governance* le cause del disallineamento sono le stesse, ma lo studio ha trovato degli indicatori analizzati da tutti gli standard come l'anticorruzione.



## CONCLUSIONI

Il mondo degli investimenti sostenibili è in continua evoluzione, sia dal punto di vista normativo, che nell'importanza attribuitagli, in aumento costante nell'ultimo periodo. L'incremento di essi è principalmente dovuto alla crescente consapevolezza dell'importanza del rispetto dell'ambiente in particolare, in quanto è un tema sotto i riflettori da tempo. Ad esso si sono naturalmente affiancate le tematiche relative al sociale e la *governance*, in quanto il concetto di sostenibilità odierno non può limitarsi all'ecologia.

Una società attenta alle tematiche sopra indicate, deve essere in grado di districarsi all'interno del contesto regolatorio ancora non ben definito. Il raggiungimento dell'obiettivo di status di azienda sostenibile porta a determinati vantaggi che non sono circoscritti all'area etica o morale ma contribuiscono a rendere le imprese appetibili agli investitori. I motivi dell'interesse di questi ultimi sono attribuibili al vantaggio competitivo che le aziende sostenibili avranno nei confronti dei *competitor* in un futuro che sembra sempre meno distante, in quanto i regolamenti sono destinati ad una politica sempre più stringente e le aziende oggi non allineate saranno costrette a adeguarsi, con tutti gli sforzi che ne conseguono. Le aziende sostenibili risultano anche avere dei rendimenti migliori sia nel breve che nel lungo periodo, rendendo i fondi art. 8 e art. 9, e ETF che seguono l'andamento degli indici sostenibili, convenienti rispetto ai tradizionali.

Uno dei grandi problemi dovuta alla normativa poco chiara riguardante il tema degli investimenti ESG, concerne la definizione di cosa possa essere definito sostenibile e cosa no. Il problema potrebbe essere risolto dalle agenzie che redigono il *rating*, che nasce come strumento per semplificare la vita degli investitori nel riconoscere quali aziende possano essere considerate o meno sostenibili e in quale misura, ma, allo stato attuale, visto lo scarso allineamento, è semplicemente fonte di incertezza. Le valutazioni, che cambiano a seconda della metodologia utilizzata, rendono necessario l'intervento dei regolatori. Le indicazioni devono concentrarsi sia sulla definizione del settore, che sulle dinamiche interne, evitando possibili conflitti di interesse e cercando di aumentarne la trasparenza. La mancanza di linee guida sul tema porta all'attribuzione di *rating* ESG elevati anche ad aziende che sono notoriamente poco attente alle tematiche, fornendo un'immagine confusa e non affidabile al pubblico degli investitori.

La fonte principale delle differenze tra i punteggi attribuiti dalle agenzie di *rating* è la misurazione stessa dei dati aziendali e non, come si potrebbe pensare, il peso che viene attribuito ad ogni indicatore. Questo è ovviamente un problema, ma che può essere risolto tramite la standardizzazione universale delle dichiarazioni non finanziarie aziendali. Infatti, questo permetterebbe alle agenzie di *rating* di avere informazioni e dati coerenti non solo con i concorrenti, ma anche nel tempo. L'impegno in questa direzione è stato assicurato sia dagli standard di rendicontazione più importanti, che dall'Unione

Europea, con la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), il cui primo punto è stato affrontato dall'ESG European Institute.

La finanza può e deve avere l'influenza necessaria per guidare il cambiamento di cui le prossime generazioni hanno urgentemente bisogno. Il mezzo sono gli investimenti sostenibili, ma il contesto deve essere migliorato. Al momento non è possibile effettuare un investimento con la certezza che l'impresa nella quale si è capitalizzato sia effettivamente allineata con ciò che dichiara, o che, per raggiungere i propri obiettivi, non attui dei comportamenti nocivi in altri campi. Sono necessarie chiarezza e trasparenza per strumenti come il *rating* ESG che, se funzionasse correttamente, aiuterebbe a convogliare gli investimenti nelle aziende veramente meritevoli. La transizione verso un'economia più sostenibile avverrà in ogni caso ma è compito del regolatore permettere che questo accada il prima possibile.

“La più grande minaccia al nostro pianeta è la convinzione che lo salverà qualcun altro” – Robert Swan.

## BIBLIOGRAFIA

Billio, Monica and Billio, Monica and Costola, Michele and Hristova, Iva and Latino, Carmelo and Pelizzon, Lorian, (June 15, 2020), *Inside the ESG Ratings: (Dis)Agreement and Performance*. SAFE Working Paper No. 284, Available at

SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3659271> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3659271>

Alfonso Del Giudice, *LA FINANZA SOSTENIBILE strategie, mercato e investitori istituzionali*; G. Giappichelli Editore (2019).

Luca dal Fabbro (2022), *ESG La Misura della Sostenibilità*, Rubbettino

Organizzazione delle Nazioni Unite (2015), *Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*

Florian Berg, Julian F Kölbel, Roberto Rigobon 2022, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, rfac033, <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>

Banor SIM 2022, *la quarta ricerca ESG in collaborazione con il Politecnico di Milano*, MilanoFinanza 13/06/2022

World Resources Institute, World Business Council for Sustainable Development (2005), *Greenhouse Gas Protocol, A Corporate Accounting and Reporting Standard*

European Commission (2019), *European Green Deal* COM(2019) 640 final

European Banking Authority (2019), *Action Plan on Sustainable Finance*

REGULATION (EU) 2019/2088 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector.

Apple (2021), *Environment Social Governance Report*

United Nations (1987), *Our Common Future*

United Nations (1972), *Declaration of the United Nations Conference on the human Environment*

Nazioni Unite (1997), *Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC)*

Morningstar (2021), *SFDR Article 8 and Article 9 Funds: 2021 in Review*

Censis, Assogestioni (2021), *2° Rapporto Censis-Assogestioni GLI ITALIANI E LA FINANZA SOSTENIBILE, PER ANDARE OLTRE LA PANDEMIA*

Global Sustainable Global Alliance (2020), *Global Sustainable Investment Review*

Commissione Europea (2018), *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO EUROPEO, AL CONSIGLIO, ALLA BANCA CENTRALE EUROPEA, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI COM/2018/097 final*

IOSCO 2021, *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers Consultation Report*

CDP, CDSB, GRI, IIRC, SAASB 2020, *Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting*

Eurosif. (2018). *European SRI Study 2018*

## SITOGRAFIA

<https://www2.deloitte.com/it/it/pages/legal/events/road-to-esg---deloitte-italy---eventi.html>

<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>

<https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores>

<https://www.sustainalytics.com/esg-ratings>

<https://www.robeco.com/it/chi-siamo/robecosam.html>

<https://www.blackrock.com/it/consulenti/approfondimenti/investimenti-sostenibili>

<https://esgnews.it/investimenti/rating-esg-cose-e-come-si-calcola/>

<https://www.justetf.com/it/>

<https://www.justetf.com/it/how-to/invest-in-social-responsibility-world.html>

<https://www.justetf.com/it/how-to/msci-world-etfs.html>

<https://www.ilsole24ore.com/art/investimenti-sostenibili-ecco-mosse-ottenere-performance-migliori-favorendo-impatto-positivo-AEdL9o9>

<https://rendimentofondi.it/etf-esg-mondo/>

[https://banken.axa-im.at/content/-/asset\\_publisher/h0MFOsYI2mD5/content/top-esg-equities-show-their-resilience-in-2021/23818](https://banken.axa-im.at/content/-/asset_publisher/h0MFOsYI2mD5/content/top-esg-equities-show-their-resilience-in-2021/23818)

<https://www.msci.com/documents/10199/75bae2dd-7f6a-8f05-99dd-d13d145e2e75>

[https://qualified.axa-im.ch/content/-/asset\\_publisher/51B6S2IE4Ek1/content/insight-ri-coronavirus-how-esg-scores-signalled-resilience-in-the-q1-market-downturn/23818](https://qualified.axa-im.ch/content/-/asset_publisher/51B6S2IE4Ek1/content/insight-ri-coronavirus-how-esg-scores-signalled-resilience-in-the-q1-market-downturn/23818)

<https://www.morningstar.it/it/news/218851/i-10-pi%C3%B9-grandi-etf-sostenibili.aspx>

<https://www.ishares.com/it/investitore-privato/it/prodotti/283565/ishares-sustainable-msci-usa-sri>

<https://www.blackrock.com/corporate/sustainability/pri-report>

<https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/ESG-Ratings-Methodology-Exec-Summary.pdf>

[https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf)

<https://www.euronext.com/en>

<https://www.fundresearch.de/fundresearch-wAssets/docs/SFDR-Article-8-and-Article-9-Funds-2021-in-Review.pdf>