

LUISS



Dipartimento di Impresa e Management

Economia Dei Mercati E Degli Intermediari Finanziari

Finanza sostenibile ed etica: un nuovo modo di sostenere gli investimenti

Prof. Claudio Boido

RELATORE

Gabriele Morgantini (239961)

CANDIDATO

ANNO ACCADEMICO 2021/2022

Dedicato alla mia famiglia.

Finanza sostenibile ed etica: un nuovo modo di sostenere gli investimenti

INDICE

INTRODUZIONE	6
CAPITOLO 1.....	7
FINANZA SOSTENIBILE.....	7
1.1 I concetti di finanza sostenibile e responsabile.....	7
1.1.1 Il confronto tra banche tradizionali ed etiche.....	9
1.2 ESG.....	11
1.2.1 Elementi definatori	11
1.3 IL DILEMMA DEL GESTORE	14
1.3.1 Fondi di investimento sostenibili	14
1.3.2 Società “Sin stocks”	15
1.3.3 Corporate Social Responsibility (CSR)	16
1.3.4 CSR nelle aziende italiane	18
CAPITOLO 2.....	19
LA FINANZA ETICA	19
2.1 Impact investing.....	20
2.2 Strumenti finanziari etici.....	22
2.2.1 Fondi di investimento.....	22
2.2.2 Social bond	24
2.2.3 Green bond.....	26
2.2.4 Obbligazioni ad impatto sociale	28
2.3 Analisi dell’andamento di mercato tra fondi ESG, SRI e impact investing.....	29

CAPITOLO 3:	31
CONFRONTO FRA I RENDIMENTI DI FONDI ESG E INDICI AZIONARI	31
3.1 Background	31
3.2 Scopo	32
3.3.1 Dati di input: MSCI Global Indexes	32
3.3.2 Dati di input: determinazione degli indici	34
3.3.3 Dati di input: orizzonte temporale	35
3.4 Ipotesi testata	36
3.5 MSCI Global Index vs MSCI Global SRI Index (2016-2022)	37
3.6 MSCI Global vs MSCI Global SRI (2021-2022)	39
3.7 Conclusioni	40
CONCLUSIONE	43
BIBLIOGRAFIA:	43
SITOGRAFIA:	45

INTRODUZIONE

Transizione è un termine usato per descrivere la conversione (evoluzione) dal modello esistente di economia e finanza verso uno basato su una maggiore responsabilità sociale e ambientale.

Lo scopo di questo studio è sottolineare il ruolo della finanza sostenibile nel processo di transizione verso la sostenibilità. La tesi principale può essere espressa come segue: il ruolo della finanza sta cambiando dalla visione dominante radicata nella teoria economica neoclassica ovvero, massimizzazione dei profitti e ricchezza per gli azionisti, verso quella che sostiene lo sviluppo sostenibile, la green economy.

Il concetto di finanza sostenibile ha diversi elementi chiave, tra cui una nuova interpretazione del valore delle società e dei titoli e la creazione di valore a lungo termine come obiettivo aziendale principale.

Tutti questi elementi si basano sulla tesi iniziale che afferma la necessità di coniugare obiettivi finanziari e non finanziari, dunque sociali ed ambientali, nello sviluppo delle società, che ha portato nel corso degli anni ad un numero crescente di investitori.

Gli attuali sviluppi sui mercati mostrano un interesse in aumento sia per gli investimenti socialmente responsabili (SRI) che per la responsabilità aziendale sostenibile (CSR). La prima parte del documento sostiene che la finanza ha urgente bisogno di un “approccio di sostenibilità” per collegare le iniziative delle società CSR con le preferenze degli investitori del mercato dei capitali SRI. Questa parte è dedicata alla descrizione dettagliata di come si evolve la finanza sostenibile e descrive questa nei suoi particolari e nelle scelte che i gestori stanno implementando.

La seconda parte tende ad analizzare più nello specifico la disciplina della finanza etica, da non confondere con la finanza sostenibile. In particolare, approfondisce il concetto dell’impact investing e le specifiche discipline riguardo gli strumenti finanziari utilizzati in questo specifico ramo della finanza.

L’ultimo capitolo approfondisce un aspetto più pratico confrontando i rendimenti dei fondi ESG con gli indici azionari tradizionali, che a seguito della crisi del 2008 con il crollo dei mercati finanziari, hanno stimolato la nascita di una nuova consapevolezza rispetto alla finanza etica e ai temi CSR.

CAPITOLO 1

FINANZA SOSTENIBILE

1.1 I concetti di finanza sostenibile e responsabile

La finanza sostenibile è l'insieme di prodotti, processi, servizi finanziari ed accordi istituzionali di mercato che contribuiscono in modo diretto o indiretto al conseguimento di obiettivi di sviluppo sostenibile.

*“Lo sviluppo sostenibile è uno sviluppo che soddisfi i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri”*¹ (Brundtland 1987).

Introducendo la definizione di sviluppo sostenibile per la prima volta in un documento ufficiale, Brundtland contribuì a sviluppare la consapevolezza della connessione tra sviluppo economico, equità sociale e salvaguardia dell'ambiente.

L'applicazione della nozione di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria è nota appunto come finanza sostenibile.

Pertanto, l'obiettivo di questo tipo di finanza è creare valore in un'ottica a lungo termine, destinando denaro ad attività a beneficio della società e non dannose per l'ambiente.

Queste attività devono generare più valore economico. Un sistema finanziario sostenibile riunisce criteri di investimento ponderati, non solo sulla base di parametri di puro profitto o secondo il profilo di rischio dell'investitore, ma tenendo conto dell'impatto sull'economia reale oltre che sul mercato azionario, nonché sulla società e sull'ambiente, osservando un orizzonte temporale di lungo periodo. In particolare, le questioni socio-ambientali che stanno diventando sempre più strettamente correlate, tengono conto degli sviluppi legati ai cambiamenti climatici e al loro adattamento, alla biodiversità e agli ecosistemi naturali, nonché allo sviluppo del capitale umano, alle disparità e alle condizioni sociali estreme che la società globale sta attualmente vivendo.

La globalizzazione dei mercati e il rafforzamento di un carattere finanziario lontano dall'economia reale hanno mostrato quanto siano fragili le dinamiche di sviluppo incentrate solo sul profitto.

¹ La dichiarazione del Rapporto Brundtland (1987), secondo cui lo sviluppo sostenibile richiede di soddisfare i bisogni del presente senza mettere a repentaglio il futuro di coloro verrà dopo di noi, facendo eco al consiglio di Ruskin, il quale sostiene che “la terra ci è data in usufrutto perché la trasmettiamo ai nostri figli”. Alla base del desiderio di proteggere l'ambiente costruito c'è la convinzione che l'uso consapevole e attento delle risorse, la cura e la riparazione del patrimonio costruito e la costante attenzione alle conseguenze delle nostre azioni siano il modo migliore per perseguire il benessere degli insediamenti umani.

A questo proposito, i criteri ESG ²(Environmental, Social, Governance) sono citati come fattori di un vero e proprio cambio di paradigma nel modo di pensare degli investimenti.

La valutazione dei fattori ambientali, sociali ed economici consente di esaminare le esternalità negative nei vari settori e sottoinsiemi di mercato che possono presentare costi o opportunità per le imprese, per gli investitori e per gli altri soggetti interessati.

Pertanto, la relazione e la correlazione tra finanza e sostenibilità possono davvero contribuire all'attuazione di un sistema di sviluppo più resiliente, duraturo e incentrato sull'uomo.

Nella stragrande maggioranza dei casi, il concetto di sostenibilità viene sminuito al mero aspetto ambientale, o più specificatamente al fenomeno del cambiamento climatico. Di conseguenza, sono nate iniziative come il *greenwashing*: una tecnica di comunicazione o di marketing perseguita da aziende, istituzioni ed enti che propongono come ecosostenibili le proprie attività, esaltandone gli effetti positivi e cercando di occultarne l'impatto ambientale negativo.

La trasparenza e l'accuratezza delle informazioni dovrebbero svolgere un ruolo significativo in questa situazione, spostandosi verso l'idea di asimmetrie informative in modo da consentire al cliente di navigare attraverso tutti i gestori possibili.

L'investimento sostenibile e responsabile viene definito come quella norma di gestione patrimoniale che affianca elementi di natura etica, sociale ed ambientale, oltre che al perseguimento degli obiettivi tipici della gestione finanziaria, quindi l'ottimizzazione del rapporto tra rischio e rendimento.

Sono presenti diversi motivi per cui i gestori dei fondi sono spinti ad utilizzare criteri sociali ed ambientali nelle scelte di portafoglio.

La gestione ottimale del rischio/rendimento è uno di essi. Tutti gli investitori sono alla ricerca del giusto equilibrio tra rischio e rendimento. Quando vengono introdotti aspetti sia sociali che ambientali questi creano la possibilità di un processo di miglioramento con la prospettiva di aumentare il rendimento, nel medio e lungo periodo, del capitale.

² ESG acronimo di "Environmental, Social e Governance"

1.1.1 Il confronto tra banche tradizionali ed etiche

Quando si parla di finanza sostenibile o etica è importante sottolineare la distinzione tra i due tipi di banca, ovvero le tradizionali e le etiche.

Nei dieci anni successivi al fallimento della banca d'affari Lehman Brothers³, gli stati europei hanno finanziato 654 miliardi di euro per cercare di salvare dal fallimento decine di banche che avevano investito in mutui sub-prime, con il fine di ottenere rendimenti molto elevati a fronte di un rischio minimo. Per le 23 banche etiche presenti in Europa⁴ invece, non è stato speso nulla e questo è il primo elemento che differenzia le banche tradizionali da quelle etiche.

Analizziamo un periodo decennale (2008-2018) confrontando i rendimenti delle due tipologie.

La propensione di una banca a finanziare l'economia reale è evidenziata dal suo rapporto tra attività e credito. Per le banche, il rapporto tra prestiti e totale attivo è quasi il doppio rispetto a quello delle banche con sistemi tradizionali: dal 2008 al 2018, hanno avuto un lieve incremento dal 72,28% al 76,11%, ma mantenendo il forte scostamento percentuale rispetto alle banche sistemiche europee dal 37,12% al 39,80%.

Questo significa che ormai le banche etiche risultano più propense all'attività classica della banca (concessione di crediti e raccolta risparmi) rispetto al settore bancario europeo che appare invece concentrato su altri tipi di attività: servizi finanziari, partecipazioni in imprese, investimenti in titoli. Successivamente alla crisi del 2008, la differenza strutturale dal lato dei crediti sul totale dell'attivo è rimasta poiché le banche sistemiche a seguito della crisi hanno iniziato a raccogliere risparmi dal lato clienti ma anche le banche etiche hanno seguito lo stesso schema e di conseguenza è rimasto inalterato il divario strutturale tra le due banche.

Analizzando i principali indici di bilancio e mettendoli a confronto, ROA⁵ (Return on Asset) e ROE⁶ (Return on Equity), possiamo notare subito la differenza tra i due tipi di istituti finanziari.

Il ROA medio delle banche etiche e sostenibili durante l'ultimo decennio è rimasto sempre superiore rispetto al ROA medio delle banche sistemiche europee, 0,40% rispetto allo 0,13%. Il motivo principale di questa differenza è dovuto al fatto che, sempre successivamente alla crisi del 2008, le

³ Fondata nel 1850, è stata una società attiva nei servizi finanziari a livello globale. La sua principale attività si concentrava nell'investment banking.

⁴ Alcune delle banche etiche europee: Banca Popolare Etica (Italia), Colonya-Caixa de Pollença (Spagna), Crédit Coopératif (Francia), GLS Bank e Umweltbank (Germania)

⁵ ROA (Return On Asset): tasso di rendimento (return) sul totale dell'attivo di un'impresa (asset). È uno degli indici di bilancio più importanti e utilizzati nell'analisi di redditività aziendale.

⁶ ROE (Return On Equity): indice economico sulla redditività del capitale proprio, ottenuto dividendo l'utile per i mezzi propri (ROE= Utile netto/Capitale proprio *100). Viene utilizzato per verificare il tasso di remunerazione del capitale di rischio.

banche sistemiche europee hanno avuto un Return on Asset praticamente piatto, mentre le banche etiche sono riuscite ad avere un valore leggermente positivo.

La redditività delle banche etiche e sostenibili europee (ROA) è rimasta stabile nel decennio, ma a seguito del crollo dell'utile netto del Crédit Coopératif (-30%), la banca più grande tra le etiche, ha avuto un calo significativo dal 2017 al 2018.

L'andamento del ROA del sistema bancario europeo è stato più volatile: ha avuto un crollo dal 2010 al 2012 per poi progredire in maniera quasi costante dal 2013 al 2018.

Per quanto riguarda il ROE, ovvero il rapporto tra utile netto e patrimonio netto, misura il rendimento contabile di un'impresa.

Prendendo in considerazione sempre il periodo che oscilla tra il 2008 ed il 2018, il rendimento medio delle banche etiche (3,57%) è stato più alto rispetto a quello del sistema bancario europeo (1,79%) con una volatilità (livello di rischio) molto inferiore (0,41% rispetto a 3,28%).

Se analizziamo gli ultimi 5 anni (2013-2018), le banche europee sono cresciute per quanto riguarda i rendimenti, superando di poco (3,86% rispetto a 3,61%) le banche etiche e sostenibili, con una volatilità maggiore (1,72% rispetto a 0,48%).

La redditività delle banche etiche e sostenibili europee (ROE) negli ultimi dieci anni è stabile, con una flessione importante nell'ultimo anno (2017-2018), per le stesse ragioni del ROA.

Per quanto riguarda il sistema bancario europeo, l'andamento mette in evidenza la maggiore volatilità della redditività, con il crollo nel 2011-2012 e la rapida crescita negli anni successivi, per poi alla fine superare le banche etiche e sostenibili nel 2015, e in maniera importante nel 2017.

L'analisi dei trend di crescita delle grandezze misurate (attivi, prestiti, depositi e patrimonio netto) per entrambi i gruppi di banche ha evidenziato che le banche etiche e sostenibili sono cresciute molto di più rispetto al sistema bancario europeo.

All'interno di questo orizzonte temporale, le banche sistemiche hanno concesso molti più prestiti (+10,55% all'anno dal 2008 al 2018 contro il +0,39% delle banche europee) e raccolto più risparmi nei depositi (+11,17% rispetto a 2,43%).

Le banche etiche e sostenibili, nonostante l'ultima grande crisi finanziaria, hanno continuato a crescere in maniera piuttosto rilevante, probabilmente perché spinte dal fatto che molti risparmiatori hanno dovuto trovare un'alternativa alle banche tradizionali, molte delle quali sono state responsabili e vittime della crisi finanziaria⁷.

Il confronto tra banche etiche e sostenibili europee e il sistema bancario di riferimento in alcuni singoli paesi europei (Italia, Spagna, Francia e Germania) ha messo in evidenza alcuni aspetti:

- In Francia e Germania, le banche etiche sono connesse tra loro in maniera forte. In Francia La Nef e Caisse Solidaire sono legate al Crédit Coopératif ⁸ mentre in Germania, GLS Bank è il maggior azionista di Umweltbank.
- L'aspetto che accomuna tutte le banche europee, è l'erosione del margine di interesse, dovuta a tassi costantemente bassi sul mercato, ma in particolare colpisce le banche etiche, perchè esposte in maniera più evidente al margine di interesse conseguenza dovuta alla decisione di puntare in modo prioritario sull'attività bancaria classica (concessione di crediti e raccolta di risparmi) rispetto alla media del sistema bancario. La Francia sembra essere il paese con più problemi al momento per le banche etiche e sostenibili.
- La redditività dei sistemi bancari nazionali nell'ultimo decennio è stata significativamente inferiore rispetto a quella delle banche etiche di Germania, Francia, Italia e Spagna.

1.2 ESG

1.2.1 Elementi definitivi

Analizziamo in dettaglio i criteri ESG

Environmental

Si occupa dell'ambiente e può includere le politiche climatiche aziendali, l'uso di energia, i rifiuti, l'inquinamento, la conservazione delle risorse naturali e il trattamento degli animali. I criteri possono anche aiutare a valutare gli eventuali rischi ambientali che un'azienda potrebbe dover affrontare e il modo in cui potrebbe gestirli. Possibili considerazioni includono le emissioni dirette e indirette di gas serra, la gestione dei rifiuti tossici e il rispetto delle normative ambientali.

Social

Comprende tutte le decisioni e le iniziative aziendali che hanno un impatto sulla società come il rispetto dei diritti umani, le condizioni di lavoro ottimali, l'uguaglianza e il rifiuto di ogni forma di discriminazione. Inoltre, le aziende hanno la possibilità di aiutare ad aumentare il benessere degli abitanti del territorio dove l'impresa svolge il proprio lavoro, attraverso iniziative o eventi. È sicuramente il criterio più facile da osservare anche per i membri esterni all'organizzazione e il rispetto del criterio facilita lo sviluppo di un'immagine positiva dell'azienda.

⁷ Dati presi dal "Terzo rapporto La finanza etica e sostenibile in Europa", prima edizione Febbraio 2020

⁸ Crédit Coopératif è l'azionista principale di Caisse Solidaire e ha un ruolo importante nella gestione operativa in La Nef

Governance

Concerne la responsabilità di governance delle aziende. Riguarda l'etica retributiva, il rispetto della meritocrazia, il contrasto alla corruzione, politiche di diversità nel CDA. È molto importante perché è su questo che gli osservatori esterni valutano l'identità aziendale. La Governance definisce se le iniziative e le azioni di tipo sostenibili intraprese dall'azienda vengono accompagnate anche a forme organizzative nei luoghi di lavoro ugualmente vicini ai principi ESG.

Questi tre criteri danno la possibilità di misurare e verificare il valore ambientale e sociale delle attività imprenditoriali diventando negli ultimi anni per gli investitori uno dei benchmark più importanti nella valutazione degli investimenti.

I tre parametri sono molto legati tra di loro e non è possibile che uno prevalga su un altro poiché potrebbe minare la stessa sostenibilità.

L'utilizzo di tali criteri per la composizione di un fondo di investimento è condizione necessaria ma non sufficiente in quanto rimane obiettivo primario dei gestori quello di massimizzare la performance finanziaria.

Il livello di responsabilità sociale e la qualità della corporate governance delle aziende diventeranno sempre più un criterio importante nel processo di valutazione delle stesse. Attrarre capitali privati è fondamentale per un paese come l'Italia, che ha impegni di bilancio molto elevati e quindi non può mobilitare investimenti pubblici per far ripartire sviluppo e occupazione.

I criteri ESG sono importanti perché consentono alla comunità finanziaria di identificare, sulla base di parametri standardizzati e condivisi, le performance ambientali, sociali e di governance di un'azienda, che si aggiungono ed integrano a quelle dei business convenzionali. L'analisi ESG si affianca all'analisi tradizionale e viene anche definita come extra-finanziaria perché completa la visione dei valori e degli asset aziendali dal punto di vista dei criteri di sostenibilità. Attualmente, le società con i migliori rating ESG sono anche quelle che ottengono le migliori performance e affrontano meglio i rischi associati a situazioni di emergenza o di crisi.

Quando usiamo il termine ESG, facciamo riferimento ad un criterio/valore che consente di potenziare la verifica di routine dei titoli rappresentativi delle società che abbiamo nel nostro portafoglio e ha il potenziale per avere un impatto diretto sul risultato del business. Con l'applicazione dei criteri ESG nasce un nuovo rapporto tra le aziende e l'ambiente, un rapporto che prevede una massimizzazione delle performance e degli obiettivi di business, ma che reinterpreta e riconsidera i benefici sociali oltre che economici.

L'azienda genera *bene comune* e il corretto comportamento etico consente che si generi profitto nell'esercizio del ciclo di produzione.

Nel medio-lungo termine l'applicazione di questi criteri, ovvero di leve non finanziarie, permette di generare benefici operativi che determinano impatti finanziari positivi.

Le risorse umane, il rapporto con i clienti, l'ecosistema e il governo di impresa sono tutti elementi che vengono gestiti con la strategia ESG.

Per quanto riguarda la parte finanziaria dei criteri ESG i beneficiari sono: il valore del marchio, la capacità operativa, il costo del denaro e l'amministrazione del rischio.

Sempre più imprese valorizzano investimenti con il fine di produrre un riscontro positivo per gli investitori sia dal punto di vista economico che dal punto di vista sociale. Investimenti che siano in grado di generare effetti positivi per la società e per l'ambiente. Questo è accertato da numerosi analisti, rilevando che l'attenzione ai criteri ESG sta diventando un fenomeno in tendenza che porta numerosi benefici.

La connessione tra sostenibilità e processo di produzione di valore è per le aziende un requisito ormai necessario, che ne determina il grado di responsabilità sociale. Il criterio Environment è ritenuto dai più grandi asset manager del mondo come il principale fattore di rischio per un investimento. Ormai, tutti i criteri sono diventati fondamentali ed hanno acquisito una posizione centrale per la creazione di valore di un portafoglio di investimento, poiché esiste una connessione positiva tra sostenibilità e performance degli investimenti. Il passaggio ad un nuovo modello organizzativo, tuttavia, non è esente da rischi.

I vantaggi competitivi delle aziende sostenibili rispetto alle imprese tradizionali sono molti. La fidelizzazione della clientela è uno dei principali: la maggior parte dei consumatori è interessata all'ambiente e all'uguaglianza sociale e predilige acquistare beni e servizi da aziende che hanno fatto di questi valori dei punti cardine. Se l'azienda attua politiche sostenibili il consumatore è disposto a spendere di più proprio perché l'acquisto di quel prodotto potrebbe portare a una diminuzione del proprio impatto ambientale.

L'aumento della produzione e dell'occupazione è un altro dei vantaggi competitivi: inserire la sostenibilità nei processi di business aumenta in maniera considerevole la produzione, e di conseguenza, l'occupazione. La potenzialità dei clienti aumenta grazie alla visibilità sociale dell'azienda e alla capacità di differenziarsi sul mercato.

1.3 IL DILEMMA DEL GESTORE

1.3.1 Fondi di investimento sostenibili

I fondi di investimento sostenibili (ESG), sono portafogli costruiti con prodotti finanziari sulla base di fattori sociali, ambientali e di buon governo. Raccolgono in Europa miliardi di euro ogni trimestre⁹. I titoli delle imprese sostenibili, quotate sui mercati finanziari internazionali, hanno la possibilità di entrare nel portafoglio dei fondi ESG. Gli investitori, oltre a tener conto del rischio e del rendimento, tengono in considerazione anche il rischio di sostenibilità, ossia i fattori di tipo ambientale, sociale o di governance che, qualora si verificassero, provocherebbero un impatto negativo sul valore dell'investimento.

I fondi ESG, considerano un orizzonte temporale di lungo periodo, con all'interno titoli con un punteggio elevato di sostenibilità e dovrebbero escludere tutti quei titoli che hanno controversie legate a fattori ambientali, riconoscimento dei diritti umani.

Sono caratterizzati dalla possibilità di rendimenti elevati perché investono su aziende sostenibili, molto attente ai problemi ambientali e sociali. Questo perché le imprese con queste caratteristiche prestano particolare attenzione al fine di evitare scandali finanziari o multe per disastri ambientali.

L'obiettivo primario di questi fondi resta il massimo grado di rendimento, quindi l'utile non diviene secondario alle tematiche di sostenibilità, per questo non basta inserire i soli titoli rappresentativi di aziende che rispettano i criteri ESG.

L'obiettivo principale di un investimento rimane sempre il rendimento.

All'interno di un investimento è necessario controllare le variabili di rischio che potrebbero pregiudicare il rendimento.

Da anni, gli asset class disponibili registrano problemi inferiori rispetto a quelli dei fondi tradizionali. I fattori che determinano un impatto positivo finanziario dei fondi ESG sono riconducibili al fatto che la società definita come sostenibile riscontra rischi minori legati alle emergenze ambientali. Essendo più innovativa rispetto alle altre, sia per quanto riguarda il rapporto con i propri clienti, in termini di fiducia e trasparenza, sia dal punto di vista della capacità produttiva, permette di ridurre i rischi legati a pratiche non corrette o rischi legati ad incidenti, relazioni con i clienti e operazioni di gestione aziendale.

⁹ Dati presi da "esgnews.it"

A differenza dei fondi tradizionali, gli investimenti in fondi sostenibili permettono, oltre a raggiungere un obiettivo finanziario, di ricavare profitti maturati sul lungo termine e inoltre allo stesso tempo di rispettare il pianeta.

Scegliere un fondo sostenibile garantisce maggiore protezione agli investitori e non è penalizzante in termini di performance; questo è possibile perché l'aggiunta dei criteri ESG all'interno dei portafogli di investimento contribuisce a limitare il rischio del mercato.

Tuttavia, per quanto riguarda i costi, i fondi di investimento sostenibili sono leggermente più alti rispetto ai costi dei fondi tradizionali. Gli oneri sostenuti durante il processo di investimento sono maggiori e in aggiunta è presente il costo dell'informazione non finanziaria sulla sostenibilità. Inoltre la mancata diversificazione dovuta ai vincoli di sostenibilità è un potenziale prezzo da pagare.

1.3.2 Società “Sin stocks”

Indicano le azioni legate a società quotate in borsa coinvolte o associate ad attività considerate non etiche o immorali.

Le Sin stocks operano generalmente in settori che si occupano direttamente di azioni moralmente dubbie. Vengono percepite come azioni il cui guadagno avviene attraverso lo sfruttamento di debolezze e fragilità dell'essere umano.

Si trovano sul lato opposto rispetto alle imprese socialmente responsabili, ovvero sono aziende che nell'esercizio sociale sono disinteressate alle tematiche ESG. Il settore delle Sin stocks comprende le società che si occupano di produzione dell'alcool, tabacco, il gioco d'azzardo, produzione di armi etc.

Facendo leva sulle fragilità umane hanno una produttività costante poiché il loro consumo sviluppa dipendenze non controllabili. Anche in caso di indebolimento dell'economia, la popolazione continua ad acquistare e fare uso di questi prodotti. Per questo gli investitori sono attratti da questo tipo di società, rimanendo i profitti elevati, riescono a pagare dividendi generosi.

Le aziende Sin stocks generalmente sono soggette a imposte e regolamenti. Per citare qualche esempio, in molti stati il gioco d'azzardo è limitato a determinate aree geografiche e richiede una licenza specifica, oppure i prodotti derivati dal tabacco sono soggetti ad accise. Contrariamente, le norme favoriscono le aziende produttrici, poiché le licenze non sono rilasciate in maniera illimitata e la non concorrenza di mercato le rende ancora più redditizie.

D'altra parte, gli investitori etici tendono ad escludere le "azioni del peccato" perché credono che queste società facciano soldi sfruttando le debolezze e i vizi degli esseri umani.

In alcune situazioni, l'investitore e il consumatore, conoscendo l'obiettivo ultimo dell'impresa, decidono di escluderlo dal loro portafoglio, per motivi morali ed etici. Ad esempio, i titoli delle aziende che producono armi. Un'altra corrente di pensiero vede investitori che considerano questo tipo di investimento una positiva diversificazione, in particolar modo nelle situazioni in cui l'andamento dell'economia non è positivo.

Altre discriminanti per individuarle sono quelle che dipendono dal contesto geografico e socioculturale in cui l'azienda opera. Riportando un esempio, un'impresa collocata geograficamente in un paese che non permette la produzione e consumo di sostanze stupefacenti, verrà definita come impresa Sin; al contrario, non rientrerà in questa categoria, nelle aree geografiche dove sono ammessi sia la produzione che il consumo.

Le azioni degli investimenti etici e di quelli socialmente responsabili, che hanno come uno degli obiettivi principali, l'impiegare risorse a vantaggio della società, si collocano a due estremità opposte rispetto alle azioni "Sin". Le aziende più importanti definite come "Sin stock" sono:

- CAESARS ENTERTAINMENT CORPORATION: impresa che opera nel gioco d'azzardo. Con sede a Las Vegas, è una delle catene d'hotel con casinò più grandi al mondo.
- DIAGEO: multinazionale inglese che opera nel settore delle bevande alcoliche. Gruppo nato nel 1997 dalla fusione di due compagnie: l'irlandese Guinness e la britannica Grandmet. Fa parte delle 100 aziende con maggior capitalizzazione nella borsa di Londra.
- PHILIP MORRIS INTERNATIONAL: società statunitense che opera nel mondo del tabacco.

1.3.3 Corporate Social Responsibility (CSR)

La responsabilità sociale d'impresa, si definisce come una politica che tende a far combaciare le operazioni commerciali dell'azienda con un interesse particolare verso le questioni sociali e ambientali, in maniera del tutto volontaria da parte dell'impresa.

Negli ultimi anni la CSR è stata fondamentale per le aziende perché oltre a generare notevoli vantaggi e giovamento per l'ambiente e le persone, la gestione etica e corretta assicura benefici importanti all'azienda stessa. L'insorgere di problematiche legate alla sostenibilità ambientale, sociale ed economica e i cambiamenti nei comportamenti dei consumatori, ogni giorno sempre più sensibili ai temi dello sviluppo sostenibile e del consumo responsabile, obbligano le aziende a modificare i propri modelli di business trasformando queste problematiche in opportunità di crescita.

Sono diversi i potenziali vantaggi per le imprese che adottano iniziative di CSR: è possibile riscontrare minore difficoltà ad attrarre lavoratori qualificati, maggiore motivazione e fidelizzazione della forza lavoro, capacità di attirare nuovi clienti e sviluppare relazioni migliori con loro, migliorare la reputazione aziendale.

Adottare queste pratiche, oltre agli innumerevoli vantaggi sopra citati, significa contribuire attivamente ad uno sviluppo economico sostenibile e ad una maggiore coesione sociale.

L'European Competitiveness Report del 2008 mette in evidenza che l'adozione di pratiche responsabili socialmente hanno un importante impatto positivo su sei fattori che incidono sulla competitività: risorse umane, capacità di innovazione, gestione del rischio, costi, performance finanziaria e prospettiva dei consumatori.

Risorse umane

Nel corso del tempo, all'interno del mondo aziendale si è sviluppato una forte propensione a differenziare più possibile la forza lavoro: intraprendere di responsabilità sociale è un ottimo punto di partenza che apporta valore ed ha un impatto positivo all'interno delle realtà aziendali. È un concetto che si amplia sia alle piccole e medie imprese sia alle grandi.

Capacità di innovazione

Nel mondo aziendale esiste da sempre una grande competizione in termini di innovazione e avanguardia. Il tema della responsabilità sociale può essere sfruttato dalle aziende per prevalere sui competitors, per esempio, alcune delle attività che vengono spesso implementate sono quelle di gestione ambientale, nuove iniziative sul posto di lavoro o iniziative che coinvolgono gli stakeholders.

Gestione del rischio

La relazione positiva tra gestione del rischio e responsabilità sociale deriva dal fatto che le aziende di oggi sono più vulnerabili alle critiche e sono sottoposte ad una pressione maggiore a favore dell'inserimento di determinati valori.

Costi

Le iniziative di CSR non aumentano il costo di un'azienda a meno che non comportino investimenti significativi. Alcune iniziative possono essere realizzate a basso costo o addirittura a costo zero. Questo perché il costo dell'attuazione di determinate iniziative di CSR dipende dalle loro circostanze specifiche.

Performance finanziaria

Anche se in maniera limitata, esiste una positiva correlazione tra responsabilità sociale d'impresa e performance finanziaria. Il continuo miglioramento dovuto alla CSR deve essere visto come parte della moderna concezione dell'eccellenza imprenditoriale.

Prospettiva dei consumatori

In generale, i consumatori dovrebbero essere disposti a pagare prezzi più alti per i prodotti di aziende socialmente responsabili, ma gli effetti negativi dipendono molto dal posizionamento dell'azienda sul mercato e dalle sue strategie di marketing.

1.3.4 CSR nelle aziende italiane

Anche in Italia le aziende seguono i principi della sostenibilità e della responsabilità sociale d'impresa. Molto spesso sono gli stessi cittadini italiani a chiedere alle aziende di prestare maggiore attenzione alle questioni di impatto sociale ed etico. Aderire a questi requisiti equivale a fidelizzare i clienti e, quindi, aumentare il numero delle vendite. Il futuro delle imprese italiane oggi dipende anche dal rispetto delle politiche di sostenibilità e dalla corretta comunicazione con il mondo esterno.

Nel corso degli anni gli investimenti verso azioni CSR sono aumentati in maniera esponenziale con risultati estremamente positivi in termine di immagine e non solo.

I maggiori investimenti economici sono stati destinati ad iniziative per la riduzione dell'impatto ambientale: limitazione dell'inquinamento, limitazione delle spese energetiche e migliorie nello smaltimento di rifiuti.

Gli investimenti e le iniziative per la responsabilità sociale d'impresa sono molto numerosi e non fanno che aumentare con il corso degli anni.

Il rapporto d'indagine sull'impegno sociale¹⁰ delle aziende in Italia dimostra che le iniziative di CSR intraprese dalle imprese toccano il 92%, il 50% in più rispetto agli ultimi 18 anni.

Nel 2019, 214mila euro sono stati investiti dalle aziende italiane, dato in aumento del 15% rispetto al 2017, quando la cifra media per azienda era di 209mila euro.

A seguito della crisi economica dovuta alla pandemia, la previsione di spesa del 2020 è diminuita del 16% rispetto al 2019.

Il nuovo Rapporto dell'Osservatorio Socialis nel 2021 è salito a 282mila euro, con un incremento del 17%. La crescita del 22% negli ultimi due anni coinvolge il 96% delle aziende con più di 80 dipendenti in Italia (nel 2019 rappresentava il 92%).

¹⁰ IX rapporto CSR in Italia (2021). Consultabile in: <https://www.osservatoriosocialis.it/2021/02/19/ix-rapporto-csr-in-italia/>

CAPITOLO 2

LA FINANZA ETICA

Verrà analizzato l'impact investing e successivamente i diversi strumenti finanziari etici, anche in ottica di mercato.

Il termine finanza etica fa riferimento a una collettività di attività finanziarie che non hanno come obiettivo principale quello del mero profitto, ma di perseguire gli scopi di impatto sociale e ambientale. La sostanziale differenza tra questa e la finanza tradizionale, risiede proprio nel fatto che, oltre ad avere come obiettivo l'ottenimento di un rendimento, considera i criteri ambientali, sociali ed etici.

È importante però, non confondere la finanza etica con quella sostenibile poiché, la prima si pone come vero obiettivo quello di recare un beneficio alle persone, alla comunità ed al pianeta. La seconda ha come scopo principale il profitto senza gravare eccessivamente sull'ambiente.

Attualmente vengono riconosciute tre differenti accezioni che definiscono il concetto di finanza etica, che si differenziano per il ruolo degli intermediari finanziari. La prima comprende quei soggetti che acquisiscono partecipazioni nelle società con lo scopo di accrescere la responsabilità sociale e ambientale; all'interno della seconda categoria sono presenti coloro che decidono volontariamente di non investire in tutte quelle società che durante l'operato violano criteri etici individuati dai loro clienti. Infine, appartengono all'ultima categoria quegli intermediari finanziari che decidono di destinare parte dei loro profitti ad attività a scopo benefico¹¹.

Secondo il documento “*Manifesto della Finanza Etica*”¹², elaborato dall'Associazione Finanza Etica, la finanza eticamente orientata presenta le seguenti caratteristiche:

- *La prestazione di beni o servizi o la cessione di denaro devono essere riconosciute come diritto universale: nella concezione in cui nessun tipo di persona può essere esclusa dalla possibilità di riceverla; non possono sussistere alcun tipo di discriminazioni.*
- *Una parte fondante della responsabilità etica è l'efficienza.*
- *Il possesso e lo scambio di denaro non è riconosciuto come l'unica fonte di guadagno: tenendo in considerazione i criteri economici, etici e sociali, il tasso d'interesse dovrà essere mantenuto basso ma sicuramente maggiore di zero.*
- *È trasparente: l'operatore finanziario ha l'obbligo morale di fornire tutte le informazioni al proprio cliente affinché quest'ultimo venga informato in modo completo ed esaustivo.*
- *Possono prendere parte alle decisioni particolarmente rilevanti dell'impresa sia gli investitori che i soci.*

¹¹ Consultabile su: <https://www.treccani.it/enciclopedia/finanza-etica/>

¹² Consultabile su: <https://www.icer.it/finanza-etica/>

- *La responsabilità sociale e ambientale rappresentano i parametri fondamentali per gli impieghi:* l'evoluzione umana viene introdotta nell'istruttoria economica insieme alla responsabilità ambientale e sociale.
- *Coesione globale e coerente da parte del gestore dell'intera operazione:* se per ipotesi l'attività svolta non sia completamente etica, il gestore dovrà necessariamente spiegare le ragioni delle limitazioni adottate.

2.1 Impact investing

La definizione¹³ “impact investing” è stata introdotta nel 2007 e si riferisce agli investimenti il cui impatto deve essere intenzionale, misurabile e addizionale rispetto agli investimenti tradizionali.

Nel 1990 Jed Emerson¹⁴, provò a definire questo tipo di investimento. Emerson credeva che le fondazioni delle società dovessero investire in linea con la propria missione invece di cercare di massimizzare soltanto il rendimento finanziario.

A livello mondiale, e soprattutto in Italia, gli investimenti a impatto, strategie di finanza sostenibile e responsabile (SRI), sono cresciuti rapidamente nel corso degli ultimi anni.

Gli investimenti vengono effettuati sia in mercati sviluppati sia in quelli emergenti, con la finalità di generare un impatto sociale e ambientale positivo misurabile insieme ad un rendimento finanziario.

Questo genere di investimenti sfida l'opinione generale secondo cui i problemi sociali ed ambientali a lungo termine dovrebbero essere affrontati solo con donazioni di beneficenza, mentre gli investimenti di capitale dal mercato dovrebbero concentrarsi esclusivamente sul raggiungimento di ritorni finanziari. Fornire agli investitori delle opportunità diverse e praticabili attraverso investimenti che trovino soluzioni sociali e ambientali, oltre che produrre rendimenti finanziari, è l'obiettivo principale degli investimenti a impatto.

Le tematiche a cui fanno riferimento gli investimenti a impatto sono molteplici, possiamo distinguerle in due macro-categorie: i temi a impatto sociale (accesso ai finanziamenti, occupazione, miglioramento della salute, istruzione e crescita del reddito) e i temi ad impatto ambientale (energie rinnovabili, efficienza energetica e tecnologia).

Sono innumerevoli i motivi che spingono gli investitori a voler finanziare questa tipologia di investimenti; banche, fondi pensione, promotori finanziari e gestori patrimoniali possono offrire opportunità di investimento a clienti privati e istituzionali con interesse in generale o specifici motivi

¹³ Consultato su: <https://www.eticasgr.com/storie/approfondimenti/impact-investing-cosa-e#:~:text=L'impact%20investing%20o%20investimento,puntano%20a%20generare%20un%20rendimento>

¹⁴ Consultato su: https://www.onlinesim.it/blog/pdf/Investire_a_impatto.pdf

sociali o ambientali. Fondazioni istituzionali e familiari possono sfruttare questi investimenti per raggiungere obiettivi sociali e ambientali oltre che mantenere o aumentare la propria ricchezza. Inoltre, i governi, le istituzioni finanziarie per lo sviluppo sociale ed economico (ONU), possono provare agli investitori di mirare a specifici obiettivi sociali e ambientali offrendo rendimenti finanziari.

Il GIIN (Global Impact Investing Network) ha specificato quali sono gli elementi fondamentali degli investimenti a impatto. In base allo studio condotto, l'intenzionalità è uno dei principi cardine di questa tipologia di investimenti, ovviamente in riferimento all'apporto di un impatto sociale e ambientale positivo. È fondamentale durante la progettazione dell'investimento basarsi sui migliori dati e misurazioni possibili, oltre che ad una gestione delle performance sull'impatto durante tutto l'investimento, affinché migliori la possibilità di riuscita degli obiettivi prefissati.

Il rapporto *"Sizing the Impact Investing Market"* del 2019 a cura del GIIN per il momento è l'analisi più accurata sul mercato degli investimenti ad impatto. In base ai dati resi pubblici dal rapporto si può evidenziare che l'AUM (Asset Under Management)¹⁵ complessivo del settore degli investimenti a impatto è stimato a 502 miliardi di dollari a partire dalla fine del 2018.

Mentre l'AUM aggregato è stimato a 502 miliardi di dollari¹⁶, i portafogli individuali degli investitori variano ampiamente in termini di dimensioni. Considerando che l'investitore medio AUM è di 29 milioni di dollari, la media è di 452 milioni di dollari, indicando che mentre la maggior parte delle organizzazioni sono relativamente piccole, diversi investitori gestiscono portafogli di investimento a impatto molto grandi.

Complessivamente, i gestori patrimoniali rappresentano circa il 50% dell'AUM stimato, provando il fatto che molti investitori ad impatto scelgono di investire i capitali attraverso gestori specializzati. Questi includono gestori di diverse tipologie, come quelli che investono in capitale di rischio, private equity, reddito fisso, beni reali e azioni pubbliche.

I DFI¹⁷ rappresentano poco più di un quarto dell'Asset Under Management totale.

Altri includono banche, fondi pensione, assicurazioni, fondazioni e family office.

I settori dove gli investitori ad impatto scelgono di investire sono molteplici: il 15% investe in energia, il 13% in microfinanza, l'11% in altri servizi finanziari e il resto in settori che variano come quello immobiliare, sanitario e delle infrastrutture.

È stata condotta un'indagine biennale¹⁸ riguardo la crescita delle manovre di investimento maggiormente sostenibili e responsabili. Il risultato mostra come, nell'area geografica interessata (Vecchio Continente), gli SRI sono ormai un elemento fondamentale nella gestione dei fondi del territorio europeo.

¹⁵ AUM: Asset under management, termine finanziario che designa il valore di mercato di tutti i fondi gestiti da un'istituto finanziario per conto dei suoi investitori o clienti. Indice ampiamente utilizzato nel settore finanziario, rappresenta l'importo per il quale un'istituto finanziario ha il diritto legale di richiedere spese di gestione o consulenza in base ad un contratto specifico concordato con un cliente.

¹⁶ Fonte: GIIN

¹⁷ DFI: development finance institutions, istituto finanziario che fornisce capitale di rischio per progetti di sviluppo economico su base non commerciale.

¹⁸ Consultato su: ottava edizione di Eurosif Market Study 2018.

Negli ultimi 6 anni¹⁹, in Europa, l'impact investing è cresciuto del 52% con un patrimonio che tocca 108 miliardi di euro (nel 2013 solamente 20 miliardi di euro).

2.2 Strumenti finanziari etici

2.2.1 Fondi di investimento

Possiamo suddividere gli investimenti dei fondi ad impatto in due macrocategorie:

- Investimenti diretti: investimenti in organizzazioni che hanno un forte impatto sull'ambiente sociale
- Investimenti indiretti: investimenti in fondi o titoli che sponsorizzano organizzazioni a forte impatto ambientale.

La strategia di investimento di questi fondi deve avere come caratteristica principale quella di generare effetti positivi sotto il profilo ambientale e sociale, attraverso una metodologia analitica coerente e trasparente.

Di conseguenza, alcuni fondi vengono esclusi a priori come ad esempio un fondo che investe in valute non verrà considerato un fondo "impact". L'impact investing include la misurazione di risultati adeguatamente comunicati a investitori, tramite uno strumento definito report di impatto. La composizione di un portafoglio non può prescindere dall'analisi dei parametri finanziari tradizionali come il rischio, il rendimento e la liquidità.

La volontà dei fondi etici, come precedentemente spiegato, è quella di conciliare la tradizionale logica del profitto con la responsabilità sociale-ambientale. Affinché questo sia possibile, è necessario sostenere oneri aggiuntivi quali:

- Costi di transazione iniziali di esclusione e di "targeting" per titoli selezionati (oltre ai tradizionali costi di transazione imposti dal mercato);
- Costi pluriennali legati alle commissioni di gestione (il costo anche della ricerca di società etiche rende più complicato e oneroso il compito di gestione dei fondi);
- Aumento del rischio e tutto ciò che riguarda la diminuzione di opportunità di investimento e diversificazione.

Per questa motivazione è fondamentale che, secondo il principio di trasparenza, l'investitore-risparmiatore venga informato in maniera preventiva sulle caratteristiche del portafoglio del gestore e i vincoli morali che il gestore del fondo di investimento etico si autoimpone.

Pertanto, ai fini della selezione, l'investitore socialmente responsabile dovrebbe essere in grado di valutare se la visione etica del fondo rispecchia ed è coerente con la propria visione dell'etica. Per un

¹⁹ Consultato su: Eurosif, European SRI Study 2018

maggior controllo, alcune società di gestione hanno istituito un “comitato etico” che ha il compito di sorvegliare le decisioni del fondo orientate all’etica e alla responsabilità d’impresa.

Le iniziative etiche hanno inoltre consentito una maggiore fidelizzazione dei clienti. La partecipazione attiva per le azioni di famiglie ha portato alla creazione di notevoli strumenti di valutazione della performance di sostenibilità delle aziende, indicatori di etica del mercato azionario.

Questi indici²⁰ riclassificano quelli tradizionali utilizzati da gestori e investitori come benchmark attraverso l’utilizzo di criteri ambientali e sociali.

Solo il titolo emesso da una società che integra il perseguimento del profitto con la tutela della collettività ha diritto a far parte di questi indicatori.

Confrontando l’andamento degli indicatori etici nel medio-lungo termine con quello degli indici generali di borsa è possibile comprendere la performance delle imprese socialmente responsabili rispetto a quella delle altre imprese.

Tuttavia, gli indicatori etici potrebbero presentare alcuni limiti: le aziende sono selezionate considerando la visibilità e la trasparenza con cui affrontano i temi socio-ambientali e non all’effettivo contenuto dell’attività (questo genera difficoltà nel distinguere il valore creato dall’effettivo impegno piuttosto che quello attribuibile alla politica di comunicazione); l’assenza di lunghe serie di dati ostacola la depurazione del trend dell’indice da componenti cicliche e contingenti.

Per concludere, i fondi etici non solo forniscono buone prospettive di profitto, ma contribuiscono allo sviluppo del senso sociale e incoraggiano pratiche commerciali sostenibili. Il fondo, fedele alla propria filosofia di investimento diretto a beneficio della collettività, seleziona aziende con vantaggi economici e sociali.

²⁰ Gli indici etici, utilizzano, con lo scopo di sintetizzare l’andamento in borsa delle azioni di società considerate socialmente responsabili, criteri negativi per escludere dall’indice le azioni di società che presentano caratteristiche indesiderate sotto il profilo etico (settore del tabacco) e criteri di selezioni con il fine di individuare imprese che si distinguono per la loro responsabilità sociale.

2.2.2 Social bond

Un ulteriore strumento di impact investing è rappresentato dai social bond; tramite i proventi di questa obbligazione vengono finanziati, totalmente o parzialmente, progetti con un significativo interesse sociale. Sono simili ai green bond, ma si differenziano perché le somme raccolte nei social bond vengono investite per attività ad impatto sociale, mentre per i secondi vengono investite in progetti ad ambito ambientale.

È uno strumento attraverso il quale l'investitore può combinare obiettivi economici con programmi che creano valore aggiunto per la società in generale, assicurando all'investimento un commisurato ritorno sia in termini monetari che morali. I beneficiari finali di questo genere di obbligazione, ovvero la popolazione target, sono principalmente persone in condizioni difficili (disabilità motorie), le comunità che vivono in situazioni di estrema povertà, i disoccupati ed altri ancora.

I social bond si prestano a finanziare progetti come l'accesso ai servizi essenziali (salute), la sicurezza, l'igiene alimentare, le infrastrutture di base, l'inclusione finanziaria e l'occupazione.

Affinché lo sviluppo di questo tipo di obbligazione sia costante, sono stati introdotti nel 2007²¹ i social bond principles (SBP), con la finalità di promuovere pratiche che favoriscano la trasparenza.

Gli SBP si concentrano fondamentalmente su quattro questioni: la destinazione dei proventi, il processo di valutazione e selezione dei progetti, la gestione dei ricavi e la rendicontazione.

Per quanto riguarda la destinazione dei proventi, le entrate che derivano dalle emissioni di social bond devono essere utilizzate per finanziare programmi ad impatto sociale positivo e una descrizione specifica e dettagliata del progetto dovrebbe essere all'interno della documentazione che fa riferimento al titolo.

Il processo di valutazione e selezione disciplina come gli emittenti debbano informare gli obbligazionisti degli obiettivi sociali che intendono raggiungere, del processo adottato per la selezione dei progetti in linea con gli obiettivi sociali, i criteri di selezione impiegati e, qualora siano utilizzati eventualmente, i criteri di esclusione.

I proventi netti delle obbligazioni in questione devono essere depositati in un conto dedicato in modo tale che possano essere monitorati dall'emittente, garantendo così la massima trasparenza, mentre i guadagni temporanei non investiti dovrebbero essere giustificati agli investitori. I social bond principles raccomandano, nella gestione dei ricavi, l'integrazione di una revisione esterna.

²¹ SBP, Social Bond Principles, introdotti nel 2007 da L'International Capital Market Association (ICMA), sono parametri comuni ad adesione volontaria, che pongono l'obiettivo di favorire lo sviluppo di queste obbligazioni.

Gli enti emittenti, per informare gli investitori sullo stato di avanzamento dei progetti finanziati, devono fornire e aggiornare costantemente i dati relativi all'utilizzo degli utili e rendere disponibile l'elenco dei progetti con relativa descrizione, l'ammontare delle somme stanziare e gli impatti attesi.

Sono quattro le tipologie di social bond che si differenziano tra loro per garanzie esistenti e struttura:

- “*Standard Social Use of Proceeds Bond*”: definite come obbligazioni standard ma in linea ai SBP;
- “*Social Revenue Bond*”: titolo di debito pro-soluto (nessun ricorso all'emittente) coerente ai Social Bond Principles, dove il rischio di credito di un prestito obbligazionario è correlato solo ai flussi di cassa derivati dalle entrate, commissioni e imposte;
- “*Social Securitised and covered Bond*”: obbligazioni soggette a SBP e garantite da uno o più specifici progetti sociali, per i quali la principale fonte di rimborso è rappresentata dal flusso di cassa delle attività;
- “*Social Project Bond*”: obbligazioni in linea ai Social Bond Principles, sono emesse per uno o più progetti sociali per i quali l'investitore si assume direttamente il rischio, con o senza il potenziale ricorso all'emittente.

In Italia, Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. è il principale emittente social italiano e uno dei primi sul mercato europeo. Dal 2017²², anno della prima emissione social di CDP, sono state effettuate emissioni per un totale complessivo di oltre 4,5 miliardi di euro. Nell'ambito del Piano Strategico 2022-2024, CDP ha intenzione di mantenere un ruolo determinante per lo sviluppo sostenibile e la crescita del Paese e conseguire significativi impatti economici, sociali e ambientali, sostenendo in maniera costante i territori e le imprese.

²² Consultato su: https://www.cdp.it/resources/cms/documents/20220628_CDP_Social_Bond_Report_2022_ITA.pdf

2.2.3 Green bond

I *green bond* sono uno degli strumenti finanziari obbligazionari più importanti e diffusi dell'impact investing: sono titoli di debito caratterizzati da cedole, duration, scadenza e il prezzo di emissione è derivato direttamente dalla corrispondenza tra domanda e offerta rappresentata dal mercato.

Tra i diversi e molteplici strumenti, il *green bond* è uno di quelli che ha attirato più attenzione, in quanto risulta essere il mezzo più idoneo per far sì che i capitali privati svolgano un ruolo attivo nel passaggio da un'economia tradizionale ad una più sostenibile. Come del resto tutte le obbligazioni, rappresentano essenzialmente un accordo tra parti in cui gli emittenti ricevono fondi prestati dagli investitori ad un tasso concordato e successivamente tali fondi devono essere restituiti agli investitori dopo un determinato periodo di tempo. Il rischio insito in tali obbligazioni è come quello presente nelle obbligazioni tradizionali; la differenza sostanziale tra i due tipi di obbligazioni risiede nel fatto che questa tipologia di titoli di debito è legata a progetti che hanno un impatto positivo sull'ambiente: un prodotto finanziario creato appositamente per gli investimenti indirizzati a perseguire l'adattamento ai cambiamenti climatici.

La società o l'emittente si impegna a sostenere un progetto con un impatto positivo sull'ambiente, nell'ambito delle operazioni del progetto e ottiene i mezzi finanziari necessari per questo particolare programma tramite l'emissione delle "obbligazioni verdi". I progetti citati sono quelli relativi, ad esempio, alla prevenzione e/o al controllo dell'inquinamento, come la produzione di energia rinnovabile, l'efficienza energetica, la purificazione dell'acqua, la gestione sostenibile dei rifiuti, la tutela della biodiversità, la costruzione di infrastrutture per i trasporti sostenibili e altri ancora. I green bond rappresentano quindi uno strumento finanziario in grado di convogliare la disponibilità di capitale in attività che supportano la transizione verso un'economia meno inquinante e rispettosa dell'ambiente.

Tuttavia, al momento non esiste una definizione universalmente riconosciuta del termine "green", quindi non è chiaro quali attività possano essere considerate sostenibili dal punto di vista ambientale e rientrino nell'ambito dei green bond. L'incertezza sugli asset è anche legata al rischio di "greenwashing" da parte degli emittenti; ovvero una strategia di comunicazione volta a rafforzare la reputazione di un'azienda, attraverso l'uso frequente di riferimenti ambientali nella comunicazione istituzionale e di prodotto, non supportata però, da risultati concreti e affidabili per il miglioramento dei processi produttivi applicati o dei prodotti realizzati.

Anche per quanto riguarda i green bond, i partecipanti al mercato hanno stabilito delle linee guida comuni per cercare di standardizzare in maniera internazionale questo tipo di obbligazioni. Lo standard comunemente utilizzato è quello pubblicato dall'International Capital Market Association (come per i Social bond): i Green Bond Principles (GBP). Come per i Social Bond Principles, si focalizzano su quattro questioni.

Le entrate che derivano dalle emissioni di obbligazioni verdi devono essere utilizzate unicamente per il finanziamento di programmi ad impatto ambientale positivo e anche qui è necessario allegare una descrizione dettagliata del progetto scelto alla documentazione del titolo.

L'emittente dovrà dichiarare se il progetto rientra tra i progetti designati per i green bond, i criteri di selezione utilizzati e gli obiettivi di sostenibilità ambientale. I GBP raccomandano inoltre di integrare la valutazione e la selezione del progetto con la valutazione esterna per aumentare la credibilità del progetto.

I proventi netti delle obbligazioni in questione devono essere depositati in un conto dedicato per garantirne la tracciabilità, garantendo così la massima trasparenza, mentre i ricavi che temporaneamente non sono investiti in progetti devono essere giustificati agli investitori.

Gli enti emittenti, come per i SBP, per tenere aggiornati gli investitori sullo sviluppo dei progetti finanziari, dovrebbero rendere disponibili i rapporti contenenti i dati sull'utilizzo delle entrate e l'elenco dei progetti finanziati, con le descrizioni dei progetti, i dettagli degli importi stanziati e l'impatto previsto.

Come per i Social Bond, possiamo definire quattro tipologie di obbligazioni con le stesse caratteristiche sopra evidenziate, ma ovviamente differenti per la tipologia di impatto apportato: “*Standard Green Use of Proceeds Bond*”, “*Green Revenue Bond*”, “*Green Project Bond*” e “*Green Securitised Bond*”.

Le emissioni sul mercato dei green bond nel 2017 hanno superato i 150 miliardi di dollari²³, con un leggero rallentamento nella crescita durante il 2018 a causa dell'aumento dei tassi di interesse. Nell'ultimo decennio si sono sviluppati in maniera significativa. La prima emissione per quanto riguarda questo tipo di obbligazione è stata effettuata dalla Banca Europea degli Investimenti, seguita poi nel 2008 dalla Banca Mondiale. Il successo del green bond fu immediato e gli investitori furono subito propensi a investire direttamente in progetti di sostenibilità sociale. Nel 2020 il mercato dei green bond è cresciuto di ulteriori 120 miliardi di nuove emissioni²⁴.

Nel momento in cui sarà presente uniformità di definizione dei green bond e un'attenta valutazione (possibilmente con riferimenti specifici), queste obbligazioni avranno un ulteriore potenziale di crescita e trasparenza, aumentando la diversificazione geografica e creditizia, nonché un aumento di interesse da parte del pubblico degli investitori e probabilmente saranno viste come un'attività strategica all'interno di un portafoglio obbligazionario.

²³ Dati consultati su: <https://www.itinerariprevidenziali.it/site/home/ilpunto/finanza/green-piece-nascita-e-evoluzione-dei-green-bond.html>

²⁴ Bank of America Merrill Lynch. 2015. Climate Capital – Global Green Bonds Primer.

2.2.4 Obbligazioni ad impatto sociale

I Social impact Bond sono strumenti innovativi di investimento ad impatto; sono chiamate obbligazioni “*pay by results*” o “*pay for success bond*”. Garantiscono la remunerazione solo se l’impatto sociale pianificato del progetto viene effettivamente raggiunto. Pertanto, è molto importante rilevare l’impatto generato in maniera accurata, trasparente e completa per proteggere l’emittente e l’investitore; il primo per remunerare nella corretta misura gli investitori, i secondi per essere incoraggiati ad investire in questi strumenti finanziari. La maggior parte dei progetti finanziati affronta complesse questioni sociali come il sostegno all’integrazione, il reinsediamento e il reinserimento dei giovani senz’atto e dei giovani detenuti.

Questa tipologia di obbligazioni ha attirato molta attenzione successivamente alla crisi finanziaria. Sono state implementate in numerosi paesi in quanto sembrano essere una proposta interessante per il finanziamento della fornitura di servizi sociali. Rimangono però uno strumento finanziario abbastanza nuovo che mira all’impatto sociale con prove limitate riguardo ai risultati.

Pertanto, essendo strumenti finanziari complessi, sono necessarie ulteriori analisi al fine di sviluppare una solida base. Coinvolgono più stakeholders provenienti da diversi settori. Tempo, competenza tecnica e impegno nella collaborazione sono indispensabili per costituire una SIB (Social Impact Bond). Fino ad ora si sono rivelati strumenti costosi, con significativi costi di transazione.

Tuttavia, si prevede che questi ultimi diminuiranno man mano che si svilupperanno più SIB e vi sarà un processo semplificato per crearli. Una progettazione metodologica rigorosa per identificare risultati sociali misurabili e gruppi target appropriati è fondamentale per evitare effetti negativi. Una valutazione indipendente e solida potrebbe avvantaggiare tutte le parti interessate in quanto può identificare cosa funziona bene nei Social Impact Bond e cosa no.

Sono state introdotte per la prima volta nel 2010 nel Regno Unito²⁵ per sostenere il reinserimento dei prigionieri dalla prigione di Peterborough con l’obiettivo di ridurre il tasso di recidiva. In questo caso la recidiva è diminuita del 9% dall’obiettivo prefissato del 7,5%: ai 17 investitori la pubblica amministrazione ha reso il capitale inizialmente investito, con una maggiorazione del 3% per ogni anno di finanziamento. Altri esempi importanti includono: il primo SIB finanziato dall’UE per facilitare l’integrazione sociale e l’ingresso dei rifugiati nel mercato del lavoro in Finlandia (2017); Progetto italiano avviato da Fondazione CRT e Fondazione Umana per il reinserimento sociale e professionale dei detenuti a Torino (2017).

²⁵ Dati consultati su: <https://investiresponsabilmente.it/glossario/social-impact-bond-pay-by-results/>

2.3 Analisi dell'andamento di mercato tra fondi ESG, SRI e impact investing

Nell'ultimo decennio il desiderio morale da parte degli investitori è diventato particolarmente evidente. Come spiegato in precedenza, tre stili di investimento soddisfano questo obiettivo: ambientale, sociale e di governance (ESG); investimenti socialmente responsabili (SRI) e investimenti a impatto (impact investing).

In Italia, l'87% della popolazione²⁸, afferma di sapere e di essere informato sul tema della sostenibilità: il 26,2% ritiene di avere una conoscenza molto precisa, mentre il restante 60,8% per grandi linee. Sta crescendo la convinzione che la sostenibilità non sia solo un grande problema di società, ma qualcosa di concreto da realizzare, per evitare grandi problemi in futuro. Per gran parte degli italiani (76,6%), se ambiente e società si degradano, avranno un'incidenza direttamente proporzionale anche su risparmi e investimenti. Per questo il 63,9% ritiene che gli investimenti ESG, siano un'opportunità per investire al meglio i propri risparmi e mettere in pratica i valori in cui si crede. Tra le priorità dei fattori ESG, ambiente, sociale e governance, gli italiani richiamano molto di più la dimensione ambientale (52,1%), seguita da quella sociale (26,2%) e della governance (21,7%).

Per far sì che l'acquisto dei prodotti ESG aumenti, la maggior parte degli italiani (84,6%) sostiene che dovrebbero essere presenti a livello europeo regole, marchi, che consentano agli investitori di identificare velocemente e in maniera trasparente gli investimenti ESG. Gran parte della popolazione ritiene che la diffusione degli strumenti di finanza sostenibile sarebbero favoriti dall'introduzione di benefici fiscali (agevolazioni o incentivi) e dalla penalizzazione ad aziende e fondi che non rispettano le finalità ambientali e sociali, con la possibilità di poter disinvestire subito.

Le obbligazioni sostenibili in Italia sono il 57% dei nuovi collocamenti da inizio anno. Una crescita del 24% rispetto allo scorso anno, trend che si conferma anche a livello europeo, ma con numeri più contenuti dal momento che la quota di Bond ESG emessi da corporate rappresentano il 47% del totale dei bond collocati da inizio anno. I prodotti ESG sono sempre più presenti nei portafogli delle reti di consulenti finanziari italiani. Dall'attuale percentuale del 15-20% di strumenti in linea ai temi ESG, si passerà a quota 35-40% entro il 2025, questo perché il sustainable investing rappresenta una priorità per i prossimi anni. Quasi tutti gli operatori stanno intraprendendo innumerevoli iniziative per incoraggiare la penetrazione dei prodotti di investimento ESG nei loro portafogli azionari e sensibilizzare gli investitori sui temi della sostenibilità.

Secondo lo studio reso noto dalla Fondazione Social Venture Giordano Dell'Amore²⁹, il mercato italiano "strictly impact", da i soli 46 milioni di euro nel 2017 ha raggiunto l'importo di 109 milioni di euro nel 2020 con una crescita del 137% con un possibile incremento del 60% del capitale disponibile per gli

²⁸ Dati presi da: secondo rapporto Censis-Assogestioni 15 Settembre 2021

²⁹ Consultato su: ilsole24ore, "Impact investing, il mercato italiano raddoppiato in 4 anni" 10 maggio 2021

investimenti a impatto sociale e ambientale. L'indagine rileva che gli investimenti annui dal 2017 al 2020, sono passati da 9 a 39 all'anno, mentre per quanto riguarda l'ammontare investito annualmente ha raggiunto i 13 milioni nel 2020 rispetto ai soli 6,5 milioni nel 2017. In Italia sono ancora pochi gli investitori, ma con una quantità sempre maggiore di capitale disponibile, che operano secondo una stretta logica di impatto; differente da quella degli investimenti ESG o SRI e favorisce gli investimenti ad un pubblico il cui obiettivo dichiarato è avere un impatto misurabile, predeterminato e che costituisca una parte integrante del modello di business. Questo approccio ha un elevato potenziale di trasformazione e si auspica che l'investimento a impatto possa essere sostenibile nel tempo.

Gli investimenti al 31 Dicembre 2020, da parte della Fondazione Social Venture Giordano Dell'Amore, ammontano complessivamente a 6 milioni di euro ripartiti in 17 iniziative: 2,5 milioni rispettivamente in 4 fondi di investimenti a impatto, 3,5 milioni in 8 imprese e 5 start-up.

CAPITOLO 3:

CONFRONTO FRA I RENDIMENTI DI FONDI ESG E INDICI AZIONARI

3.1 Background

La crisi del 2008 con il seguente crollo dei mercati finanziari hanno stimolato la nascita di una nuova consapevolezza in merito a finanza etica e ai temi CSR. Per comprendere meglio l'evoluzione dell'interesse da parte degli investitori, è necessario considerare in principio l'importanza delle diverse società di rating, le quali costituiscono lo strumento principale per l'orientamento degli investitori nella scelta di titoli sostenibili.

Di pari passo, i fondi di investimento più rilevanti hanno pubblicamente annunciato nuove sfide inerenti la finanza sostenibile, con l'impegno di investire in strumenti finanziari capaci di generare un rendimento finanziario e al contempo rispettando la sfera ESG.

L'affidabilità di numerosi indicatori di sostenibilità e l'esposizione di player importanti nel panorama finanziario mondiale hanno portato all'affermazione sempre più estesa degli investimenti sostenibili, ovviando con il tempo anche il tema più dibattuto tra gli investitori, ovvero ad un possibile trade-off tra il rendimento ed una scelta sostenibile, riuscendo quindi a conciliare una visione finanziaria con quella personale e valoriale.

A questo punto storico del processo di sviluppo dei mercati sostenibili, è ragionevole elaborare un quadro di sintesi generale delle loro performance finanziarie.

3.2 Scopo

Si analizzerà la potenziale redditività degli investimenti sostenibili, che tengano conto degli standard ESG e qualificabili nella categoria SRI, ovvero *Socially Responsible Investment*, che consistono nella pratica di “integrare criteri sociali, ambientali o etici nelle decisioni di investimento finanziario³⁰”

Il fine è quello di osservare se la sostenibilità etica sia in contrasto con il concetto di profittabilità finanziaria, o altresì, i due obiettivi di investimento siano complementari, e possano andare incorporati pienamente nelle strategie di investimento. A tal fine si effettua un’analisi delle performance storiche, utilizzata in ambito statistico-finanziario per osservare i rendimenti passati degli investimenti finanziari e, in alcuni casi, per provare a valutare la direzione di potenziali investimenti futuri.

Saranno utilizzate come variabili di riferimento due indici azionari, mettendo a confronto una strategia di investimento responsabile, rappresentata dall’indice azionario *MSCI World SRI*, contro una strategia di investimento bilanciata, rappresentata dall’indice azionario *MSCI World*, che non presenta il criterio della sostenibilità dell’investimento come punto di cardine nella scelta dei titoli del proprio paniere azionario.

3.3.1 Dati di input: *MSCI Global Indexes*

L’indice MSCI World è un indice di mercato azionario lanciato nel 1986, che è composto da titoli large e mid-cap presenti in 23 mercati sviluppati⁷³¹.

Tale indice è di riferimento per l’indice MSCI World SRI presente dal 2011, come conseguenza dell’evoluzione storica dei mercati finanziari, sempre più orientata al concetto di sostenibilità³². Questo indice è composto da società quotate nei mercati finanziari presenti nell’indice MSCI World, con la sostanziale differenza che ha un’esposizione delle società con eccellenti rating ambientali, sociali e di governance (ESG). Difatti, esso si rivolge ad un target di investitori interessati ad investimenti diversificati e fortemente orientati ad un profilo sostenibile, evitando al contempo società i cui prodotti hanno impatti sociali o ambientali negativi³³.

Prendendo in considerazione solo le migliori 360 società facenti parte dell’indice *parent* MSCI World, che complessivamente ad Agosto 2022 ne comprendeva 1516, esso è appositamente costruito

³⁰ Come definito da Cowton e Sandberg (2012). Tratto dalla *Encyclopedia of Applied Ethics, 2nd ed. Academic Press. pp. 142-151 (2012)*

³¹ Per maggiori informazioni si consulti il prospetto fornito da MSCI <https://www.msci.com/documents/10199/149ed7bc-316e-4b4c-8ea4-43fcb5bd6523>

³² Come elaborato su consulto del seguente prospetto MSCI: <https://www.msci.com/documents/10199/641712d5-6435-4b2d-9abb-84a53f6c00e4>

³³ Si faccia sempre riferimento al prospetto nota 32.

aggiungendo alle strategie di investimento dell'indice globale una serie di restrizioni classificabili come *variabili ESG*.

Tali restrizioni limitano la composizione dell'investimento creando un sottoinsieme rappresentativo di poco più del 20% dei titoli del MSCI World ma conferendo un oggettivo grado di sostenibilità all'aggregato.

La variabile ESG insita nell'indice MSCI World SRI è frutto “di un processo di selezione *Best-in-class* tra le società che compongono l'indice azionario globale composto da Paesi dei mercati sviluppati ed emergenti³⁴”. Tale processo prevede:

- in primo luogo, l'esclusione dei titoli di società con interessi nei settori riguardanti energia nucleare, tabacco, alcol, gioco d'azzardo, armi militari, armi da fuoco civili, OGM, carbone termico, combustibili fossili, e intrattenimento per adulti;
- successivamente, si applica un'ulteriore selezione Best-in-Class applicata ai restanti titoli idonei dell'universo di selezione;
- inoltre, l'indice MSCI World SRI è composto sulla base di pesi, settoriali e per paese, coerenti con quelli dell'indice MSCI World per evitare che aumenti il rischio sistematico a causa del processo di selezione ESG. Infatti, andando ad escludere più di 1200 titoli azionario, potrebbe incrementare tale rischio.

In conclusione, la metodologia mira a includere i titoli delle società con i rating MSCI ESG più elevati, e che rappresentino il 25% della capitalizzazione di mercato in ciascun settore e paese dell'universo di selezione.

In merito alla valutazione del coefficiente ESG si segnala che i criteri di oggettività sono dati dalle seguenti restrizioni:

- per quanto riguarda le società che non sono già componenti dell'indice MSCI World SRI, esse devono avere un MSCI ESG Rating superiore ad A e un punteggio *MSCI ESG Controversies*³⁵ pari o superiore a 4 per essere idonee ed entrare a farne parte;
- mentre, gli attuali componenti dell'indice MSCI World SRI devono avere un MSCI ESG Rating pari o superiore a BB e un punteggio MSCI ESG Controversies pari o superiore a 1 per essere idonei.

L'indice è infine ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante.

³⁴ Si faccia riferimento al prospetto consultato in nota 32 nella parte di *INDEX FRAMEWORK*, Pag. 4.

³⁵ Per maggiore dettaglio su tali criteri si veda la metodologia aggiornata ad Ottobre 2021

https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_QSE_20_ESG_Index_Methodology_Oct2021.pdf

3.3.2 Dati di input: determinazione degli indici

La scelta di due indici azionari di natura globale, predisposti entrambi dal provider MSCI, permette di circoscrivere meglio l'analisi al solo tema della sostenibilità finanziaria, escludendo alcuni elementi di mercato che, al fine della comparazione delle performance finanziarie, avrebbero potuto inficiare nell'interpretazione dei risultati finali.

1. In primo luogo, la scelta di utilizzare degli indici permette l'eliminazione di eventuali effetti idiosincratici derivanti dal rendimento di un singolo titolo³⁶, che potrebbero deviare da una valutazione oggettiva dei risultati;
- in secondo luogo, la scelta di misurare solo rendimenti di natura azionaria semplifica l'analisi con riferimento alla tipologia dell'investimento (asset class), e fornisce maggiore comparabilità fra le due variabili;
- inoltre, la globalità degli indici MSCI, elimina il cosiddetto rischio paese³⁷ dagli aspetti da tenere in considerazione per la valutazione dei rendimenti, in quanto la presenza in entrambi panieri azionari di investimenti e il rischio di concentrazione settoriale³⁸, che impatterebbe positivamente o negativamente sui rendimenti sulla base dei risultati del settore.
- Infine, la scelta di un unico provider di reputazione mondiale quale MSCI è utile per evitare eventuali scostamenti in termini di rendimenti giornalieri e per avere la certezza che i due panieri seguano logiche omogenee di inclusione. Ossia, che MSCI utilizzi, per eliminare i rischi sopracitati (i.e. idiosincratico, di settore, di paese) lo stesso logica dell'universo di selezione.

³⁶ Si rimanda in merito all'impatto dei singoli titoli sulle performance di portafoglio ai seguenti paper di riferimento: Ang, Andrew, Robert J. Hodrick, Yuhang Xing, and Xiaoyan Zhang. "High idiosyncratic volatility and low returns: International and further US evidence." *Journal of Financial Economics* 91, no. 1 (2009): 1-23. E Bali, Turan G., and Nusret Cakici. "Idiosyncratic volatility and the cross section of expected returns." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43, no. 1 (2008): 29-58.

³⁷ Si rimanda in merito alla componente di rischio paese sulle performance di portafoglio ai seguenti paper di riferimento: Meldrum, Duncan. "Country risk and foreign direct investment." *Business economics* 35, no. 1 (2000): 33-40, Vij, Madhu. "The determinants of country risk analysis: An empirical approach." *Journal of Management Research* 5, no. 1 (2005): 20, Eaton, Jonathan, Mark Gersovitz, and Joseph E. Stiglitz. "The pure theory of country risk." *European Economic Review* 30, no. 3 (1986): 481-513.

³⁸ Si rimanda in merito alla componente di rischio di concentrazione sulle performance di portafoglio al seguenti paper di riferimento: Grippa, Pierpaolo, and Lucyna Gornicka. *Measuring concentration risk-A partial portfolio approach*. International Monetary Fund, 2016.

3.3.3 Dati di input: orizzonte temporale

Per fornire una valutazione oggettiva in merito alla redditività di un portafoglio di investimenti sostenibile risulta essere elemento essenziale la scelta dell'orizzonte temporale di riferimento.

Esso deve essere adeguatamente dettagliato in termini di profondità del campione, ma allo stesso tempo non rispecchiare una finestra temporale che incorpori una serie di variabili di mercato non relative al mero tema della sostenibilità come criterio di scelta degli investimenti.

Per soddisfare entrambi gli aspetti descritti, si è scelto di analizzare i rendimenti dei due indici per due finestre temporali differenti.

Sulla base di queste considerazioni, valuterà le performance dei due indici, fornendo valutazioni diverse sulla base dei due archi temporali individuati.

- **Grafico I: Analisi dei rendimenti MSCI World vs MSCI World SRI (2016-2022).**

La scelta di un orizzonte temporale maggiore di 5 anni permette di sviluppare un'analisi più dettagliata dei rendimenti di medio-lungo termine dell'indice MSCI World SRI e di misurarne la costanza di eventuali extra-rendimenti rispetto al benchmark del mercato azionario globale MSCI World.

Inoltre, incorporando tutti gli eventi di mercato del periodo (momenti di crescita, di recessione economica, la pandemia Covid-19), permette di vedere la reazione dei due indici a tali eventi.

- **Grafico II: Analisi dei rendimenti MSCI World vs MSCI World SRI (2021-2022)**

La scelta dell'ultimo biennio disponibile, invece, è atta ad isolare il recente rendimento dell'indice MSCI World SRI, di modo da escludere dalla valutazione finali eventuali extra-rendimenti verificatisi in un decorso temporale avente condizioni di mercato ormai diverse da quelle attuali, e difficilmente replicabili nel futuro prossimo, come ad esempio, quelle del periodo pre-pandemico.

3.4 Ipotesi testata

Prima di osservare le performance dei due indici nell'arco temporale 2016-2022 e 2021-2022, è necessario definire l'ipotesi alla base dell'attività di analisi.

L'analisi ipotizza che l'indice MSCI World SRI, avente nelle sue strategie di investimento il criterio della sostenibilità³⁹ abbia mantenuto un rendimento maggiore o uguale dell'Indice MSCI World, non include la componente etica nelle sue scelte di investimento.

Tale ipotesi nasce dal fatto che, a parità di criteri di investimento sottostanti nella scelta dei due panieri, l'attività di *screening* su base ESG, fatta per il solo indice SRI, potrebbe risultare essere una componente aggiuntiva di redditività.

Tale ipotesi si fonda sul fatto che l'introduzione della variabile ESG potrebbe portare a una diminuzione del rischio di sostenibilità per l'investitore, che può essere definito come “un evento o una condizione ambientale, sociale o di governance che, se si verificasse, potrebbe causare un impatto negativo materiale effettivo o potenziale sul valore degli investimenti⁴¹”.

L'analisi si serve della comparazione dei due indici MSCI in quanto, come affermato da Risalvato, Venezia e Maggio (2019) “questi indici sono un punto di riferimento per chi investe in fondi socialmente responsabili, in quanto consentono di confrontare la performance del fondo con l'andamento del mercato” e inoltre “il confronto tra indici etici e convenzionali, inoltre, permette di evidenziare la performance della finanza etica rispetto a quella tradizionale⁴²”.

³⁹ Andando ad escludere determinati settori che per loro natura, ad oggi, sono fuori dal perimetro dell'investimento etico, come osservato nella Sezione 3.2

⁴¹ Come definito dall'art. 2 del Regolamento (UE) 2019/2088.

⁴² Citazione da G. Risalvato, G. Venezia, F. Maggio; *Social Responsible Investments and Performance*, pag 3

3.5 MSCI Global Index vs MSCI Global SRI Index (2016-2022)

Il primo scenario mette in comparazione i rendimenti dell'indice MSCI Global e quelli dell'indice MSCI Global SRI per il periodo che va dal 1/1/2016 fino al 09/09/2022.

Il quadro dei dati è estratto da Bloomberg e focalizza la sua analisi sulla base del prezzo di chiusura 'Last Price'.



Figura 1 MSCI World SRI - MSCI World (2016-2022)

Possiamo osservare che nell'orizzonte temporale che va da Gennaio 2016 a Gennaio 2020 entrambi gli indici sono aumentati drasticamente di valore grazie alla costante crescita dell'economia mondiale. Infatti, il valore di mercato di entrambi è cresciuto di circa il 60% nel corso del quadriennio.

Al netto di alcuni scostamenti lievi, è evidenziabile come durante il periodo pre-pandemico i due indici replicassero le stesse performance annuali, come evidenziato in tabella, e graficamente dalla sovrapposizione lineare delle due curve.

Ciò è principalmente dovuto alla forte correlazione fra i due indici, ovvero la tendenza dell'indice MSCI SRI World di variare in funzione dell'indice MSCI World. La correlazione in questo caso è positiva date che entrambi si sono mossi nella stessa direzione. Tale effetto è ragionevolmente imputabile al fatto che l'indice MSCI World SRI è di fatto un sottoinsieme del MSCI World che coinvolge nelle sue logiche di investimento anche la componente etica, come discusso nei paragrafi precedenti.

ANNUAL PERFORMANCE (%) Year	MSCI World SRI	MSCI World
2016	8.36	8.15
2017	24.34	23.07
2018	-6.17	-8.20
2019	30.54	28.40
2020	20.48	16.50
2021	27.62	22.35

Dati analizzati sulla base delle serie storiche 2016-2022. Fonte: Bloomberg. Confermati dal prospetto MSCI World SRI (Agosto, 2022)

Tale effetto evidenzia un ulteriore aspetto rilevante per l'analisi: fino al verificarsi della pandemia, un investimento responsabile incorporante la variabile ESG, come l'MSCI SRI World, è stato in grado di produrre gli stessi risultati positivi ottenibili investendo nell'economia globale, rappresentata dall'indice MSCI World.

Pertanto, un investitore intento a incorporare l'aspetto della sostenibilità nel suo portafoglio può rilevare, a testimonianza storica, il fatto che l'investimento in un sottoinsieme ESG è stato in grado quantomeno di replicare i rendimenti di un paniere azionario globale, non avente criteri etici nella sua strategia.

Sulla base delle prime analisi dei due indici, si evidenzia come non sia presente una relazione negativa tra profittabilità dell'investimento e investimento responsabile.

Tuttavia, è altresì osservabile come la presenza di extra-rendimenti dell'indice MSCI SRI World rispetto all'indice MSCI World sia risibile, e dunque non vi sono sufficienti evidenze in questo orizzonte temporale per dimostrare che la componente etica sia stata un valore aggiunto per la profittabilità dell'indice.

Invece, per quanto concerne il secondo periodo esaminato da Gennaio 2020 ad oggi, è rilevabile come esso sia stato segnato dalla pandemia Covid-19, che ha generato un enorme calo del prezzo delle azioni di tutti i mercati globali e, di conseguenza, del rendimento dei due indici.

Lo scoppio della pandemia ha comportato un crollo immediato delle performance per entrambi gli indici, confermando il tema della correlazione positiva fra i due precedentemente discusso.

Tuttavia, dal grafico e della tabella riassuntiva dei risultati è osservabile come, dal periodo post-pandemico la reazione dell'indice MSCI World SRI sia stata migliore rispetto a quella dell'indice MSCI World.

Questo risultato fornisce un importante spunto a sostegno dell'ipotesi iniziale, in quanto è osservabile come, dopo anni di similarità in termini di rendimento, l'indice MSCI World SRI abbia avuto delle performance migliori nell'arco del periodo temporale influenzato dalla pandemia.

In sintesi a parità di criteri di selezione del paniere azionario, la sola aggiunta della variabile ESG a uno dei due panieri ha portato un extra-rendimento agli investitori responsabili rispetto a coloro che si sono affidati a una strategia bilanciata che non segue le logiche dell'investimento su base etico-finanziaria.

3.6 MSCI Global vs MSCI Global SRI (2021-2022)

È possibile analizzare i due indici in un'ottica più vicina alle attuali condizioni di mercato, e in ottica di futuro di breve-termine.



Il grafico confronta i rendimenti dei due indici per il biennio indicato.

In primo luogo, si conferma nuovamente la forte correlazione positiva fra i due indici, e permette a un investitore responsabile di unire le sue strategie di investimento aggiungendo la variabile ESG, senza allontanarsi dal proprio benchmark.

Secondariamente, è osservabile come l'indice MSCI World SRI abbia prodotto un extra-rendimento rispetto all'indice MSCI World, in particolare nell'arco temporale di Agosto 2021 - Maggio 2022, dove la sequenza di *over-performance* risulta essere quasi ininterrotta.

Tale periodo storico, dal punto di vista economico-finanziario, è stato fortemente segnato da elementi di instabilità globale in quanto, oltre alla persistente condizione di incertezza trainata dalla pandemia non ancora cessata, si evidenzia le difficoltà riscontrate dai mercati asiatici colpite dal fallimento del colosso finanziario Evergrande⁴³ e l'inizio del conflitto Russo-Ucraino⁴⁴.

In condizioni di instabilità come quelle sopracitate, si riscontra l'oggettivo extra-rendimento del sotto-aggregato ESG del MSCI World rispetto all'indice globale nella sua interezza.

Le ragioni di tale extra-performance trovano riscontro teorico nelle conclusioni di fine capitolo.

3.7 Conclusioni

I risultati ottenuti dall'analisi dei due indici MSCI World ed MSCI World SRI portano ulteriore sostegno a quanto pubblicato dallo *NYU Stern Center for Sustainable Business* in collaborazione con *Rockefeller Asset Management* nel periodo 2015-2020 in merito alla relazione positiva tra performance e criteri di sostenibilità⁴⁵.

Lo studio evidenzia evidenti correlazioni positive tra le performance ESG e l'efficienza operativa, la performance azionaria e il minor costo del capitale dell'investimento, attraverso l'analisi di più di mille paper accademici su tale fenomeno.

I benefici evidenziati dal paper, hanno portato alla crescita esponenziale degli investimenti ESG, spingendo la variabile della sostenibilità ad essere sempre più un driver delle decisioni di investimento, come dimostrato dall'erogazione di più di 80 miliardi di dollari di *commitment* da parte dei principali

⁴³ Si veda con riguardo al tema, per tutti, il seguente paper: D.Almeida, A. Dionísio, ME Haque and P.Ferreira *A Giant Falls: The Impact of Evergrande on Asian Stock Indexes*

⁴⁴ Consultato il seguente articolo: <https://www.bancagenerali.com/blog/mercati-finanziari-momenti-di-guerra>

⁴⁵ Si veda il seguente studio *Studio NYU Stern Center for Sustainable Business & Rockefeller Asset Management (2020)*

investitori istituzionali per integrare i processi d'investimento con le informazioni ESG, come riportato dall'OECD nei suoi report di settore⁴⁶.

Sempre gli studi della *NYU Stern Center* sono affermano che le società conformi agli standard di sostenibilità abbiano reagito positivamente alla pandemia Covid-19 rispetto al resto del mercato globale. Tale osservazione è stata confermata dall'analisi dei due indici MSCI.

Infatti, lo studio⁴⁷ presenta i risultati di alcuni paper relativi all'analisi della pandemia Covid-19 che rilevano come le società con un miglior ESG rating abbiano risposto meglio all'inizio della crisi, performando rendimenti azionari superiori dell'1,4-2,7% rispetto al resto del mercato.

Tale reazione viene confermata a distanza di quasi 2 anni dall'inizio della pandemia dall'analisi che la tesi sui due indici MSCI. Dato che, dal 2020, il sottoinsieme SRI ha mantenuto un extra-rendimento costante rispetto all'indice MSCI World.

Dal punto di vista delle sottostanti teoriche dietro questi extra-rendimenti, un recente studio Morningstar (2020) attribuisce probabilità di successo maggiori per un fondo sostenibile rispetto ad uno tradizionale data la loro capacità di sopravvivenza e over-performance⁴⁸.

Questo successo viene motivato secondo diversi vettori:

- Qualità delle aziende
- Minor volatilità
- Attenzione nei confronti di shareholder e stakeholder
- Bilanci solidi e vantaggio competitivo, generando resilienza in periodi di crisi

In merito all'ultimo punto, analizzando un confronto, contenuto nel citato studio di Morningstar, tra fondi sostenibili e tradizionali nel primo trimestre 2020, anche in questo caso emerge che durante il forte calo generato dai timori per la pandemia, i fondi sostenibili si sono comportati meglio di quelli tradizionali. Difatti i tassi di successo (eccetto quello degli azionari global large-cap growth) sono superiori in tutte le categorie esaminate⁴⁹.

Un altro tema interessante per avere un'analisi prospettica degli scenari futuri riguarda il tema delle commissioni: secondo recenti studi, è stato dimostrato che i fondi sostenibili addebitano in media commissioni inferiori rispetto a quelli tradizionali.

⁴⁶ Si veda il seguente studio *Studio NYU Stern Center for Sustainable Business & Rockefeller Asset Management (2020)*

⁴⁷ Su tutti si veda Cheema-Fox, Alex, Bridget R. LaPerla, George Serafeim, and Hui Wang. "Corporate resilience and response during COVID-19." (2020) a cui rimanda *NYU Stern Center for Sustainable Business & Rockefeller Asset Management (2020)*

⁴⁸ Come consultabile da: <https://www.morningstar.it/it/news/203396/fondi-sostenibili-vs-tradizionali-parlano-le-performance.aspx>

⁴⁹ Come consultabile dall'articolo in nota 48.

Questo fattore, sommato alla mole di investimenti mobilitati dall'UE per investimenti sostenibili, approssimativamente per un totale di circa 1000 miliardi, e al sempre più fondamentale capitale relazionale quale *intangibile asset*, confermeranno la tendenza crescente a conferire a portafogli sostenibili una maggiore resilienza⁵⁰.

Ad ultima testimonianza dell'importanza della sostenibilità nei parametri di scelta degli investimenti nel prossimo futuro, si rimanda alla lettera ai CEO pubblicata da BlackRock nel marzo 2021, dove vengono indicate le priorità di investimento del più grande Asset Manager dell'occidente.

A riguardo viene sottolineato come un'azienda debba creare valore per essere considerata utile da tutti i suoi stakeholder e quindi essere in grado di fornire valore a lungo termine ai suoi azionisti. Gli investimenti sostenibili hanno raggiunto i 4.000 miliardi di dollari e questo è solo l'inizio: il massiccio spostamento verso gli investimenti sostenibili è ancora in fase di accelerazione⁵¹.

⁵⁰ Come consultabile dall'articolo in nota 48.

⁵¹ Come consultabile da <https://www.blackrock.com/us/individual/2021-larry-fink-ceo-letter>

CONCLUSIONE

L'investimento sostenibile e responsabile è un settore della finanza che, negli ultimi anni, sta vivendo un aumento di popolarità; nel solo mercato statunitense, gli asset di gestione che adottano la strategia di investimento sostenibile sono cresciuti da 12 trilioni di dollari a 17 trilioni di dollari tra il 2018 e il 2020, e ora rappresentano circa un terzo dell'intero mercato.

La tesi offre una visione di questo campo della finanza, e in particolare, sull'integrazione ESG, la forma più diffusa di questo approccio d'investimento.

L'approccio utilizzato è stato quello di descrivere in maniera approfondita la finanza sostenibile, quella etica e l'*impact investing*.

I risultati ottenuti dopo il confronto e lo studio degli andamenti azionari rilevano come nel periodo tra il 2015 e il 2020 la presenza di correlazione positiva tra le performance ESG e l'efficacia operativa, la performance azionaria e il minor costo del capitale dell'investimento.

Analizzando i rendimenti finanziari, durante il periodo segnato dalla pandemia, il confronto tra fondi sostenibili e tradizionali, evidenzia come il comportamento dei fondi sostenibili sia stata migliore a livello di performance rispetto a quelli tradizionali.

Per gli investitori, ormai, il concetto di sostenibilità ha una relativa importanza nella scelta degli investimenti; negli ultimi anni i fattori ESG e tutto ciò che riguarda questo ramo della finanza sono diventati fondamentali per gli investitori e gestori di fondi di investimento.

Per fortuna, in molti dei casi, l'investitore non ricerca più solamente il profitto finanziario, ma investe i propri risparmi alla ricerca di un guadagno sia economico che sociale, attraverso tutto ciò che abbiamo descritto.

Bibliografia:

Adamo, R. (Ed.) (2009). *La finanza etica: principi, strumenti e finalità*. Edizioni scientifiche italiane.

Arjaliès D. L., 2010, *A social movement perspective on finance: how socially responsible investment mattered*, Journal of Business Ethics, 92 (57-78).

Assoprevidenza, Itinerari previdenziali, 2016, Investimenti a impatto sociale: analisi e opportunità.

- Aupperle K. E., Carroll A. B., Hatfield J. D., (1985), An Empirical Examination of the relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability, *Academy of Management*, 28 (2), 446-463.
- Barber B. M., Morse A., Yasuda A., 2016, Impact Investing, *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162-185.
- Big Society Capital, 2016, *Corporate social investment*, Press Release.
- Blasi, S., Caporin M., Fontini F., 2018, *A multidimensional analysis of the relationship between corporate social responsibility and firms' economic performance*, *Ecological Economics*, 147(218-229).
- Bonati, M. Bonaventura, P. Capelli, A. Del Santo, A. Gamba, L. Grassadonia, (2018) “*Investimenti ESG*”. Settembre.
- Cambridge Associates, 2015, *Impact investing index and benchmark statistics (Q1)*.
- Cambridge Associates, 2015, *Impact investing index and benchmark statistics (Q2)*.
- Cambridge Associates, 2015, *Impact investing index and benchmark statistics (Q3)*.
- Cambridge Associates, 2015, *Impact investing index and benchmark statistics (Q4)*.
- Cambridge Associates, 2016, *Impact investing index and benchmark statistics (Q1)*.
- Cambridge Associates, 2016, *Impact investing index and benchmark statistics (Q2)*.
- Cumming D., Johan S., 2007, *Socially responsible institutional investment in private equity*, *Journal of Business Ethics*, 75 (395-416).
- Dal Maso D. e Bartolomeo M., 2001, *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- D'Angerio, V. (2019), “*Finanza «sostenibile», gli italiani evitano il fai da te*”, Il Sole 24 ore. 22 Gennaio.
- European commission, 2016, *Environmental impact investment*.
- Eurosif, 2010, *European SRI study*.
- Eurosif, 2012, *European SRI study*.
- Eurosif, 2014, *European SRI study*.
- Eurosif, 2016, *European SRI study*.
- Forum per la Finanza Sostenibile, 2013, *Il risparmiatore responsabile*.
- Forum per la Finanza Sostenibile, Mefop, 2015, *Le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali*.
- Forum per la Finanza Sostenibile, CSR Manager Network, 2016, *Engagement su temi di sostenibilità. Le società quotate e il dialogo con gli investitori*.
- Forum per la Finanza Sostenibile, 2016, *Finanza sostenibile e cambiamento climatico*.
- Forum per la Finanza Sostenibile, 2017, *Finanza sostenibile e sviluppo locale*.
- Forum per la Finanza Sostenibile, 2017, *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*.
- Khorana, H. Servaes, (1999), “*The Determinants of Mutual Fund Starts*”, *The Review of Financial Studies* Winter, Vol. 12, No. 5, pp.1043–1074.

Lanzavecchia A. (a cura di), 2014, *Finanza aziendale e Finanza strategica*, USA: McGraw-Hill Create.

Morningstar Direct.

Vogel D. (2007). *The market for virtue. The potential and limits of corporate social responsibility*. Brookings Institution Press.

Sitografia:

Esgnews.

Disponibile da: <https://esgnews.it/>

Fondazione finanza etica, “*Terzo rapporto La finanza etica e sostenibile in Europa*”, prima edizione Febbraio 2020.

Disponibile da: <https://finanzaetica.info/wp-content/uploads/2020/02/2020-RAPPORTO-IT.pdf>

IX rapporto CSR in Italia (2021).

Disponibile da: <https://www.osservatoriosocialis.it/2021/02/19/ix-rapporto-csr-in-italia/>

Enciclopedia Treccani.

Disponibile da: <https://www.treccani.it/enciclopedia/finanza-etica/>

Etica SGR, “*Impact investing: che cos’è e come funziona*”.

Disponibile da: <https://www.eticasgr.com/storie/approfondimenti/impact-investing-cosa-e#:~:text=L'impact%20investing%20o%20investimento,puntano%20a%20generare%20un%20rendimento>

Online sim, Gruppo Ersel (2020), “*Investire a impatto*”.

Disponibile da: https://www.onlinesim.it/blog/pdf/Investire_a_impatto.pdf

Cassa depositi e prestiti “*Social Bond Report*” (2022).

Disponibile da: https://www.cdp.it/resources/cms/documents/20220628_CDP_Social_Bond_Report_2022_ITA.pdf

Regione Piemonte, “*Competitività Sostenibilità Responsabilità*”

Disponibile da: https://www.csрпиemonte.it/csr_istruzioni/02_perche.htm

MSCI World Index (USD).

Disponibile da: <https://www.msci.com/documents/10199/149ed7bc-316e-4b4c-8ea4-43fcb5bd6523>

Sara Silano. (2020), “*Fondi sostenibili vs tradizionali: parlano le performance*”.

Disponibile da: <https://www.morningstar.it/it/news/203396/fondi-sostenibili-vs-tradizionali-parlano-le-performance.aspx>