

Corso di laurea in
Economia e Finanza

Cattedra di Teoria e Gestione del portafoglio

Rendimento e rischio di investimenti
sostenibili in portafoglio
Analisi comparativa tra portafogli ESG e
portafogli tradizionali

PROF. BORRI NICOLA

RELATORE

PROF. MORELLI GIACOMO

CORRELATORE

GABRIELLI LORENZO
Matricola 751431

CANDIDATO

ANNO ACCADEMICO 2022-2023

“Qualcuno è seduto all’ombra oggi perché qualcuno ha piantato un albero molto tempo fa. I grandi investimenti richiedono tempo”. (Warren Buffett)

INDICE

INDICE	II
SIGLE E ABBREVIAZIONI.....	V
INTRODUZIONE	1
CAPITOLO I COS'È L'INVESTIMENTO SOSTENIBILE	4
I.1 Finanza etica e l'investimento sostenibile	4
I.2 Fattori ESG	5
I.2.1 <i>Pilastri dei Fattori ESG</i>	8
I.2.2 <i>Differenze tra Fattori ESG e indici SRI</i>	12
CAPITOLO II EVOLUZIONE E SITUAZIONE DELLA FINANZA SOSTENIBILE	15
II.1 Quadro storico dell'investimento sostenibile	15
II.2 Finanza sostenibile nel mondo	21
II.2.1 <i>Agenda 2030 e Accordo di Parigi</i>	32
II.3 Situazione europea	37
II.3.1 <i>Unione Europea</i>	38
II.3.2 <i>Obiettivi e criteri di eco sostenibilità europei</i>	40
II.4 Situazione Italiana.....	43
II.4.1 <i>Banca d'Italia – Carta degli investimenti sostenibili</i>	45
CAPITOLO III POLITICHE APPLICATE ALL'INVESTIMENTO SOSTENIBILE.....	48
III.1 Motivi che portano all'investimento sostenibile in portafoglio	48
III.2 Strategie di investimento sostenibile	62
III.2.1 <i>Cos'è "l'impact investing"</i>	66
III.2.2 <i>Screening negativo</i>	67
III.2.3 <i>Screening positivo</i>	68
III.2.4 <i>Engagement</i>	69
CAPITOLO IV INVESTIMENTO SOSTENIBILE E MERCATO	72
IV.1 Portafogli che investono in ETF con criteri ESG.....	73

IV.2 Cosa sono gli ETF tematici.....	77
IV.2.1 <i>ETF a gestione attiva e gestione passiva</i>	79
IV.2.2 <i>Vantaggi e svantaggi degli ETF</i>	82
IV.2.3 <i>Classificazione degli ETF</i>	85
IV.2.4 <i>Differenze e similitudini con gli ETF tradizionali</i>	89
IV.3 Come un ETF replica un indice	90
CAPITOLO V DA CHI E COME VENGONO VALUTATI GLI INVESTIMENTI	
SOSTENIBILI	93
V.1 Rating ESG.....	94
V.2 Agenzie di rating ESG	101
V.2.1 <i>MSCI ESG</i>	102
V.2.2 <i>Morningstar</i>	114
V.2.3 <i>S&P Global</i>	119
V.3 Vantaggi futuri per il rating ESG	132
V.3.1 <i>L'intelligenza artificiale nei rating di sostenibilità</i>	134
CAPITOLO VI PERFORMANCE FINANZIARIE	136
VI.1 Performance delle strategie di investimento sostenibile rispetto a quelle convenzionali.....	136
VI.2 Performance di portafogli azionari con investimenti sostenibili.....	142
VI.2.1 <i>Metodologia usata per costruire il portafoglio</i>	144
VI.2.2 <i>Scelta dei titoli da inserire nel portafoglio</i>	149
VI.2.3 <i>Costruzione del portafoglio</i>	151
VI.2.4 <i>Analisi risultati</i>	157
VI.3 Performance di portafogli azionari tradizionali	158
VI.3.1 <i>Metodologia usata per costruire il portafoglio</i>	159
VI.3.2 <i>Scelta dei titoli da inserire in portafoglio</i>	159
VI.3.3 <i>Costruzione del portafoglio</i>	162
VI.3.4 <i>Analisi risultati</i>	168
CAPITOLO VII RENDIMENTO DEI DUE PORTAFOGLI AZIONARI	170
VII.1 Confronto tra portafogli azionari sostenibili e portafogli azionari tradizionali	170
CONCLUSIONI	174
BIBLIOGRAFIA	177

1. Bibliografia ulteriore	177
2. Sitografia	182

SIGLE E ABBREVIAZIONI

Elenco delle sigle e delle abbreviazioni:

ESG	Environmental Social Governance
SRI	Sustainable and Responsible Investment
ETF	Exchange Traded Fund
ANASF	Associazione Nazionale Consulenti Finanziari
EUROSIF	European Sustainable Investment Forum
ESMA	European Securities and Markets Authority
UNGC	United Nation Global Compact
SDGs	Sustainable Development Goals
ILO	International Labour Organization
UNEP	United Nation Environmental Programme
LCA	Life Cycle Assessment
OCSE	Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico
UNCAC	United Nation Convention Against Corruption
MDGs	Millennium Development Goals
COP	Conference of Parties
UNFCCC	United Nation Framework Convention on Climate Change
ONU	Organizzazione delle Nazioni Unite
NCD	Nationally Determined Contributions
WCAS	World Climate Action Summit

GDA	Global Decarbonization Accelerator
HLEG	High-Level Expert Group
UE	Unione Europea
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive
NFRD	Non-Financial Reporting Directive
ESRS	European Sustainability Reporting Standards
EFRAG	European Financial Reporting Advisory Group
SISTAN	Sistema Statistico Nazionale
ISTAT	Istituto Nazionale di Statistica
SRD	Shareholder Right Directive
ONG	Organizzazione Non Governative
PRI	Principles for Responsible Investment
sfc	Shareholders for Change
AUM	Asset Under Management
UNPRI	United Nation – Principles for Responsible Investment
CAPM	Capital Asset Pricing Model
MSCI	Morgan Stanley Capital International
S&P	Standard & Poor's
CDS	Credit Default Swap
KPI	Key Performance Indicators
LCSP	Lowell Center for Sustainable Production
ESAP	European Single Access Point
GICS	Global Industry Classification Standard
WAKIS	Weighted Average Key Issue Score

CSA Corporate Sustainability Assessment

MSA Media and Stakeholders Analysis

CSR Corporate Social Responsibility

FTSE Financial Times Stock Exchange

INTRODUZIONE

Il tema della finanza etica, sostenibile e rivolta all'ambiente, è un argomento del tutto attuale a livello europeo ma soprattutto nel mondo. Il cambiamento climatico e la salvaguardia dell'ambiente hanno interessato, tra tutti il settore economico-finanziario in materia di investimenti sostenibili, che guardano ai criteri ESG (*Environmental, Social, Governance*) come a degli indicatori etici a tutela degli interessi del pianeta e della popolazione di tutto il mondo. L'idea al centro di questi fattori ESG è la seguente: le imprese hanno molte più possibilità di adattarsi e generare un reddito nel medio e lungo termine, quanto più riescono ad essere sostenibili, propositive ed innovative nei confronti della collettività e dell'ambiente in cui opera. Di conseguenza, l'analisi ESG si concentra sul modo in cui le aziende operano sui loro piani strategici e su come ciò influisce sulle loro performance di breve e medio – lungo termine.

Il seguente elaborato affronterà il tema della sostenibilità legato alla Finanza, attraverso l'analisi di investimenti basati sugli aspetti dei fattori ESG e sugli indici SRI (*Sustainable and Responsible Investment*), o indici socialmente responsabili, spiegandone anche le differenze nell'utilizzo e l'applicazione in portafogli tematici, che concentrano gli investimenti riguardanti specifici temi o tendenze sostenibili.

Nell'analisi degli investimenti sostenibili verranno trattati, il quadro storico e l'evoluzione geografica della tematica di finanza sostenibile, a livello nazionale, esaminando il Rapporto della Banca d'Italia, ed a livello europeo e globale con i rapporti ed i studi di EUROSIF (*European Sustainable Investment Forum*) riguardanti il clima ed i processi di investimento per operatori nei mercati azionari che operano in Europa. Queste analisi aiuteranno a chiarire come la finanza si è evoluta nell'arco dell'ultimo secolo, diventando sempre più presente nei nostri portafogli di investimento, specialmente tra gli investitori più giovani.

Le metodologie applicate a questo tipo di investimento saranno inquadrare grazie alle indagini svolte dall'associazione EUROSIF, per la promozione della sostenibilità attraverso i mercati finanziari, mostrando che oramai, l'uso delle informazioni legate all'ambiente è una pratica comunemente usata durante i processi di investimento, variandone solamente l'ampiezza e la profondità della sua integrazione nelle decisioni di investimento. Tra le strategie più utilizzate per integrare le informazioni climatiche nei processi di investimento, sono presenti gli *screening* (positivi e negativi) e le valutazioni degli investitori, basate sulle emissioni di gas serra e sulle informazioni generali del clima. Svariate possono essere le motivazioni che portano un investitore ad aggiungere al suo portafoglio investimenti dei strumenti finanziari sostenibili, come ad esempio quella di evitare perdite finanziarie dovute ad attività di imprese poco virtuose nell'ambito della salvaguardia dell'ambiente, mentre imprese con atteggiamenti più responsabili otterranno un aumento della propria competitività di mercato, dovendo fare meno sforzi per adeguarsi agli standard nazionali ed europei di sostenibilità; oppure semplicemente investendo a favore dell'ambiente secondo i propri principi, ed accettando anche un rendimento inferiore ad altri tipi di investimento.

All'interno del mercato esistono moltissime possibilità per investire in verde, come tramite fondi indicizzati a gestione passiva negoziati in borsa, come possono essere gli ETF (*Exchange Traded Funds*), che verranno discussi in un capitolo apposito, i quali sono stati modificati per trattare dei temi specifici in cui i soggetti finanziari vogliono investire. Essendo costruiti sulla base di regole prescrittive, gli indici tematici tendono a concentrarsi su quelli che vengono definiti titoli "*pure-play*", cioè società le cui attività ricadono prevalentemente nell'ambito di un particolare tema; ed il risultato può essere un focus ristretto su un numero di azioni poco elevato, ad esempio in un indice relativo alle energie rinnovabili. In questo contesto, come già descritto nella rivista "Primo rapporto", nell'articolo "La finanza etica e sostenibile in Europa" (Cavallito M., Isonio E., Meggiolaro M., Baranes A., 2017)¹, questa varietà di approcci garantisce la biodiversità necessaria per rispondere alle molte istanze dei territori ma anche per il riconoscimento della libertà di

¹ Matteo Cavallito et al., «La finanza etica e sostenibile in Europa», *Primo rapporto*, 2017, 59 pp.

risparmiatori ed investitori, che così possono armonizzare le loro scelte finanziarie alla loro visione etica. Questa nuova sensibilità, continua l'articolo, sta riguardando sempre più da vicino in sistema finanziario tradizionale al punto per le istituzioni sovranazionali, come UE ed ONU si parla di un percorso obbligatorio; che però lo stesso CEO di BlackRock, a fronte di questa consapevolezza confessa che i suoi fondi sostenibili sono ben al di sotto dell'1% del totale (che comunque costituirebbe sul totale un enorme cifra).

Su questo aspetto gran parte della finanza continua a rimanere indifferente, ed in questo contesto si fa spazio lo strumento del rating ESG che, affidato ad apposite società, verifica che l'operato dell'impresa vada verso i criteri e gli indici di responsabilità sociale ed ambientale, evitando e prevenendo le situazioni di *greenwashing*, cioè la volontà per una azienda di attirare dei potenziali investitori, inducendoli a credere che essa sia impegnata in modo maggiore in attività a tutela dell'ambiente rispetto a quanto non lo sia in realtà. In particolare questa tesi si concentrerà sull'analisi e sulle valutazioni dei rating ESG forniti da alcune società, nello specifico MSCI ESG, Morningstar e S&P500. L'obiettivo dell'elaborato è quello di analizzare il rischio ed il rendimento di investimenti sostenibili in portafoglio, per fare ciò verranno creati dei portafogli titoli tradizionali e con investimenti sostenibili, utilizzando il metodo Black – Litterman e spiegandone i passaggi e la metodologia della scelta per titoli inseriti, successivamente verranno confrontati per discuterne le *performance* e capire i benefici dell'investitore in entrambi i casi oggetto di analisi.

Capitolo I

COS'È L'INVESTIMENTO SOSTENIBILE

Durante l'ultimo secolo, soprattutto a causa delle problematiche che stanno, tutt'oggi riguardando la situazione ambientale, come problemi legati al riscaldamento globale o l'emissione di gas serra nell'atmosfera, la sostenibilità ha ottenuto un interesse maggiore specialmente nel settore economico-finanziario, da parte del pubblico investitore, delle imprese e di tutte le istituzioni finanziarie e non. Oggigiorno è necessaria, infatti, una consapevolezza e una responsabilità sociale maggiore per stare al passo con le indicazioni e la regolamentazione delle istituzioni nazionali e sovranazionali in tema di sostenibilità; portando la propria *governance* verso il raggiungimento di questo tipo di obiettivi.

Questo capitolo si propone di dare una definizione di investimento sostenibile e socialmente responsabile, illustrando i criteri dei fattori ESG e degli indici SRI, e spiegandone il perché si stanno diffondendo tanto tra gli investitori e nei mercati finanziari.

I.1 Finanza etica e l'investimento sostenibile

Quando si parla del termine “finanza etica”, ci si riferisce alla finanza sviluppata verso investimenti socialmente responsabili e sostenibili che seguono dei specifici criteri per operare nei mercati finanziari in modo alternativo, cioè non seguendo esclusivamente il rendimento atteso di attività che potrebbe portare a maggiori profitti in portafoglio, ma bensì considerando una varietà di valori che sono adottati dalle imprese nel loro modello di *business* e gestione delle risorse finalizzati a produrre un valore che, oltre a quello economico, contenesse anche un beneficio per la comunità civile, per l'ambiente e per l'affermazione di una responsabilità sociale.

Esistono due definizioni principali di finanza etica: la prima, più generica e vasta, definisce come fondi etici tutti quelli che prevedono, obbligatoriamente o

facoltativamente, la destinazione di una quota degli utili conseguiti a enti non-profit e promotori di iniziative benefiche; la seconda, più restrittiva, considera come fondi etici quei fondi che selezionano le imprese nelle quali investire, sulla base di criteri etici di riferimento (Becchetti L., Fucito L., 1999)². Sempre in riferimento ai due autori, la crescita del risparmio etico appare oggi limitata da una sopravvalutazione dei “sacrifici” derivanti dall’investimento etico, ovvero dai costi in termini di rendimento e rischio del portafoglio, determinati dalla ridotta possibilità di scelta tra le attività finanziarie disponibili. Infatti l’investitore, nell’adozione delle sue decisioni di investimento, dovrà attenersi ai criteri ambientali, sociali e di buona *governance* (criteri ESG), in un’ottica di lungo periodo.

I.2 Fattori ESG

L’investimento considerato sostenibile tiene conto, durante il processo di allocazione delle risorse, oltre alla visione finanziaria, anche che i titoli prescelti seguano i criteri dei fattori ESG (*Environmental Social Governance*). Questo termine designa i criteri ambientali, sociali e di buona gestione stabiliti dalle agenzie di rating per valutare la responsabilità di un’impresa nei confronti dell’ambiente e dei suoi *stakeholders*. Nello specifico si tratta di tre linee guida chiave, che le aziende devono rispettare durante lo svolgimento della loro attività d’impresa; i cui i risultati sono pubblicati annualmente nel cosiddetto “ESG Report Aziendale”. Questo può essere di fondamentale importanza sia per gli investitori dell’azienda, per valutare il livello di trasparenza di questa e capire il suo impegno sociale ed ambientale; sia per la società stessa, per identificare le diverse categorie dei suoi *stakeholders*, effettivi e potenziali, capire gli interessi che hanno nei temi in cui la società si impegna, ed attuare le strategie per raggiungere i propri obiettivi. Coinvolgendo regolarmente gli *stakeholders*, l’azienda effettua un’assegnazione di rilevanza di questi, basandosi sulla dipendenza tra individui e azienda e l’impatto sull’organizzazione per il processo decisionale, valutando poi l’importanza attribuita dagli *stakeholders* alle tematiche ESG (Tabella 1). Oltre alla

² Leonardo Becchetti e Luigi Fucito, *La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche* (Università degli Studi di Roma "Tor Vergata", 1999), <https://www.academia.edu/download/30332329/02becche.pdf>.

Categoria di stakeholders	Tipologia di coinvolgimento	Importanza per lo stakeholder (su base 100)	Iniziativa di coinvolgimento	Importanza iniziativa per lo stakeholder	Temi con priorità alta per gli stakeholder
Imprese ed associazioni di categoria	Valutazione qualitativa	45	Focus group	8	1. Infrastrutture e reti 2. Decarbonizzazione mix energetico 3. Salute e sicurezza sul lavoro
			Intervista one/one	8	
			Questionari risp. Aperta	1	
			Indagine indiretta	1	
			Analisi indici	16	
	Indagine su temi ESG	5			
Sondaggi	22	Valutazione priorità temi ESG	22		
Analisi testuali	3	Analisi su fonti esterne	3		
Istituzioni	Valutazione qualitativa	69	Focus group	6	1. Conservazione degli ecosistemi e gestione ambiente 2. Decarbonizzazione mix energetico 3. Salute e sicurezza sul lavoro
			Intervista one/one	21	
			Indagine indiretta	1	
			Analisi indici	17	
			Indagine su temi ESG	13	
	Analisi documentali	11			
Sondaggi	29	Valutazione priorità temi ESG	29		
Analisi testuali	6	Analisi su fonti esterne	6		
Società civile e comunità locali e globali	Valutazione qualitativa	83	Focus group	15	1. Conservazione degli ecosistemi e gestione ambiente 2. Decarbonizzazione mix energetico 3. Salute e sicurezza sul lavoro
			Intervista one/one	26	
			Indagine indiretta	1	
			Analisi indici	17	
			Indagine su temi ESG	24	
	Sondaggi	44	Valutazione priorità temi ESG	44	
Analisi testuali	22	Analisi su fonti esterne	22		
Persone Enel	Valutazione qualitativa	54	Focus group	22	1. Governance solida e condotta trasparente 2. Gestione sviluppo e motivazione delle persone 3. Decarbonizzazione mix energetico
			Intervista one/one	3	
			Analisi indici	9	
			Indagine su temi ESG	19	
			Analisi documentali	1	
	Sondaggi	43	Valutazione priorità su temi ESG	43	
Fornitori ed appaltatori	Valutazione qualitativa	37	Focus group	7	1. Governance solida e condotta trasparente 2. Catena di fornitura sostenibile 3. Salute e sicurezza sul lavoro
			Intervista one/one	7	
			Questionari risp. Aperta	2	
			Analisi indici	7	
			Indagine su temi ESG	13	
			Analisi documentali	1	
	Sondaggi	27	Valutazione priorità su temi ESG	27	

Tabella 1. Analisi degli stakeholders allineati nel contesto sostenibilità Enel
Fonte: Enel (2022), Bilancio Sostenibilità Enel 2022, pag. 54³

³ Enel, «Bilancio di Sostenibilità 2022», 2022, <https://www.enel.com/it/investitori/sostenibilita>.

valutazione di priorità, si può affiancare un'analisi di soddisfazione degli *stakeholders* sui temi identificati al fine di individuare su quali di essi l'azienda deve focalizzarsi.

I fondi ESG destinano e destineranno capitali sempre più ingenti verso le aziende attente ai temi ambientali e sociali, nel rispetto di una buona *governance*. È ovvio, quindi che alcuni settori rimangano esclusi da questi fondi, proprio perché per loro natura incompatibili con i criteri di accesso. Attualmente l'attenzione degli investitori è rivolta sui temi, le tendenze ed i valori di un investimento finanziario, piuttosto che esclusivamente sulle *performance*, cercando di generare valore reale attraverso gli investimenti basati sulle proprie convinzioni e valori. Per questo motivo il trend degli ultimi anni è evitare investimenti in società con esposizione ai rischi ESG, ed è anche proprio in riferimento a questo che le aziende cercano, tramite sondaggi e studi sui loro investitori, di essere più vicine possibile a questi temi.

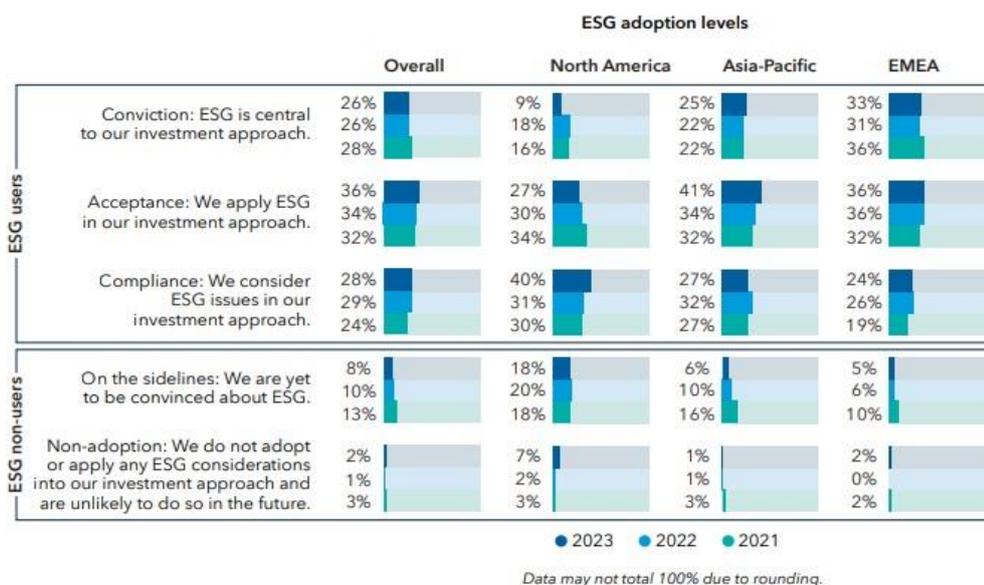


Figura 1. Adozione dei criteri ESG a livello globale
Fonte: Capital Group (2023), ESG Global Study 2023⁴

L'adozione globale dei criteri ESG raggiunge un nuovo traguardo, nonostante un modesto declino da parte degli Stati Uniti. La percentuale di utenti ESG si attesta al

⁴ Capital Group, «ESG Global Study», 2023, <https://www.capitalgroup.com/eacg/esg/it/esg/capital-group-esg-global-study-2023.html>.

90% a livello globale per il 2023, mentre era arrivato al 89% nel 2022 ed ancora inferiore l'anno precedente (84% per il 2021).

In contrasto con la tendenza globale, l'adozione dei criteri ESG in Nord America è in calo, dal 79% (nel 2022) al 75% quest'anno. Ciò è dovuto ad un calo nella percentuale degli investitori "convinti" negli investimenti a tema sostenibile, che si è dimezzato dal 18% al 9% quest'anno (Figura 1). Questo calo è da attribuire soprattutto agli Stati Uniti, dove l'adozione di investimenti sostenibili con criteri ESG è scesa dal 74% (2022) al 69% (2023). Altrove invece si riscontra un aumento degli investitori "convinti", che sale al 33% in EMEA⁵ (contro il 31% del 2022) ed in Asia – Pacifico fino al 25% (contro il 22% del 2022)⁶.

1.2.1 *Pilastri dei Fattori ESG*

Come abbiamo visto in precedenza rappresenta un approccio alla conoscenza e alle analisi dell'azienda, a cui si fa sempre più riferimento nel mondo finanziario come metodo di valutazione della sostenibilità degli investimenti e come valutazione delle performance delle imprese, unitamente ai parametri economici tradizionali.

La sigla "ESG" è acronimo di *Environmental, Social and Governance*, che rappresentano i tre pilastri fondamentali per l'applicazione dei criteri di sostenibilità per valutare l'etica di un'azienda o di un investimento. Questi tre pilastri sono definiti come:

- Pilastro Ambientale (*Environmental*), questo criterio riguarda l'impatto che possono avere le aziende sulla situazione ambientale. È sicuramente un tema molto seguito e sviluppato dall'investitore per capire come e dove allocare le proprie risorse economiche, e dalle aziende che saranno tenute a rispettare le norme nazionali ed sovranazionali in materia, pena ingenti sanzioni economiche e non indifferenti danni reputazionali che potrebbero portare ad una perdita di competitività sul mercato. Diventa quindi di fondamentale importanza per le aziende valutare che impatto hanno, o avranno in futuro, le

⁵ Dati riferiti alla macro – area di Europa, Medio Oriente e Africa

⁶ I dati fanno riferimento ad un periodo fino ad Ottobre 2023

Fonte: *ESG Global Study2023*, Capital Group(2023)

strategie, e quindi l'attività aziendale, sull'ambiente anche tramite l'offerta ai propri investitori di strumenti finanziari adeguati. In particolare le società che rispettano i criteri ambientali tengono conto di tutti i fattori che possono essere dannosi per l'ambiente, e si attivano per fare in modo di minimizzarli. I più diffusi sono l'adozione di una modalità di trattamento dei rifiuti in modo responsabile, limitazione di uno spreco energetico, eliminazione o riduzione di prodotti tossici e nocivi per l'ambiente, riduzione di emissioni di anidride carbonica (CO₂), preferenze per energie rinnovabili, prevenzione dei rischi ambientali (contaminazione di falde acquifere, incendi, ecc...). Un famoso esempio di società che ha ricevuto enormi sanzioni, ed ha perso un'enorme fetta di mercato a causa del mancato rispetto dei criteri ambientali è proprio Volkswagen, durante il caso "Dieselgate" del 2015. Quando negli Stati Uniti, l'Agenzia americana Epa, scoprì l'uso di un software che modificava i dati sulle emissioni. Le sanzioni arrivate a 18 miliardi di euro e le dimissioni del CEO di Volkswagen, procurarono all'azienda gravi danni, anche di reputazione nel mercato, che fecero perdere la leader mondiale del settore all'azienda automobilistica⁷.

- Pilastro Sociale (*Social*), questo criterio valuta l'aspetto sociale all'interno dell'impresa, tra cui le condizioni in cui si trovano i lavoratori, il dialogo sociale tra parte decisionale e operativa dell'azienda e relazioni che intercorrono con clienti, fornitori e la comunità in cui opera. Definire in modo appropriato questo criterio, per un soggetto che si trova al di fuori della struttura aziendale, non è un compito semplice, per questo le aziende pubblicano periodicamente dei rapporti e dei studi, interni all'azienda, per comunicare ai soggetti esterni le loro performance, il proprio operato e gli obiettivi futuri, per dare agli investitori, attuali e potenziali, una visione di quella che è la strategia dell'impresa. Tra i criteri sociali figurano il rispetto dei diritti dei lavoratori, il rispetto della diversità e della parità di genere, la formazione del personale, l'impiego di persone in situazioni sfavorevoli, la

⁷ «Caso Dieselgate, cinque anni dopo», *Il Sole 24 ORE*, 18 settembre 2020, sez. Motori, <https://www.ilsole24ore.com/art/dieselgate-cinque-anni-dopo-storia-scandalo-volkswagen-che-ha-fatto-tremare-mondo-dell-auto-ADVAlBq>.

prevenzione degli infortuni sul lavoro. Anche qui le controversie riferite al criterio sociale non mancano, infatti sono molti gli scandali legati al tema socio – ambientale. Di questo argomento si occupa la società RepRisk, che ogni anno fornisce ricerche su temi ESG, con l’obiettivo di individuare ed analizzare le problematiche socio – ambientali che contribuiscono ad avviare scandali e crisi finanziarie, al fine di sensibilizzare le aziende ad una maggiore attenzione ai temi riguardanti la responsabilità sociale. Tra le imprese citate nel rapporto del 2015, si fa riferimento in particolare all’azienda cinese Ruihai International Logistics Co., che si occupa del trasporto di materiale chimico tra il porto di Tianjin e Pechino, la quale nell’Agosto del 2015 è stata coinvolta in un incidente che ha procurato un’enorme esplosione, distruggendo dei magazzini dell’azienda e causando la morte di oltre 170 persone. Questo incidente è considerato tra i peggiori disastri avvenuti in Cina, ed ha fatto emergere gravi irregolarità in materia socio – ambientale, come la gestione di materiali pericolosi e le scarse misure di sicurezza sul lavoro⁸.

- Pilastro della Gestione aziendale (*Governance*), questo criterio si riferisce alla buona gestione di un’impresa o di un istituto, tra cui la composizione di tutti gli organi aziendali ed il modo di formulare strategie per gestire l’azienda, mantenendo un elevato livello di trasparenza nella contabilità e nella direzione. Per gli investitori, interni ed esterni è fondamentale, infatti, avere un buon punto di vista per analizzare l’azienda nel suo operato e nella direzione futura che vuole attuare il Consiglio di Amministrazione. È anche interesse degli investitori che i diritti all’interno della società (come il diritto di voto) non subiscano limitazioni o penalizzazioni; quindi si parla di una trasparenza a 360 gradi, (molto più estesa di come visto in precedenza), riferita a fattori di amministrazione, controllo, rispetto della legge, rapporti tra vertici aziendali ed investitori. Sono valutati in questo criterio anche la trasparenza nella remunerazione dei direttori, rispetto della parità retributiva

⁸ Forum per la Finanza Sostenibile, «Le aziende al mondo più esposte a rischi socio-ambientali, Rapporto RepRisk 2015», Borsa Italiana, 2016, <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/forum/rischi-esg.htm>.

all'interno del Consiglio di Amministrazione, presenza di un comitato appositamente autorizzato per la revisione dei bilanci. Proprio in riferimento a falsificazioni in bilancio e scarsa trasparenza sul mercato, si ricorda il caso della Parmalat, società leader del settore, dichiarante circa un miliardo di euro di liquidità che finì con il fallimento per bancarotta fraudolenta ed agiotaggio⁹, considerato uno dei più grandi scandali in Europa. Questo venne scoperto alla fine del 2003, nonostante sia stato dimostrato lungo il percorso di analisi, che le difficoltà finanziarie erano persistenti già agli inizi degli anni novanta.

Attualmente, nonostante la volatilità dei mercati, l'interesse per le strategie di investimento non è mai stato così forte come in questi anni, in quanto un numero sempre crescente di investitori cerca di far coincidere le convinzioni in materia di sostenibilità con le scelte di investimento. Gli attivi, detenuti in fondi che tengono in considerazione caratteristiche ambientali, sociali e di *governance* (ESG), sono aumentati vertiginosamente.

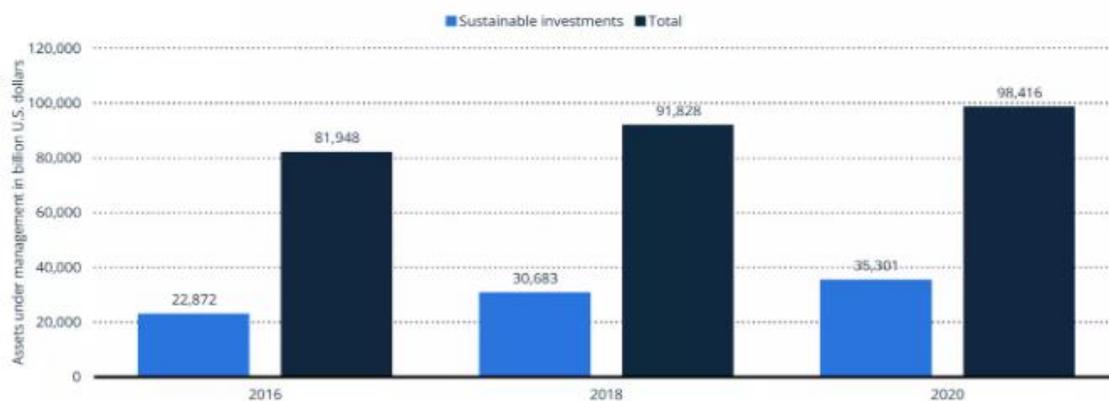


Figura 2. Valore degli investimenti sostenibili in relazione al totale degli investimenti gestiti dal 2016 al 2020 (in miliardi di dollari US)¹⁰

Il valore mondiale di risparmio gestito per gli investimenti sostenibili era davvero molto piccolo, se comparato al suo valore totale nel 2020. Dal 2016, però, ha avuto una crescita superiore del 50% del suo valore, arrivando a raggiungere circa 35,3

⁹ Cioè il rialzo (o ribasso) fraudolento del valore dei beni a scopo speculativo nonché diffusione di notizie non veritiere sul mercato finanziario

¹⁰ Fonte: Statista, *Global Sustainable Investment Alliance 2020*

triloni di dollari US nel 2020. Mentre a livello globale si è arrivati, nello stesso anno, ad un totale di risparmio gestito pari a 98,4 triloni di dollari US (Figura 2).

1.2.2 Differenze tra Fattori ESG e indici SRI

Come i criteri dei fattori ESG incidono sugli investimenti, e sulle scelte degli investitori, facendo particolare attenzione ai temi riferiti all'ambiente, al sociale ed alla gestione di un'azienda. Adesso verranno analizzati gli Indici SRI, usato sempre all'interno del tema della responsabilità sociale e sostenibilità degli investimenti, andando a definire il significato e l'approccio utilizzato da questi.

Il termine SRI è l'acronimo di *Socially Responsible Investment*, ovvero investimento socialmente responsabile, ed indica un investimento che concilia performance finanziaria e sviluppo sostenibile. Questa definizione si avvicina molto a quella data per definire gli ESG, e proprio per questo motivo molti investitori e professionisti del settore faticano a distinguere le due denominazioni, che spesso vengono usate come sinonimi senza tener conto di importanti differenze. L'investimento socialmente responsabile (SRI), infatti, va ben oltre al concetto di ESG, eliminando o aggiungendo investimenti basati esclusivamente su di una specifica considerazione etica. Questo significa che non vengono presi in considerazione solamente elementi di responsabilità sociale e/o ambientale per l'investimento, ma aspetti meramente etici.

Per fare un esempio, il gestore di un fondo di investimenti potrebbe escludere dal portafoglio qualsiasi azienda che produca o commercializzi armi da fuoco, perché considerata un'attività economica non etica. Al suo posto, il gestore del fondo preferirà includere nel portafoglio una società che devolve una grande percentuale dei propri ricavi in beneficenza. Questo secondo approccio viene chiamato inclusivo, cioè si sostanzia nell'investire in quelle società che più di altre si impegnano su un fronte etico. Il primo metodo, invece viene definito esclusivo, dove si escludono tutte quelle società che svolgono attività considerate non etiche.

Si può anche parlare di esclusione detta "nominale", in cui l'esclusione avviene solo per singole società che non rispettano determinati standard o convenzioni internazionali. Al contrario, si può anche avere un'esclusione "settoriale", ovvero

vengono escluse tutte le aziende che operano in settori di attività ritenute immorali e/o dannose, sia per la società che per l'ambiente. In definitiva, quando parliamo di investimenti SRI, nella grande maggioranza dei casi si considerano investimenti che non includono società impegnate in settori di alcol, tabacco e altre sostanze che creano dipendenza, gioco d'azzardo, produzione e commercio di armi ed altri settori associati con violazioni dei diritti umani e del lavoro.

Definendo meglio gli aspetti compresi nei criteri ESG e negli indici SRI, si può concludere dicendo che nel primo caso si parla di investimenti orientati verso società, ETF, fondi comuni ed altri strumenti che fanno della responsabilità sociale, ambientale e di gestione aziendale i propri capisaldi. Mentre nel secondo caso, ci si trova di fronte a strumenti, che non solo sono attenti al tema socio – ambientale, ma escludono a prescindere ed in modo esplicito attività non etiche ed immorali, oppure parallelamente includono realtà virtuose che giovano alla società e all'ambiente.

Nonostante queste differenze tra i due tipi di investimenti sostenibili, la conoscenza e la sottoscrizione di strumenti finanziari con questi requisiti è aumentata negli anni, fino a raggiungere dati confortanti in quest'anno (Figura 3)¹¹.

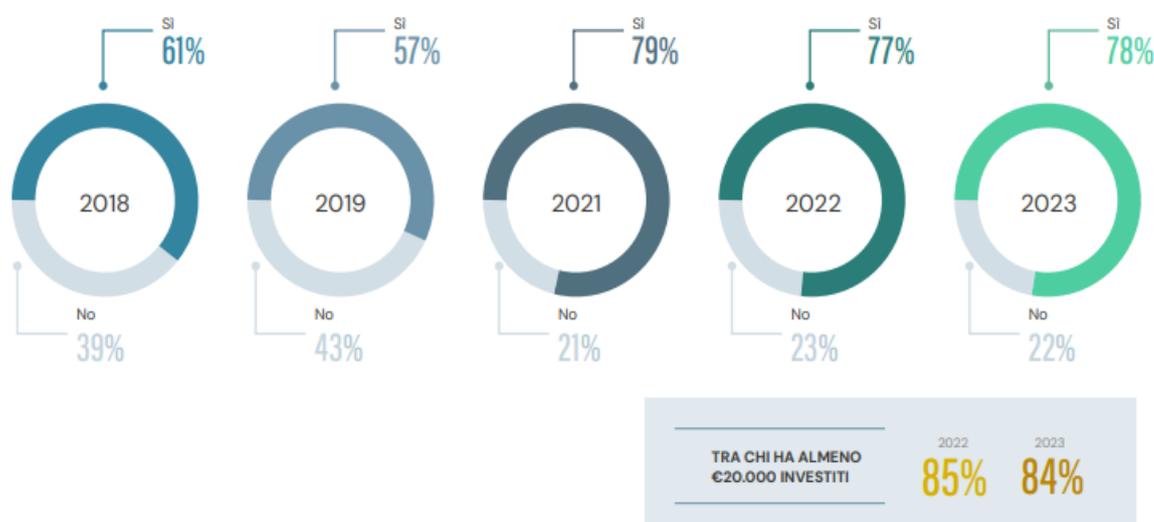


Figura 3. Investitori e risparmiatori a conoscenza di investimenti socialmente responsabili (SRI) e investimenti ESG¹²

¹¹ I dati fanno riferimento ad un campione di investitori e risparmiatori sul territorio italiano in merito agli investimenti e alla sostenibilità nel settore agroalimentare, Totale campione 2018 (n.1010); 2019 (n.1012); 2021 (n.1000); 2022 (n.1002); 2023 (n.1002); investitori €20.000 – 2022 (n.510); 2023 (n.505)

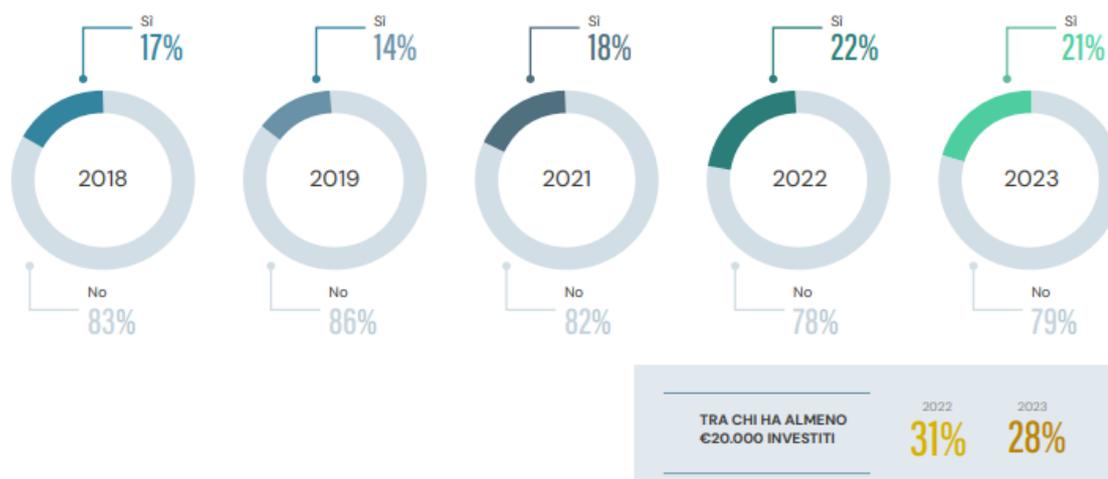


Figura 4. Investimenti effettivi in prodotti sostenibili e socialmente responsabili o in aziende che hanno precise politiche di sostenibilità sociale e/o ambientale¹³

Tuttavia, nonostante la conoscenza in materia di sostenibilità stia aumentando negli anni, gli investitori ed i risparmiatori che investono effettivamente in questi prodotti finanziari o in aziende che applicano politiche relative alla sostenibilità, sociale ed ambientale, aumentano in modo molto meno marcato (Figura 4), il che può significare che i risparmiatori esprimono molta diffidenza rispetto alla reale sostenibilità delle aziende.

¹² Forum per la Finanza Sostenibile, ANASF, e BVA Doxa, «Risparmiatori italiani, investimenti sostenibili e settore agroalimentare - Finanza sostenibile», 2023, <https://finanzasostenibile.it/attivita/gli-investimenti-sostenibili-dei-risparmiatori-italiani-focus-sul-settore-agroalimentare/>.

¹³ Forum per la Finanza Sostenibile, ANASF, e BVA Doxa.

Capitolo II

EVOLUZIONE E SITUAZIONE DELLA FINANZA SOSTENIBILE

La comunità internazionale ha già da tempo preso atto della necessità di conciliare lo sviluppo economico con la tutela dell'ambiente, ed il raggiungimento di obiettivi definiti per l'interesse della società. In questo capitolo affronteremo la nascita dell'investimento responsabile e sostenibile attraverso rapporti e scritti, andando indietro nella storia di secoli e vedendo la sua evoluzione a livello globale ed europeo, con l'obiettivo di dare un quadro generale di quello che è stato il suo progressivo sviluppo fino ad arrivare alla definizione ed alla regolamentazione, odierna della finanza sostenibile. Nell'analizzare il quadro storico più recente, si farà riferimento all'impegno delle Nazioni Unite e dell'Unione europea, di dare una tassonomia comune focalizzata sul settore finanziario, ed alla Carta sugli Investimenti sostenibili redatta dalla Banca d'Italia, per una visione nazionale della finanza etica.

II.1 Quadro storico dell'investimento sostenibile

La nascita delle prime forme di investimenti responsabili sono riconducibili all'evoluzione della finanza, dapprima, nelle pratiche del gruppo religioso dei Quaccheri a metà del XVIII secolo, più precisamente nel 1754¹⁴, quando John Woolman, un mercante e giornalista, esponente del movimento protestante, ritenne inaccettabile investire i propri risparmi in attività che comprendevano la tratta degli schiavi, la produzione ed il commercio di armi da fuoco, alcol e gioco d'azzardo. John Woolman lungo tutta la sua vita si dedicò alla propaganda antischiavista ed alle

¹⁴ Davide Dal Maso e Giorgio Fiorentini, *Creare valore a lungo termine: Conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile* (EGEA spa, 2013).

tribù indiane che abitavano l'America dell'ovest, e tra i suoi scritti presentò *“Some considerations on the keeping of Negroes”* (2 voll., 1754, 1762) e *“Considerations on the true harmony of mankind”* (1770)¹⁵ che diedero una scossa alla comunità americana del tempo. Di lì a poco ci fu una grande sensibilizzazione dell'argomento, tanto che prima il movimento dei Quaccheri rinunciò a possedere dei schiavi e successivamente culminò con la dismissione di attività commerciali che avevano per oggetto la tratta di questi. Questa può essere vista come la prima vera pratica di esclusione di un'attività commerciale da parte degli investitori dell'epoca, verso strategie che implicavano il commercio di schiavi ed il loro sfruttamento come attività lavorativa.

Qualche decennio più tardi, a cavallo fra XVIII e XIX secolo, si ripresenta il tema della gestione di denaro in modo socialmente responsabile legato a temi, anche qui, di carattere religioso, e nello specifico all'interno del movimento del metodismo della Chiesa anglicana. In questo contesto si parla del pastore anglicano John Wesley, fondatore del movimento protestante del metodismo in Inghilterra e successivamente anche negli Stati Uniti, dove prese forma, diventò promotore di iniziative volte a garantire giustizia sociale e a non arrecare danno al prossimo con le proprie attività evitando, quindi, di investire in industrie che nuocessero alla salute dei lavoratori in esse, come industrie chimiche o conciarie, ed al territorio. L'idea innovativa del metodismo era quindi quella del principio etico di responsabilità derivante, non solo da quello che si fa con le risorse a disposizione, ma anche da quello che si lascia fare ad un soggetto, mettendo in evidenza l'importanza della comunità e non più del singolo nell'utilizzo delle risorse. Dunque se un soggetto avesse dovuto investire i propri fondi, in attività di un'impresa che opera contro la moralità condivisa dalla società e dal soggetto stesso, in modo totalmente consapevole, questo sarebbe risultato responsabile delle conseguenze derivanti dall'operato di quell'impresa. Questo perché, come esposto dalla riforma protestante, il fine ultimo dei meccanismi di funzionamento che spingono le istituzioni di mercato è il raggiungimento del bene cosiddetto “totale”, che raggruppa la somma dei beni individuali della comunità, e non più il bene comune. Come sarà

¹⁵ Fonte: Enciclopedia Treccani

successivamente detto dal fondatore dell'etica utilitarista (1789), Jeremy Bentham, lo scopo della politica è il bene totale del popolo, quindi l'attività delle istituzioni pubbliche deve essere organizzata economicamente, in modo tale da raggiungere questo obiettivo.

Partendo dalla metà dell'Ottocento, si comincia, in Europa e negli Stati Uniti, a pensare di correggere le situazioni che creano impedimenti alla logica del bene totale, guardando con particolare attenzione al settore finanziario. Fa riferimento a questo la fondazione della Banca del Popolo (1849), fondata da P.J. Proudhon, la quale operò solamente per sette settimane ma basandosi su due principi fondamentali: il primo, citava che l'accesso al credito è la strada più funzionale a combattere la povertà; il secondo, che il credito costituisce un potente legame sociale. Continuando sullo stesso filone di pensiero che si prefigge l'obiettivo di correggere i difetti riscontrati nella logica del bene totale, troviamo le Banche di Villaggio di cui la prima fondata da F.W. Raffeisen (1864), le Casse di Risparmio e le Casse Rurali Italiane, che avranno per l'Italia un ruolo fondamentale nello sviluppo economico e sociale del paese, arrivando alla più recente finanza etica, che trova spazio negli SRI.

Possiamo affermare, dunque, che gli investimenti socialmente responsabili hanno avuto origine in momenti diversi della storia e per ideologie di popoli diversi per la gestione del denaro, indirizzata verso degli specifici temi in cui investire i propri risparmi ed escludere, invece, altre attività dall'orizzonte di investimento. Queste, come detto sopra, possono essere considerate le prime strategie di *screening* negativo, usate nei primi fondi di investimento etico creati negli Stati Uniti, durante gli anni venti del Novecento, su spinta di alcune congregazioni religiose. L'obiettivo di questi fondi era raccogliere denaro per investirlo in portafogli azionari che escludevano le, cosiddette, azioni del peccato o "*sin stock*", cioè azioni di società che erano considerate svolgere attività immorali per l'intera comunità. Il primo di questa tipologia di fondi è il *Pioneer Fund*, creato a Boston nel 1928, e sarà uno dei più grandi operatori nel proprio settore arrivando ad avere quattro sedi principali, tra cui appunto Boston (USA), Milano, Londra e Dublino (IRL), detenute dalla holding *Pioneer Global Asset Management Spa* (PGAM) attualmente gestita dalla francese Amundi del gruppo *Crédit Agricole* (ceduta da Unicredit nel 2016) (Figura 5).

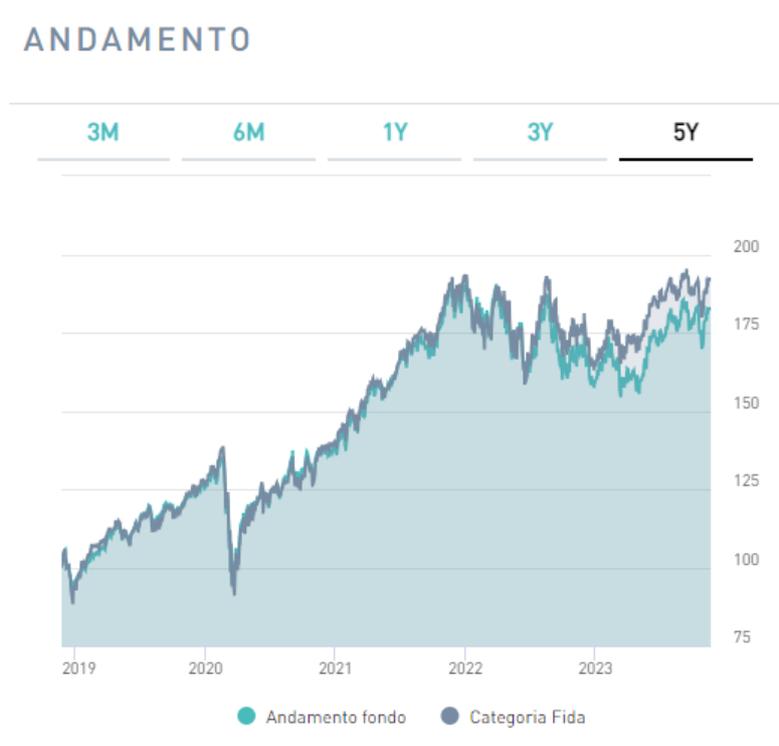


Figura 5. Andamento del Amundi F. US Pioneer Fund dal 17/06/2019¹⁶

I primi fondi che investivano in azioni socialmente responsabili, a valori di origine non religiosa, furono introdotti negli anni sessanta del Novecento da associazioni non governative, sindacati e associazioni di consumatori. Questi effettuavano una strategia di *screening* basandosi su criteri legati alla gestione delle risorse umane, alla qualità dei prodotti ed all’impatto ambientale. Successivamente è intorno alla seconda metà del Novecento che ci fu una forte evoluzione delle pratiche SRI, più precisamente nel 1971, quando il reverendo Leon Sullivan entra a far parte del Consiglio di Amministrazione della società *General Motors* per avviare quella che è diventata una strategia di pressione, attraverso azioni di disturbo, nei confronti delle multinazionali che continuavano a supportare l’*apartheid* in Sudafrica. Il suo operato ebbe molto successo, che nel 1977 pubblicò i “*Sullivan principles*”, vale a dire un documento che divenne un caposaldo dell’azionariato attivo dell’epoca, il quale definiva sette principi fondamentali che recitavano:

1. *Non-segregation of the races in all eating, comfort and work facilities;*

¹⁶ Fonte: Borsa Italiana, Fondi comuni esteri

2. *Equal and fair employment practices for all employees;*
3. *Equal pay for all employees doing equal or comparable work for the same period of time;*
4. *Initiation of and development of training programs that will prepare, in substantial numbers, black and other non-whites for supervisory, administrative, clerical and technical jobs;*
5. *Increasing the number of blacks and other non-whites in management and supervisory positions;*
6. *Improving the quality of life for blacks and other non-whites outside the work environment in such areas as housing, transportation, school, recreation and health facilities;*
7. *Working to eliminate laws and customs that impede social, economic and political justice* (aggiunto nel 1984).

Questi sono ancora dei criteri che si basano sull'esclusione di alcune attività considerate deprecabili per l'ambito socio – economico, così come durante la guerra del Vietnam, dove l'esclusione di investimenti immorali si trasformò in boicottaggio, per far cessare le attività di specifiche aziende. Ed è solo dal 1995 che si cominciano ad utilizzare anche criteri positivi riferiti agli investimenti, premiando le scelte che avrebbero incluso il bene sociale, così facendo si utilizzano gli investimenti per indirizzare e suggerire nuove linee di azione per le strategie applicate dal management nella gestione delle imprese.

Parlando invece di quello che si può definire come uno dei punti di partenza del percorso di consapevolezza del concetto di investimento SRI e sostenibilità, svolge un lavoro fondamentale il Club di Roma al MIT negli anni settanta, con il rapporto "I limiti della Crescita". L'importanza di questo rapporto sta nel suo messaggio principale, ossia che non né pensabile né possibile proseguire verso una crescita infinita, quando il nostro pianeta è costituito da risorse naturali non rinnovabili. In quello stesso periodo si tiene la prima conferenza sull'ambiente delle Nazioni Unite (1972), dalla quale ne consegue la Dichiarazione di Stoccolma che sancisce 26 principi fondamentali sulla tutela dell'ambiente quale territorio in cui vive il genere umano. Quindi una visione fortemente antropocentrica, basata sul concetto che è un diritto di tutti gli esseri umani avere accesso a condizioni di vita soddisfacenti, in un

ambiente che consenta di vivere nella tranquillità e nel benessere. Parte da qui il percorso verso i temi dello sviluppo sostenibile, che fanno una tappa importante anche seconda metà del Novecento, quando la Commissione mondiale per l'ambiente e lo Sviluppo delle Nazioni Unite condividono il rapporto su “*Our Common Future*” (1987), in cui si cerca di dare una sintesi tra sviluppo e sostenibilità nel concetto di sviluppo sostenibile, avvicinandosi ai principi alla base dell'ESG. Tuttavia, in quegli anni, la sensibilità era focalizzata sulla “E” dei criteri ESG, cioè sull'impatto ambientale (*Environmental*), dello sviluppo economico.

Nell'attuale fase storica, la tendenza è verso il rovesciamento del rapporto di dipendenza tra consumo e produzione; il consumatore sta prendendo una supremazia, già intuita dal filosofo ed economista John Stuart Mill, che sin dalla metà dell'Ottocento aveva parlato della sovranità del consumatore, che in realtà non ha mai ottenuto. Questa sovranità di cui si parla, infatti, è riferita alla capacità del consumatore di inviare dei messaggi alla produzione, facendo sì che questa tenga conto delle sue preferenze nelle strategie aziendali proprio come accade nell'offerta di prodotti ESG agli investitori di oggi. La novità di quest'epoca si trova dunque nel consumatore socialmente responsabile, che porta anche le imprese stesse ad esserlo, attraverso le sue preferenze. L'investitore responsabile pone il raggiungimento di determinati obiettivi o il rispetto di determinati valori, come una propria preferenza e non come un obbligo; questo significa che viene messa la dimensione etica come argomento della funzione obiettivo del soggetto, ciò vuol dire che questo è convinto dell'esistenza di valori che possono essere realizzati per mezzo dell'attività economica – finanziaria, seguendo linee di principi nel proprio comportamento¹⁷.

Per quanto riguarda la visione futuristica degli investimenti socialmente responsabili, è importante evidenziare che una società che offre delle opportunità per agevolare l'esercizio di comportamenti virtuose e sostenibili, in ambito economico, finanziario e giuridico, favorisce in maniera più rapida una diffusione delle pratiche SRI per aziende ed investitori. La sensibilità che ormai appartiene a questi ultimi, dirige investimenti verso aziende che attuano strategie responsabili, generando così un rapporto che consente di espandere l'area di attività dell'SRI.

¹⁷ Fonte: Dal Maso e Fiorentini, *Creare valore a lungo termine*.

II.2 Finanza sostenibile nel mondo

Per un soggetto, fare investimenti finanziari che tengano conto dei criteri di sostenibilità ESG significa, come detto fin'ora, investire in imprese che compiono delle scelte aziendali basate su determinati temi responsabili. Le scelte, per essere ritenute socialmente responsabili, devono sempre essere effettuate osservando degli standard e dei principi imposti loro da istituzioni nazionali e sovranazionali, allo scopo di tutelare l'ambiente e mitigare i cambiamenti climatici. La finanza verde, ricopre un ruolo fondamentale per gli enti e le istituzioni, nel rispetto degli impegni internazionali sul clima e sulla sostenibilità, presi attraverso accordi internazionali.

L'iniziativa strategica di cittadinanza d'impresa più ampia di sempre, tra tutte, a livello globale è senza dubbio il Patto mondiale delle Nazioni Unite, o *United Nations Global Compact* (UNGC)¹⁸. Si tratta di un progetto, sviluppato dalle Nazioni Unite, nato dalla volontà di incoraggiare le aziende di tutto il mondo a promuovere un'economia globale sostenibile, rispettosa dei diritti umani, del lavoro, della salvaguardia dell'ambiente e della lotta alla corruzione, tramite l'utilizzo di politiche sostenibili, il rispetto della responsabilità sociale d'impresa e la pubblicazione dei risultati delle azioni intraprese. L'idea nasce per la prima volta nel 1999 a Davos durante il *World Economic Forum*, dall'ex segretario delle Nazioni Unite Kofi Annan, il quale durante l'incontro, ha invitato i leader dell'economia mondiale presenti a sottoscrivere con le Nazioni Unite un "Patto" che sarebbe potuto essere definito globale, al fine di collaborare per poter essere in grado di affrontare gli aspetti più critici della globalizzazione. Questa è considerata come la prima occasione in cui si è voluto proclamare, con decisione la volontà di allineare gli obiettivi della comunità internazionale con gli interessi dei privati in finanza.

Come asserito da Kofi Annan durante l'incontro a Davos *"Propongo che Voi, i business leader riuniti a Davos, e Noi, le Nazioni Unite, avviamo un Patto Globale di principi e valori condivisi, che darà un volto umano al mercato globale."* (1999)¹⁹, così l'iniziativa venne ufficialmente presentata e successivamente, il 26 Luglio 2000, nel Palazzo delle Nazioni Unite di New York fu lanciato operativamente il *Global*

¹⁸ «United Nations Global Compact», UN Global Compact Network Italia, s.d., <https://www.globalcompactnetwork.org/it/il-global-compact-ita/global-compact/introduzione.html>.

¹⁹ Fonte: Nazioni Unite World Economic Forum, 1999

Compact delle Nazioni Unite; da quel momento vi hanno aderito oltre 20.000 mila aziende provenienti da 162 paesi del mondo, dando vita ad una nuova collaborazione di tipo globale considerata come punto di riferimento per i *sustainability manager*.

Il *Global Compact* delle Nazioni Unite, in senso ampio, è un'iniziativa volontaria di adesione ad una serie di principi che promuovono i valori della sostenibilità nel lungo periodo, attraverso azioni politiche, pratiche aziendali, comportamenti sociali e civili che si muovano in modo responsabile e tenendo conto delle future generazioni; ed anche un impegno siglato dai top manager delle aziende partecipanti con le Nazioni Unite, allo scopo di contribuire a portare il mondo globalizzato verso una nuova fase di sviluppo caratterizzata dalla sostenibilità. Quindi non si parla solamente di un vincolo legale che fornisce degli standard per monitorare la condotta delle aziende, ma di un vero e proprio "patto", stipulato seguendo dei valori per il raggiungimento della sostenibilità del pianeta. L'idea di questo accordo è quella di operare come un network che unisce governi, organizzazioni ed imprese all'interno delle Nazioni Unite fino ad arrivare alla società civile con lo scopo di promuovere una cultura di cittadinanza di impresa globale, utilizzando delle linee guida per la gestione di economie e politiche sostenibili ed un forum, nel quale le aziende possano conoscere, affrontare e condividere esperienze di business ed aspetti critici, volto ad aiutarle nel processo di globalizzazione sostenibile.

"La nostra sfida oggi è progettare un patto [...] su scala globale per sostenere la nuova economia globale" (1999), così l'ex segretario generale delle Nazioni Unite, Kofi Annan, introduce la *vision* del *Global Compact* rivolta verso la creazione di un'economia mondiale più inclusiva e sostenibile, che persegue due finalità tra loro complementari: la prima, rendere i "Dieci Principi" parte integrante della strategia, delle operazioni e della cultura d'azienda; la seconda, il contributo allo sviluppo tramite la concentrazione delle azioni a supporto degli obiettivi generali delle Nazioni Unite, includendo gli obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) per il 2030.

I Dieci Principi del *Global Compact* delle Nazioni Unite²⁰ furono creati per essere incorporati alle strategie, nelle politiche e nelle procedure stabilendo una cultura di

²⁰ Fonte: sito ufficiale, United Nations, United Nations Global Compact, s.d., <https://unglobalcompact.org/>.

integrità per far sì che, nel lungo termine si creino i presupposti per una responsabilità orientata nei confronti della comunità e del pianeta, questo è il pensiero alla base dei principi del *Global Compact*. Ciò significa operare secondo modalità che soddisfino le responsabilità fondamentali dei settori dei diritti umani, del lavoro, dell'ambiente e della lotta alla corruzione; ovviamente le aziende che davvero vorranno essere ritenute responsabili, dovranno mettere in pratica gli stessi principi e valori in tutte le aree, sapendo che la responsabilità in un'area non compensa i danni in un'altra.



Figura 6. I 10 principi del UN Global Compact

I principi sono condivisi universalmente dal momento che derivano da testi fondamentali che hanno segnato tappe importanti nella storia dell'uomo, questi sono suddivisi in quattro macro-aree:

- Diritti Umani, universalmente riconosciuti da tutti gli esseri umani indistintamente e continuamente promossi affinché si possa raggiungere un progresso sociale, migliori standard di vita ed il rispetto delle libertà fondamentali. L'origine dei primi due principi, dei dieci del *Global Compact*,

è racchiusa all'interno della Dichiarazione Universale dei Diritti Umani²¹. L'obiettivo della Dichiarazione era quello di stabilire uno standard minimo internazionale, per la protezione dei diritti e delle libertà individuali; la natura di queste disposizioni fondamentali è tale che al giorno d'oggi sono considerate come la base del diritto internazionale. In particolare, i principi contenuti all'interno della Dichiarazione vengono considerati come legge consuetudinaria internazionale, ciò significa che non è richiesta la firma né la ratifica da parte dei singoli Stati perché esse vengano riconosciute come norme legali. La Dichiarazione Universale dei Diritti Umani è una pietra miliare, redatta da rappresentanti con background giuridici e culturali diversi, provenienti da tutte le regioni del mondo, e proclamata dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite riunita a Parigi il 10 Dicembre 1948, stabiliva per la prima volta che i diritti umani fondamentali devono essere tutelati universalmente. Per quanto alcuni dei suoi principi non siano applicabili direttamente al mondo del business, la consistenza è ritenuta tuttavia importante, tanto da aver aperto la strada all'adozione di oltre settanta trattati sui diritti umani e ad essere stata tradotta in oltre 500 lingue e dialetti. La Dichiarazione prevede:

- uguaglianza, affermando che tutti gli esseri umani nascono liberi ed eguali in dignità e diritti senza distinzione alcuna per ragioni di razza, genere, lingua o religione;
- diritto alla vita ed alla propria libertà, rinnegando tutte le forme di schiavitù o di servitù, citando inoltre il diritto dell'individuo ad un sistema legale nazionale equo e la possibilità di ricorsi laddove si verificano atti che violino i diritti fondamentali e costituzionali della persona;
- libertà personale intesa come il diritto dell'individuo ad avere la sua privacy e al non subire interferenze arbitrarie nella sua vita privata e

²¹ United Nations, «Universal Declaration of Human Rights», United Nations, s.d., <https://www.un.org/en/about-us/universal-declaration-of-human-rights>.

lesioni nel suo onore e nella sua reputazione, rinnovando il concetto di libertà di pensiero, di opinione, di espressione e religione;

- relativamente ad altri aspetti della vita dell'individuo, viene proclamata la libertà economica, sociale e culturale indispensabili per il libero sviluppo della dignità e personalità della persona, riconoscendo inoltre, ad ogni individuo, un tenore di vita sufficiente a garantire la salute ed il benessere di se stesso e della sua famiglia.

I principi che sono presenti in questa area sociale del *Global Compact* sono due:

- Principio I, richiede alle imprese di promuovere e rispettare i diritti umani universalmente riconosciuti nell'ambito delle rispettive sfere di influenza. Per rispettare l'impegno assunto aderendo all'UN *Global Compact*, le imprese dovrebbero sostenere i diritti umani sia sul luogo di lavoro sia in tutti gli ambiti delle loro rispettive sfere d'influenza. La salvaguardia dei diritti umani da parte delle imprese, dovrebbe motivarle a promuovere il ruolo della legge, contribuendo a creare un ambiente favorevole per l'esercizio dell'attività d'impresa, gestire la catena di produzione ed aumentare la produttività e l'affidabilità dei lavoratori tramite la scelta dei migliori partner per le materie prime e condizioni di lavoro dignitose con retribuzioni eque. Le imprese devono inoltre costruire una buona rete di comunicazione con altre imprese e la comunità, per fare in modo di dare una più ampia consapevolezza ai consumatori sui prodotti e prevenire l'impatto di una cattiva pubblicità.
- Principio II, alle imprese è richiesto di assicurarsi e non essere complici negli abusi dei diritti umani, seppur indirettamente. Dare una definizione di ciò risulta essere molto difficile nel contesto in continua evoluzione nel quale operano le imprese, portando l'Ufficio per l'Alto Commissariato dei Diritti Umani delle Nazioni Unite a trovare una definizione di complicità nell'abuso dei diritti umani da parte delle imprese, riscontrando alcuni doveri che queste devono rispettare, tra cui: lo svolgimento di analisi relative ai diritti umani nella zona e nel

settore in cui operano; assicurarsi che nelle politiche aziendali sia stata rispettata la salvaguardia dei diritti umani e questi siano rispettati anche durante l'intervento delle forze dell'ordine e di misure di sicurezza; condannare privatamente e pubblicamente abusi sistematici e continui dei diritti umani.

- Lavoro, comprende quattro principi del *UN Global Compact* inerenti al lavoro e ricavati dalla Dichiarazione dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro sui Principi e i Diritti Fondamentali nel Lavoro²², adottata nel 1998 dalla Conferenza Internazionale del Lavoro, alla quale partecipano governi, imprenditori e lavoratori di 177 paesi, e modificata nel 2022. La Dichiarazione chiede a tutti gli Stati membri dell'ILO di applicare i suoi principi indipendentemente dal grado di sviluppo economico, dalla quantità delle convenzioni dell'ILO e dai valori culturali. Durante l'ultimo vertice G8 tenutosi ad Evian nel 2003, tutti i leader dei paesi più industrializzati del mondo hanno esortato le imprese a lavorare per attuare i principi enunciati dalla Dichiarazione. L'obiettivo dell'ILO è quello di ottenere il supporto delle imprese a livello globale sui principi della Dichiarazione attraverso l'UNGC. La sfida per le imprese è nell'accogliere questi principi ed applicarli all'interno delle proprie strutture. I principi dell'UNGC che si possono riscontrare negli standard lavorativi sono:

- Principio III, stabilisce il dovere dell'azienda di sostenere la libertà di associazioni dei lavoratori e riconoscere il diritto della contrattazione collettiva. Tramite il dialogo fra rappresentante dei lavoratori e azienda, si possono comprendere meglio le rispettive esigenze e trovare soluzioni alle problematiche emergenti, creando rapporti di fiducia da entrambi i lati. L'attuazione di questo principio, infatti permette di comunicare in maniera trasparente con i lavoratori posti lungo tutta la catena produttiva, attivando un ciclo di lavoro dignitoso che aumenta la produttività e quindi i profitti dell'azienda. Parlando di

²² «ILO Declaration on Fundamental Principles and Rights at Work», International Labour Organization, s.d., <https://www.ilo.org/declaration/lang--en/index.htm>.

libertà di associazione, ci si riferisce alla libertà dei lavoratori a far parte di un'associazione sindacale senza che il datore di lavoro discrimini la scelta o interferisca. Con il termine contrattazione collettive, invece si intende un processo od una attività che porti ad un accordo collettivo. Questa è un'azione volontaria che serve a determinare i termini, le condizioni e la regolamentazione dei rapporti tra impiegati e le loro organizzazioni, che attraverso una negoziazione trasparente, contribuisce a creare un ambiente di lavoro virtuoso e produttivo. Le imprese al fine di integrare il principio nella politica aziendale possono svolgere azioni di garanzia ed agevolazione verso i lavoratori che scelgono di formare e/o partecipare ad organizzazioni sindacali, sia sul luogo di lavoro che durante la contrattazione con organizzazioni rappresentative, fornendo ai propri impiegati le informazioni necessarie per avviare un'equa contrattazione, tutelando i loro interessi. Nella comunità in cui operano, le imprese possono informare la collettività, le autorità e i media, che l'impresa ha aderito al UNGC e che intende rispettarne i principi, incoraggiando la creazione e l'operatività delle associazioni dei lavoratori e dei sindacati.

- Principio IV, che richiede alle imprese di sostenere l'eliminazione di tutte le forme di lavoro forzato e schiavitù, inteso come qualsiasi lavoro o servizio a cui un individuo viene costretto con la minaccia, comprendendo anche una retribuzione economica o di qualsiasi altro genere, non sufficiente a garantire che non si tratti di lavoro forzato. Per quanto le imprese socialmente responsabili normalmente non adottino queste pratiche, posso comunque essere indirettamente complici attraverso dei loro fornitori e contraenti. Proprio per questo che i manager dovrebbero essere consapevoli delle diverse forme e cause del lavoro forzato, e di come ci si potrebbe incorrere. Le imprese dovrebbero verificare, prima di tutto, se ci siano episodi diretti, o indiretti, di lavoro forzato nelle proprie attività aziendali, successivamente comprenderne le cause ed, in ultimo, intraprendere

un percorso per poterle combattere, dato per scontato che si dovrebbe cercare di prevenirle a priori. In particolare sono necessarie una serie di azioni, sul luogo di lavoro e all'interno della comunità di riferimento per evitare di imbattersi in pratiche di lavoro forzato; come assistere i lavoratori con operazioni di mercato, specifiche delle condizioni di impiego nel contratto, preparazione di linee guida per le associazioni e settori industriali, l'incoraggiamento di programmi sanitari e corsi formazione per lavoratori sottratti a lavoro pericoloso e/o forzato.

- Principio V, cita il fenomeno dello sfruttamento minorile sul lavoro, che priva molti ragazzi della loro infanzia e della loro dignità, facendoli lavorare forzatamente, per orari di lavoro prolungati, in condizioni pericolose e senza una retribuzione adeguata. Lo sfruttamento di minori sul luogo di lavoro è spesso causato da povertà e sottosviluppo dell'area in cui viene riscontrato, questo compromette la loro salute, lo sviluppo psicofisico e la loro educazione. Questo non significa che ai minori non dovrebbe essere consentito di lavorare, ma esistono degli standard che definiscono quali lavori siano adeguati, in base alla loro età ed al loro sviluppo, dando l'importante compito ai datori di lavoro di evitare, essenzialmente, che il minore svolga lavori socialmente inaccettabili e condurlo verso forme di lavoro che si discostano da quelle di sfruttamento. In questo senso, le convenzioni dell'ILO raccomandano un'età minima, per aiutare i minori a completare il loro percorso nella scuola dell'obbligo, a seconda dello sviluppo delle istituzioni scolastiche presenti nel paese. Il compito delle imprese è quello di verifica all'interno della propria struttura, che non ci siano situazioni dirette, o indirette, di sfruttamento minorile. Nel caso in cui venga riscontrata quest'eventualità, i minori devono essere allontanati ed indirizzati verso delle valide alternative che gli permettano di migliorare la loro situazione familiare.
- Principio VI, definisce la discriminazione nell'impiego e nella professione ed incoraggia le imprese ad eliminarla in ogni sua forma.

La discriminazione sul luogo di lavoro può emergere in base a diversi aspetti, da caratteristiche fisiche, politiche e religiose dei soggetti lavoratori sino ad aspetti di lavoro in senso stretto. Il lavoro che spetta alle imprese è, innanzitutto, rispettare le leggi locali e nazionali in materia di lavoro, e promuovere l'uguaglianza della struttura in cui operano, essendo a conoscenza delle diversità della forza lavoro nella comunità in cui operano. Attraverso la conoscenza che i manager delle imprese dovrebbero avere, devono adottare misure specifiche per affrontare la questione della discriminazione sul posto di lavoro, e laddove possono anche nella comunità esterna, per eliminarla.

- Ambiente, che con l'istituzione nel 1972 del Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente (UNEP) è stato sempre più al centro delle pratiche per la tutela dell'ambiente. Con il *Multilateral Environmental Agreements*, l'UNEP ha affrontato problematiche per la conservazione e la gestione delle risorse naturali, elaborando la maggior parte della legislazione internazionale esistente in materia di tutela dell'ambiente. I tre principi sulla tutela dell'ambiente espressi dall'UNGC, sono tratti dalla Dichiarazione dei Principi e dal Piano d'Azione Internazionale delle Nazioni Unite sullo Sviluppo Sostenibile (Agenda 21)²³, definito dalla Conferenza delle Nazioni Unite sull'Ambiente e lo Sviluppo riunitasi a Rio de Janeiro nel 1992. La Dichiarazione di Rio esprime il concetto di salvaguardia delle risorse naturali e il rafforzamento del ruolo dei grandi gruppi di imprese, tramite mezzi di attuazione quali l'utilizzo di produzioni più pulite e una conduzione aziendale responsabile.
 - Principio VII, richiama le imprese a sostenere un approccio preventivo nei confronti delle sfide ambientali, preferendolo ad un approccio volto a risolvere i danni ambientali quando essi si sono già verificati. In quest'ottica, le imprese dovrebbero preferire l'investimento in processi di produzione che considerano la

²³ UN Department of Economic and Social Affairs, «Division for Sustainable Development: Agenda 21», United Nations, s.d., https://www.un.org/esa/dsd/agenda21/res_agenda21_00.shtml.

sostenibilità ambientale, dando un profitto nel lungo periodo più alto rispetto a quello effettuato in operazioni non sostenibili. La definizione di “approccio preventivo” può essere di difficile interpretazione per le imprese, dato che si fa riferimento alla loro consapevolezza sulle pratiche aziendali da applicare per evitare danni all’ambiente circostante. Per questo è necessario che le imprese sviluppino, durante l’intero processo produttivo, un approccio che consenta loro di valutare gli imprevisti ed i rischi relativi alle tematiche ambientali, sociali e manageriali che la strategia messa in atto dall’impresa può causare. Tramite la valutazione, l’impresa deve effettuare la decisione sulle azioni da intraprendere per gestire gli imprevisti, quando si verificano, e assicurare la trasparenza con gli *stakeholders*.

- Principio VIII, chiede alle imprese di intraprendere iniziative per promuovere una maggiore responsabilità ambientale, cambiando il loro *modus operandi* ed impegnandosi ad adeguare il proprio sistema di produzione a tutela dell’ambiente. Da questi cambiamenti, a cui un’impresa si sottopone per assumere una condotta più responsabile a livello ambientale, l’UNEP²⁴ ha identificato molte ragioni per le quali si possono trarre numerosi benefici in termini economici e fiscali, come ad esempio la concessione di prestiti in modo facilitato, incentivi ed esoneri fiscali oppure facilitazioni con le compagnie assicurative. Al fine di mettere in pratica i principi, un’impresa può adottare statuti volontari, linee guida e codici di condotta, lavorare con i fornitori migliori riguardo le pratiche di salvaguardia ambientale e sviluppare indicatori di sostenibilità interni all’azienda.
- Principio IX, incoraggiare lo sviluppo e la diffusione di tecnologie che non danneggino l’ambiente, impegnandosi in un’ottica di lungo periodo. Per “tecnologie che non danneggino l’ambiente” si intendono

²⁴Fonte: sito ufficiale: U. N. Environment, «UNEP - UN Environment Programme», UNEP - UN Environment Programme, s.d., <http://www.unep.org/node>.

le tecnologie sane per l'ambiente, vale a dire tutte quelle che hanno come priorità la salvaguardia dell'ambiente e la gestione delle risorse in modo sostenibile, compresi anche il *know-how* e le procedure organizzative (Agenda 21, Capitolo 34). Questo principio ha lo scopo di incoraggiare tecnologie pulite in funzione del beneficio umano piuttosto che concentrarsi sulla sola produzione fine a se stessa. L'ampia definizione di queste tecnologie include specialmente lo smaltimento di rifiuti considerati tossici, ed il modo in cui questi vanno trattati ed accantonati che può risultare oneroso in termini finanziari ed ambientali; quindi usare tecnologie sane, che generano meno rifiuti residui, previene ed evita impatti ambientali negativi, aumentando l'efficienza e la competitività dell'impresa creando anche nuove opportunità di investimento. Le imprese che in genere ambiranno a migliorare i propri profitti, facendo sì che questo derivi da un uso più efficiente delle risorse, si impegneranno: in politiche che considereranno l'uso di tecnologie sane per l'ambiente, nella produzione di rapporti ambientali per gli *stakeholders*, l'utilizzo di uno strumento di valutazione del ciclo vitale (LCA) per lo sviluppo di tecnologie e prodotti così da considerare gli impatti attuali e successivamente lo smaltimento del prodotto ed cooperare con altre imprese per far sì che le migliori tecnologie sane sia disponibile per tutti.

- Lotta alla corruzione, rappresenta una delle principali sfide mondiali, in quanto è considerata un grande ostacolo alla democrazia ed allo sviluppo sostenibile. La corruzione è anche molto costosa per le imprese, infatti, secondo una stima della Banca Mondiale, ci sarebbero dei ricarichi di costi di circa il 10% proprio a causa delle pratiche di corruzione. La lotta internazionale alla corruzione ha fatto grandi progressi con l'adozione, da parte dell'Organizzazione per la Cooperazione Economica per lo Sviluppo (OCSE), della Convenzione OCSE sulla lotta alla Corruzione dei Pubblici Ufficiali stranieri nelle transazioni internazionali, ed in seguito dell'entrata in vigore della Convenzione delle Nazioni Unite contro la Corruzione

(UNCAC)²⁵ nel 2005, trattandosi del primo strumento internazionale adottato a livello globale e dell'unico strumento anti-corruzione giuridicamente vincolante.

- Principio X, fu annunciato da Kofi Annan ed aggiunto in seguito al primo Summit “*Global Compact Leaders*” nel giugno del 2004. L'adozione di questo principio richiede ai partecipanti dell'UNGC non solo di evitare la corruzione in ogni forma, ma anche di sviluppare politiche incisive e concreti piani anti-corruzione, richiedendo alle imprese una maggiore trasparenza verso tutte le categorie di *stakeholders* assieme ai governi, alla società ed alle stesse Nazioni Unite. Quando si va a definire la corruzione ci si discosta dai termini di estorsione e tangente, identificando la corruzione come: “l'abuso di potere per fini privati riferito non solo a vantaggi finanziari ma anche economici” (definizione di *Transparency International*). Definendo l'estorsione, le linee guida dell'OCSE ne chiariscono il termine specificando che si tratta: “della richiesta o dell'atto di costringere qualcun altro a farsi pagare tangenti. Diventa estorsione quando questa domanda è accompagnata da minacce che mettano in pericolo la vita o l'integrità della persona coinvolta”. Per la definizione di tangente, i principi di *Transparency International* la identificano come: “l'offerta o il ricevimento di qualsiasi tipo di regalo, di prestito, di onorario o di compenso per o da qualsiasi persona giuridica, per indurre a fare qualcosa di disonesto o illegale”.

II.2.1 Agenda 2030 e Accordo di Parigi

I punti di riferimento globali, delle logiche ESG, possono essere rinvenuti in due grandi momenti della storia della sostenibilità: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite e gli Accordi di Parigi. Da questi due grandi impegni,

²⁵ United Nations, «Convention against Corruption», United Nations : Office on Drugs and Crime, s.d., //www.unodc.org/unodc/en/treaties/CAC/index.html.

stanno prendendo spunto gli Stati, le imprese e le organizzazioni per applicare la sostenibilità in tutte le fasi strategiche delle loro attività.

Il 25 settembre 2015 l'Assemblea generale delle Nazioni Unite ha adottato e sottoscritto l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, considerata una delle due finalità del *Global Compact*, alla quale hanno preso parte 150 leader provenienti da tutto il mondo. L'Agenda 2030 riguarda impegni per le persone, per la prosperità e per la salvaguardia del pianeta articolandosi in 17 obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile, i *Sustainable Development Goals* (o SDGs), che comprendono una vasta linea di azione ed interventi composti da 169 sotto-obiettivi (*target*). Gli SDGs, ed i relativi *target*, sono tra loro interconnessi ed affrontano un'ampia tipologia di temi attinenti allo sviluppo economico e sociale, come ad esempio la lotta alla povertà, alla fame, il diritto alla salute e all'istruzione, l'accesso ad acqua e all'energia, la dignità nel lavoro e nella possibilità di creare condizioni per una crescita economica inclusiva e sostenibile. Questi indicano le priorità globali per il 2030, e definiscono un piano d'azione integrato per le persone, il pianeta e la pace nel suo insieme, affrontando temi quali: il cambiamento climatico, la tutela dell'ambiente, l'urbanizzazione e i nuovi sistemi di produzione e consumo sino ad arrivare a tematiche legate all'uguaglianza sociale e di genere. A supporto del raggiungimento dei nuovi obiettivi globali, l'Agenda 2030 fornisce oltre 200 indicatori per la valutazione delle *performance* di sostenibilità di tutti i soggetti coinvolti all'interno del processo di cambiamento globale, proprio come definito dal segretario generale delle Nazioni Unite Ban Ki Moon "*La nuova Agenda è una promessa da parte dei leader a tutte le persone in tutto il mondo. È un'agenda per le persone, per sradicare al povertà in tutte le sue forme, un'agenda per il pianeta, che è la nostra casa*"²⁶. L'Agenda 2030 ha sostituito i *Millennium Development Goals* (MDGs), adottati nel settembre del 2000 da 193 Paesi e raggiunti solamente in modo parziale. Gli SDGs si differenziano notevolmente dai MDGs, e principalmente sotto due aspetti:

- Gli SDGs si rivolgono a tutti gli Stati, a prescindere dal livello di sviluppo raggiunto, a differenza degli MDGs che si rivolgevano

²⁶ «Agenda 2030», UN Global Compact Network Italia, s.d., <https://www.globalcompactnetwork.org/it/il-global-compact-ita/sdgs/agenda-2030.html>.

esclusivamente ai Paesi in via di sviluppo (PVS), i quali hanno avuto difficoltà nel raggiungimento degli obiettivi in modo uniforme, a causa di una mancata analisi, giustificazione dietro la scelta degli MDGs e mancanza di misure per il conseguimento di alcuni di questi;

- Il secondo aspetto riguarda il modo secondo cui questi principi sono stati posti, mentre gli MDGs furono “imposti” agli Stati dalle Nazioni Unite, gli SDGs sono stati definiti su una base molto più ampia ovvero tramite la compartecipazione degli Stati ONU ai lavori di creazione degli obiettivi stessi. Questa modalità ha garantito un maggior consenso rispetto ai precedenti MDGs.

I nuovi obiettivi per il 2030, anche se indirizzati ad attori di categorie diverse come istituzioni, governi, comunità, imprese ed enti no-profit, hanno lo scopo di essere una spinta verso la sostenibilità specialmente nel mondo del business. Gli SDGs riconoscono un ruolo chiave e determinante alle imprese di qualsiasi dimensione, settore e localizzazione geografica, per lo sviluppo sostenibile.



Figura 7. I 17 SDGs dell’Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile

Ai nuovi obiettivi di sviluppo sostenibile, è richiesto un approccio proattivo orientato ai cambiamenti futuri, al fine di arrivare ad uno sviluppo sostenibile entro i prossimi 15 anni, tramite lo sviluppo di nuovi modelli di business responsabile ed

etico, strette azioni di partnership globali tra governi, imprese e società civile ed innovazione tecnologica.

Il 12 dicembre dello stesso anno rappresenta a sua volta un altro passaggio fondamentale per i temi della sostenibilità e del pianeta, infatti si svolge a Parigi la COP21²⁷ tra i 198 Stati membri della Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici, o UNFCCC, i quali firmano e ratificano l'Accordo di Parigi, entrato successivamente in vigore il 4 novembre 2016 con l'adempimento della condizione di ratifica da parte di almeno 55 paesi che rappresentano come minimo il 55% delle emissioni mondiali di gas serra, sancendo la prima grande intesa universale e giuridicamente vincolante sul cambiamento climatico. La COP21 di Parigi rappresenta il ventunesimo incontro formale tra le parti firmatarie dell'UNFCCC, noti anche come Conferenza delle Parti o Conferenza ONU sul Cambiamento Climatico cominciati nel 1995 con il COP1 del Mandato di Berlino, a seguito dell'entrata in vigore dell'UNFCCC nel 21 marzo 1994, e convocati ogni anno, (ad eccezione dell'edizione del 2020 posticipata a causa dell'emergenza COVID), per discutere il raggiungimento di obiettivi inerenti la stabilizzazione della concentrazione dei livelli di gas serra contenuti nell'atmosfera e la risoluzione delle problematiche poste alla base del riscaldamento globale. Con l'Accordo di Parigi nel 2015, i Paesi di tutto il mondo hanno rinnovato il loro impegno a favore dell'azione per il clima, concordando nuovi obiettivi, più stringenti, per accelerare gli sforzi volti al raggiungimento degli obiettivi primari. A Parigi si arriva così ad una scelta strategica di fondamentale importanza per il processo ESG ma soprattutto per il pianeta, presentando un piano d'azione globale basato su:

- Un obiettivo a lungo termine comune a tutti i governi, quale il mantenimento dell'aumento della temperatura media globale al di sotto di 2°C in più rispetto ai livelli preindustriali, e di proseguire gli sforzi per limitarlo puntando ad 1,5°C;

²⁷«Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici», Consiglio Europeo, 29 novembre 2023, <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>.

- Prima e durante la conferenza di Parigi, gli Stati hanno presentato piani di azione nazionali globali in materia di clima al fine di ridurre le rispettive emissioni, chiamati Contributi determinati a livello nazionale (NCD);
- La trasparenza dei Stati nel comunicare, tra loro e con il pubblico, i risultati raggiunti nell'attuazione dei rispettivi obiettivi;
- La comunicazione dei governi su base quinquennale, dei rispettivi piani d'azione, fissando ogni volta degli obiettivi più ambiziosi;
- Solidarietà tra Stati membri dell'UE ed altri Stati sviluppati, fornendo finanziamenti per il clima ai paesi in via di sviluppo aiutandoli a ridurre la quantità di emissioni prodotte ed a raggiungere migliori livelli di sostenibilità per combattere gli effetti dei cambiamenti climatici.

Parlando di Conferenza tra le Parti, si vuole dare menzione all'ultimo vertice mondiale sull'azione per il clima tenutosi a Dubai, Emirati Arabi Uniti, nei primi giorni di dicembre 2023. Così la ventottesima conferenza delle Nazioni Unite sul clima (COP28)²⁸, si è riunita per richiedere un'azione globale più rapida ed incisiva per abbassare ad 1,5°C l'aumento della temperatura mondiale, come asserito dal presidente del Consiglio europeo Charles Michel, per rafforzare le ambizioni già precedentemente dichiarate, sottolineando il pieno impegno dell'UE. Quest'ultima infatti ha già ridotto del 30% le emissioni di gas ad effetto serra, rispetto ai livelli del 1990, ed ora è intenzionata nello sviluppo di due obiettivi, quali raddoppiare l'efficienza energetica e triplicare le energie rinnovabili allo scopo di mettere fine alla dipendenza dai combustibili fossili. L'UE risulta essere il principale fornitore di finanziamenti pubblici per il clima a livello mondiale, e a Dubai è stato evidenziato come, fino ad oggi stia onorando il suo impegno per il raggiungimento dei 100 miliardi di USD fissati dall'accordo di Parigi nel 2015. L'UE, insieme ai suoi Stati membri, ha annunciato di aver contribuito con 220 milioni di euro al fondo per le perdite e i danni, come aiuto diretto verso i paesi più poveri e vulnerabili, ed impegnando fino a 23 miliardi di euro solamente in quest'anno. Durante il Vertice

²⁸ «COP 28 - Vertice mondiale sull'azione per il clima, Dubai, Emirati arabi uniti, 1 e 2 dicembre 2023», Consiglio Europeo, 1 dicembre 2023, <https://www.consilium.europa.eu/it/meetings/international-summit/2023/12/01-02/>.

Mondiale COP28, i capi di Stato ed i leader internazionali si sono riuniti per il WCAS (*World Climate Action Summit*)²⁹, dove i temi chiave al centro del dibattito hanno riguardato:

- Il sostegno dei Paesi in via di sviluppo nel rispondere in maniera repentina agli effetti del riscaldamento globale, avvalendosi dello strumento *Loss and Damage*, istituito durante il COP27 di Sharm el-Sheikh, per riparare ai danni che i Paesi più poveri subiranno a seguito del cambiamento climatico;
- La riduzione delle emissioni di gas serra valutando l'effetto congiunto di tutti i NCD, e nel caso in cui questi non risultino compatibili con l'Accordo di Parigi si chiederà di introdurre NCD più ambiziosi. Tuttavia secondo il report ufficiale delle Nazioni Unite la riduzione di emissioni mondiali di gas serra, rispetto al 2019, sarebbe pari al 10%, risultato molto lontano dall'obiettivo dell'Accordo di Parigi che dovrebbe vedere un calo delle emissioni del 30-43%
- La scelta di una *Roadmap* chiara e trasparente, per ridurre l'uso di combustibili fossili (carbone, petrolio e gas), e con l'attuazione del GDA (*Global Decarbonization Accelerator*) è stato lanciato un pacchetto energetico completo COP28 insieme ai leader di tutti i settori che si impegnano ad accelerare una transizione energetica equa, giusta ed ordinata volta a ridurre effettivamente le emissioni. In questo senso si è puntato sugli impegni intersettoriali di tutto il mondo per ampliare l'utilizzo di energie rinnovabili e l'efficienza energetica con l'approvazione, ancora in corso, da parte di 119 Paesi del *Global Renewables and Energy Efficiency Pledge*.

II.3 Situazione europea

La finanza verde è in forte espansione e continua ad essere uno degli obiettivi principali dell'Europa, ma nonostante ciò manca ancora un quadro armonizzato e dei criteri chiari per definire cosa si intenda per “verde” e cosa comprenda. Per questo motivo, l'Unione Europea insieme alle autorità di regolamentazione competenti del

²⁹ COP28 UAE e United Nations Climate Change, «COP28 World Climate Action Summit – Presidency Summary», 2023, <https://www.cop28.com/en/wcas>.

settore finanziario, sta elaborando diverse regole riguarda la finanza etica. Questi criteri potranno costruire un punto di riferimento per i mercati, permettendo agli investitori, interessati in materia di responsabilità e sostenibilità, di investire consapevolmente i propri risparmi secondo criteri di sostenibilità evitando rischi riguardanti il fenomeno del *greenwashing*, relativo all'utilizzo improprio, o addirittura falso, della denominazione "green" per attrarre un maggior numero di investitori sul mercato.

In questa sezione vengono analizzati gli studi e i rapporti di istituzioni ed associazioni europee, ritenuti importanti per definire il quadro di sostenibilità e responsabilità sociali dell'Europa.

II.3.1 *Unione Europea*

Con l'adozione dell'Accordo di Parigi nel 2015 sui cambiamenti climatici e dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo Sviluppo Sostenibile, la sostenibilità e la transizione verso un'economia a basso contenuto di carbonio, più efficiente e competitiva in termini di risorse rinnovabili sono al centro del progetto dell'UE e dei suoi trattati che ne riconoscono la dimensione sociale ed ambientale. Alla fine del 2016 la Commissione europea ha istituito un gruppo di alti esperti sulla finanza sostenibile, chiamato l'HLEG (*High-Level Expert Group on Sustainable Finance*), ed il 31 gennaio 2018 questi hanno pubblicato una relazione finale che presenta una visione globale sui modi di elaborare una strategia finanziaria sostenibile per l'UE. A partire dal report, contenente raccomandazioni formulate dal gruppo per le strategie sostenibili ed azioni mirate a specifici settori del sistema finanziario, la Commissione europea ha elaborato un piano d'azione identificato come Piano d'Azione della Commissione europea sulla Finanza Sostenibile³⁰, pubblicato l'8 marzo 2018, il quale illustra le misure che la Commissione europea intende adottare per orientare il mercato dei capitali verso un modello di sviluppo sostenibile, inclusivo ed in linea con i principi descritti nell'Accordo di Parigi sul clima. Il piano d'azione è stato presentato a Bruxelles il 22 marzo 2018 e recepisce gran parte delle raccomandazioni dell'HLEG, nel quale la Commissione introduce delle misure che puntano a:

³⁰ Fonte: sito ufficiale Commissione Europea, Comunicati, Piano d'Azione per la finanza e la crescita sostenibile, https://commission.europa.eu/index_it.

- Orientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili;
- Gestire in modo più efficace i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico, dal degrado ambientale, dal consumo di risorse e dalle disuguaglianze sociali;
- Migliorare la trasparenza, posta alla base del settore finanziario, ed incoraggiare un approccio di lungo periodo di lungo periodo delle attività economico-finanziarie.

Analizzando il lavoro dell'UE in ambito di sostenibilità legata alla finanza, nell'aprile 2021, la Commissione europea ha presentato una proposta per una direttiva sulla rendicontazione aziendale riguardo alla sostenibilità, la CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*)³¹, che amplierebbe gli obblighi di rendicontazione della NFRD. Questa richiede la verifica delle informazioni comunicate da garanti esterni e introduce informative più dettagliate e granulari sulle prestazioni ESG e sull'impatto dell'azienda. Le principali novità introdotte dalla CSRD in tema di rendicontazione della sostenibilità aziendale sono:

- L'ampliamento dei soggetti interessati, passando da 11.600 imprese a 49.000, coinvolgendo le imprese secondo tempistiche differenti, partendo dalle più grandi già soggette a NFRD fino ad arrivare alle piccole imprese e succursali delle holding;
- L'informativa dei contenuti della comunicazione sulla sostenibilità a 360°, ampliata riguardo alle strategie aziendali, obiettivi dell'impresa, ruolo degli organi interni e principali rischi legati alla sostenibilità;
- L'obbligo di collocazione dell'informativa all'interno della relazione sulla gestione, pubblicando simultaneamente informazioni finanziarie e non;
- Principio di doppia materialità, obbligando le imprese a specificare come le proprie attività e quelle dei fornitori influenzino sulla società e sull'ambiente;
- Integrazione degli aspetti dei fattori ESG lungo la *Value Chain*, anche durante la redazione del bilancio, in riferimento all'intera catena del valore, sia a valle che a monte;

³¹ EUROSIF, «Corporate Sustainability Reporting Directive», *EUROSIF*, s.d., <https://www.eurosif.org/policies/sustainable-reporting/>.

- L'introduzione degli ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*), vale a dire standard europei di informativa sulla sostenibilità, elaborati dallo EFRAG ed utilizzati da tutte le imprese soggette alla direttiva;
- La direttiva introduce poi l'obbligo di utilizzo del formato elettronico unico di comunicazione, per redigere il bilancio e la relazione sulla gestione.

II.3.2 *Obiettivi e criteri di eco sostenibilità europei*

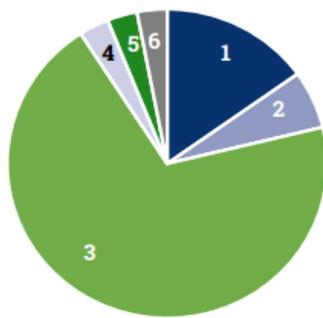
Per il futuro dell'Europa i Paesi dell'UE si stanno impegnando a raggiungere l'obiettivo della neutralità climatica, secondo gli impegni assunti nel quadro dell'Accordo di Parigi. In questo percorso si inserisce un'altra strategia europea che prende il nome di Green Deal³², e consiste in un pacchetto di iniziative strategiche che intende portare l'UE verso una transizione verde, con l'obiettivo di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050. La Commissione europea mira ad aiutare l'UE in questo obiettivo applicando diverse strategie, come la “Dal produttore al consumatore” che sposta l'attuale sistema alimentare dell'UE verso un modello sostenibile. Un'altra strategia a cui si affida l'UE riguarda il settore industriale e nello specifico l'obiettivo di questa strategia è quello di sostenere l'industria nel suo ruolo di acceleratore verso il cambiamento, l'innovazione e la crescita. Riguardo invece alla strategia UE sulle foreste entro il 2030 presentata dalla Commissione europea nel 2021, questa è considerata come uno degli elementi prioritari del *Green Deal*, si basa infatti sul progetto dell'UE sulla biodiversità entro il 2030 che comprende un ripristino su almeno il 20% delle zone marine e terrestri dell'UE, imponendo agli Stati membri di applicare tutte le misure necessarie per l'attuazione. Nel *Green Deal* inoltre è incluso il pacchetto soprannominato “Pronti per il 55%”, il quale consiste in una serie di proposte volte a rivedere la legislazione in materia di clima, energia e trasporti per allineare la legislazione dell'UE ai suoi obiettivi climatici. Questo pacchetto si riferisce all'obiettivo principale dell'UE di ridurre le emissioni nette di gas serra, di almeno il 55% entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990. Il Consiglio europeo ha l'incarico di fornire orientamenti politici in merito alle politiche dell'UE, mentre la Commissione presenta a quest'ultimo ed al Parlamento

³² «Green Deal europeo», Consiglio Europeo, 10 novembre 2023, <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/green-deal/>.

europeo, le sue proposte e iniziative previste nell'ambito del *Green Deal*. Nel ci dovessero essere proposte legislative, l'obiettivo finale è adottare una normativa in base alla quale il Consiglio ed il Parlamento europeo decidono in qualità di co-legislatori.

Per quanto riguarda la prospettiva degli investitori riguardo alle sostanziali novità europee in materia di sostenibilità e responsabilità sociale, l'organizzazione EUROSIF, la quale ogni due anni pubblica dei rapporti basati su questionari riguardanti gli investimenti etici, ha presentato i risultati di uno studio³³ condotto nella seconda metà del 2022, l'*Eurosif Report Climate*, sull'utilizzo dei dati relativi al clima da parte dei gestori patrimoniali e di altri professionisti operanti nei mercati finanziari. Lo studio riguarda gli operatori dei mercati finanziari che operano in Europa riportando la tipologia dei soggetti intervistati (Figura 8), con asset posseduti o gestiti che vanno da meno di 50 milioni di euro a più di 500 miliardi di euro. I risultati dell'indagine quantitativa e delle ulteriori interviste qualitative condotte da EUROSIF, mostrano che l'uso delle informazioni legate al clima nei processi di investimento è ormai una cosa ovvia, ma l'ampiezza e la profondità della sua integrazione nelle decisioni e nei processi di investimento è varia. Accanto alle strategie di esclusione, delle quali si darà spiegazione nel successivo capitolo dell'elaborato, tra gli approcci più utilizzati per integrare le informazioni legate al clima nei processi di investimento, ci sono gli *screening* e le valutazioni basate sulle emissioni di CO₂ e le informazioni generali sulla strategia climatica degli investitori a dispetto di parametri più lungimiranti come fondi passivi che incorporano obiettivi climatici ed i piani di transizione (Figura 9).

³³ EUROSIF, «Eurosif Report Climate - May 2023», EUROSIF, maggio 2023, <https://www.eurosif.org/news/eurosif-report-may-2023/>.



- 1: Bank – 15% (5)
- 2: Insurance/reinsurance company – 6% (2)
- 3: Asset management company – 70% (23)
- 4: Pension fund – 3% (1)
- 5: Foundation – 3% (1)
- 6: Private equity / venture capital firm – 3% (1)

Figura 8. Distribuzione dei 33 intervistati per tipologia di attore del mercato finanziario

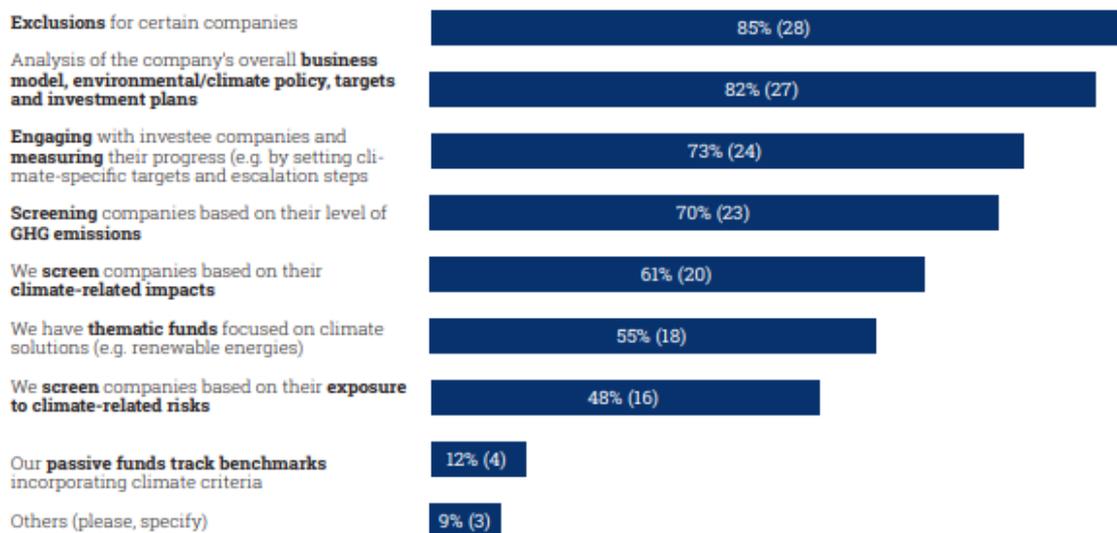


Figura 9. Strategie per integrare le considerazioni legate al clima nelle scelte di investimento

I risultati del Rapporto EUROSIF 2023 suggeriscono che gli organi facenti parte dell'UE, dovrebbero supportare meglio le esigenze dei soggetti operanti sul mercato in merito a dati e informazioni relativi al clima (Figura 10) e: continuare a promuovere una migliore qualità e disponibilità delle informazioni relative al clima attraverso iniziative come ad esempio l'*European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), adoperarsi per ambiziosi standard di rendicontazione aziendale legati alla sostenibilità e basati sull'approccio a doppia materialità, introdurre requisiti di

trasparenza per i fornitori esterni di dati e rating sulle loro metodologie e sostenere la collaborazione con la comunità scientifica e lo sviluppo di indicatori relativi al clima accurati e secondo parametri lungimiranti.

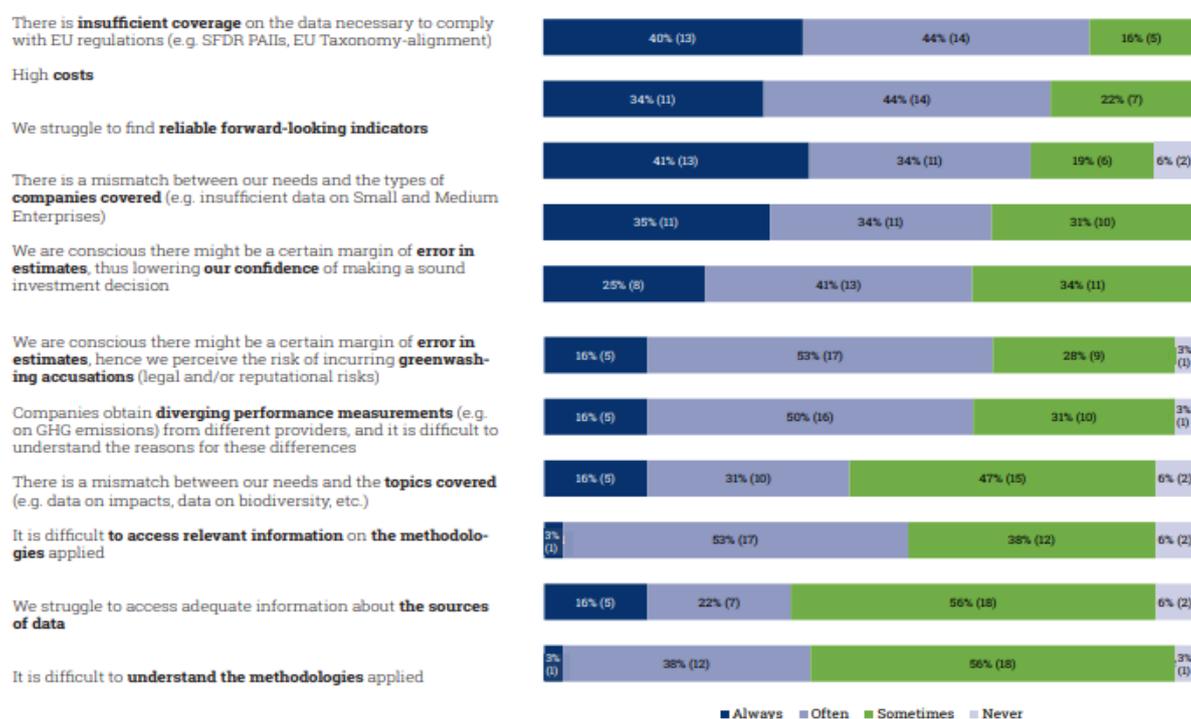


Figura 10. Sfide affrontate dai gestori e dai proprietari patrimoniali quando utilizzano informazioni relative al clima provenienti da fornitori esterni

II.4 Situazione Italiana

Come per un'impresa i risultati di business sono in stretta relazione con il contesto di mercato in cui opera, così anche le performance ESG sono da mettere in relazione con la capacità del sistema Paese di esprimere una capacità di azione in grado di aumentare la propria possibilità di raggiungere risultati in termini di sostenibilità. In questo contesto il ruolo degli SDGs, come punti di riferimento risulta fondamentale. Ciò significa che se le iniziative, la *governance* pubblica, le infrastrutture e la visione di un Paese sono in linea con i 17 obiettivi di sostenibilità delle Nazioni Unite sarà più semplice, per le aziende che operano in quel contesto, migliorare a loro volta le performance ambientali e sociali. Diventa quindi importante misurare la capacità a livello nazionale per il raggiungimento degli SDGs o per capire a che punto il Paese si trova lungo questo percorso. L'Istat insieme al Sistan, ha realizzato un servizio attivo a partire da dicembre 2016, sottoforma di piattaforma informativa dove si

mostra l'andamento relativo a tutti gli indicatori SDGs, aggiornati due volte l'anno. Il servizio misura i progressi realizzati nell'attuazione delle misure che dovrebbero portare il Paese verso i 17 obiettivi delle Nazioni Unite, e nel corso del 2023 l'Istat ha pubblicato il suo sesto Rapporto sugli SDGs³⁴.

L'andamento relativo a l'ultimo anno rivela un quadro molto variegato: il 42,6% è in miglioramento, il 24,6% è stazionario mentre il 32,8 segnala un peggioramento, come si può osservare in figura (Figura 11).

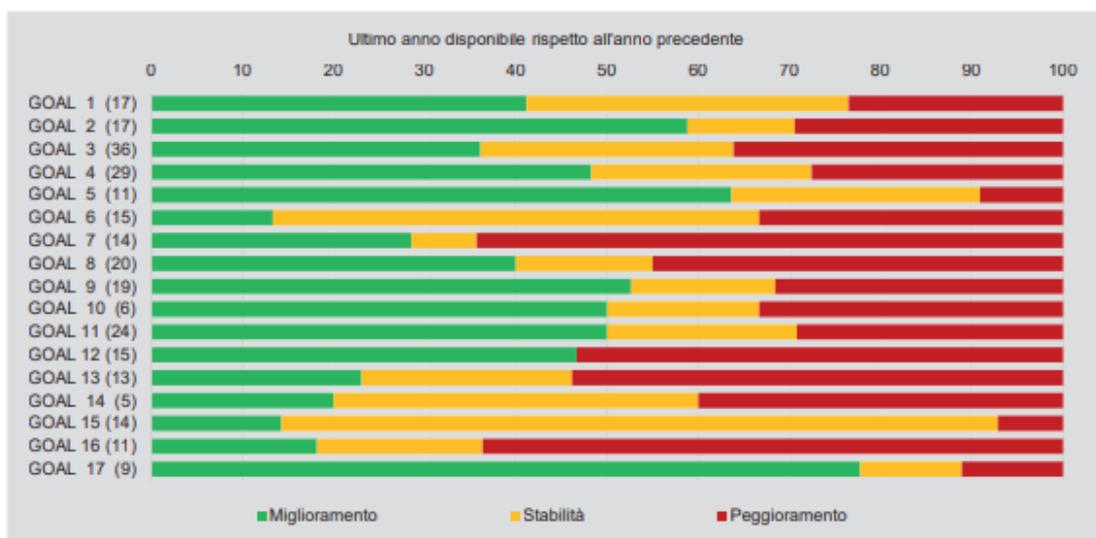


Figura 11. Evoluzione temporale delle misure statistiche, ultimo anno disponibile rispetto all'anno precedente per obiettivi³⁵

Rispetto ai 10 anni precedenti, ci sono invece molti più segnali positivi: infatti il 58,6% delle misure è in miglioramento, il 21,3% resta stazionario ed invece solo il 20,1% segnala un peggioramento (Figura 12).

I segnali positivi arrivano prevalentemente dai Goal 5 e 17, rispettivamente per la Parità di genere e la Partnership, grazie ad una crescita della presenza di donne in posizioni di responsabilità, ed anche nei Goal 7,8 e 12, riferiti rispettivamente a Energia pulita ed accessibile, Lavoro dignitoso e crescita economica e Consumo e produzione responsabili dove tre quarti o più delle misure presentano una variazione positiva. Mentre nei Goal 2 (Fame zero), Goal 4(Istruzione), Goal 11 (Città e

³⁴ Istat, «Rapporto SDGs 2023. Informazioni statistiche per l'Agenda 2030 in Italia», 25 ottobre 2023, <https://www.istat.it/it/archivio/285778>.

³⁵ (n) accanto a ciascun obiettivo viene indicato tra parentesi il numero di misure statistiche usate per il calcolo

comunità sostenibili) e Goal 13 (Cambiamento climatico) per più di un terzo degli indicatori c'è un peggioramento.

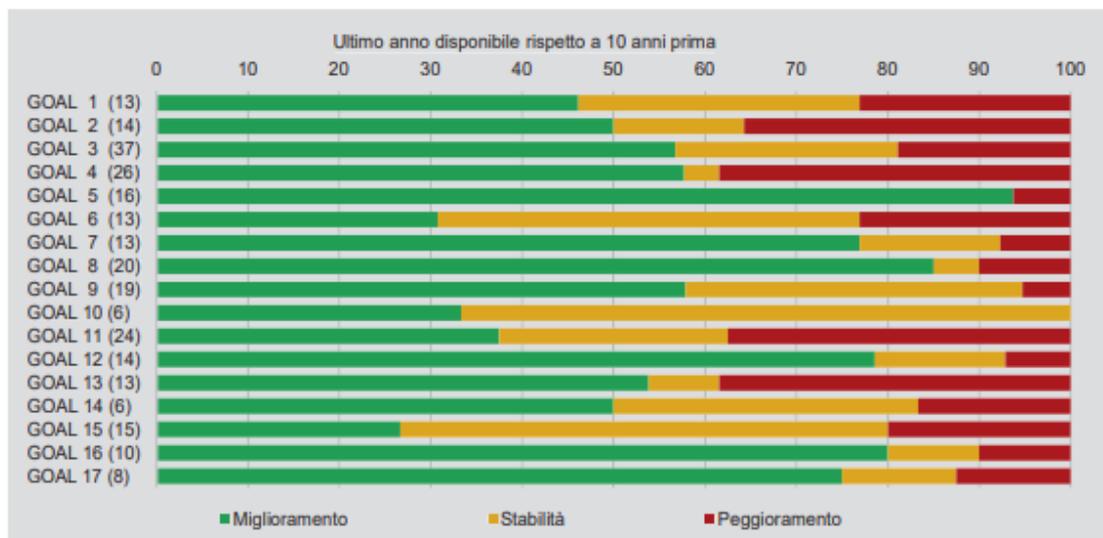


Figura 12. Evoluzione temporale delle misure statistiche, ultimo anno disponibile rispetto ai 10 anni precedenti per obiettivi³⁶

II.4.1 Banca d'Italia – Carta degli investimenti sostenibili

L'istituto della banca d'Italia, in riferimento agli investimenti sostenibili e i rischi climatici, pubblica annualmente un rapporto, chiamato Rapporto annuale sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici, che dà attuazione dell'impegno assunto assieme alle banche centrali dell'Eurosistema per l'applicazione di principi di investimento sostenibili e responsabili ai portafogli non di politica monetaria. L'impegno prevede dal 2022 la diffusione periodica di informazioni relative ai rischi climatici per tali investimenti. Il Rapporto nell'edizione del 2022, risponde a due degli impegni presi dalla Banca d'Italia nel 2021, con la pubblicazione della Carta degli investimenti sostenibili, vale a dire: fornire con regolarità informazioni sui risultati raggiunti e sulle metodologie usate per integrare i criteri ambientali, sociali e di *governante* aziendale nella gestione degli investimenti; contribuire alla diffusione della cultura della finanza sostenibile nel sistema finanziario e tra i cittadini.

La Carta degli investimenti sostenibili³⁷ definisce la visione che la Banca d'Italia ha sulla sostenibilità, contiene principi e criteri di riferimento per la gestione

³⁶ (n) accanto a ciascun obiettivo viene indicato tra parentesi il numero di misure statistiche usate per il calcolo

sostenibile dei propri investimenti finanziari ed indica precisi impegni, mediante i quali intende dare concretezza alla propria azione a favore di un modello di crescita economica sostenibile. La Carta si applica a quelle attività finanziarie sulle quali la Banca ha piena autonomia decisionale, mentre non è applicabile ai portafogli di politica monetaria, la cui gestione è di responsabilità dell'Eurosistema. Gli impegni principali che la Carta assume sono:

- Promuovere la sostenibilità ESG, tramite la diffusione di informazioni di sostenibilità da parte di tutti gli operatori del sistema finanziario;
- Integrare i principi ESG nella gestione dei propri investimenti e promuovere la diffusione di buone pratiche di investimento sostenibile;
- Pubblicare informazioni e analisi sulla finanza sostenibile, comunicare periodicamente i risultati contribuendo alla diffusione della cultura finanziaria etica.

La Banca ha scelto di non ricorrere a strategie di investimento basate sulla mera esclusione degli emittenti di settori economici a maggior impronta carbonica, ma di favorire, all'interno di ciascun settore, le imprese più impegnate nella transizione. A questo fine, i modelli di selezione dei titoli azionari e delle obbligazioni societarie sono stati rivisti per tenere conto degli impegni di decarbonizzazione delle imprese. Per i titoli di Stato invece, la strategia di sostenibilità ritenuta più adatta è quella di investimento in obbligazioni verdi (*green bond*) emesse da Stati, organismi sovranazionali ed agenzie di emanazione pubblica. Questi *Green Bond*³⁸ sono strumenti di debito emessi appunto da entità pubbliche, o private, con l'obiettivo di finanziare progetti che hanno un impatto positivo sull'ambiente o che contribuiscono alla lotta contro il cambiamento climatico. Questi progetti possono riguardare l'energia rinnovabile, l'efficienza energetica, la gestione sostenibile delle risorse naturali e la conservazione della biodiversità, rendendo le obbligazioni verdi un importante strumento di finanziamento per la transizione verso un'economia a basso

³⁷Fonte: sito ufficiale Banca d'Italia, «Banca d'Italia - Carta degli investimenti sostenibili», Banca d'Italia, 2023, <https://www.bancaditalia.it/compiti/riserve-portafoglio-rischi/cis/https%3A%2F%2Fwww.bancaditalia.it%2Fcompiti%2Friserve-portafoglio-rischi%2Fcis%2Findex.html%3Fcom.dotmarketing.htmlpage.language%3D102>.

³⁸ «Cosa sono i Green Bond», Borsa Italiana, s.d., <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>.

impatto di carbonio e tra le tipologie di investimento sostenibile più scelto nel mondo (Figura 13).

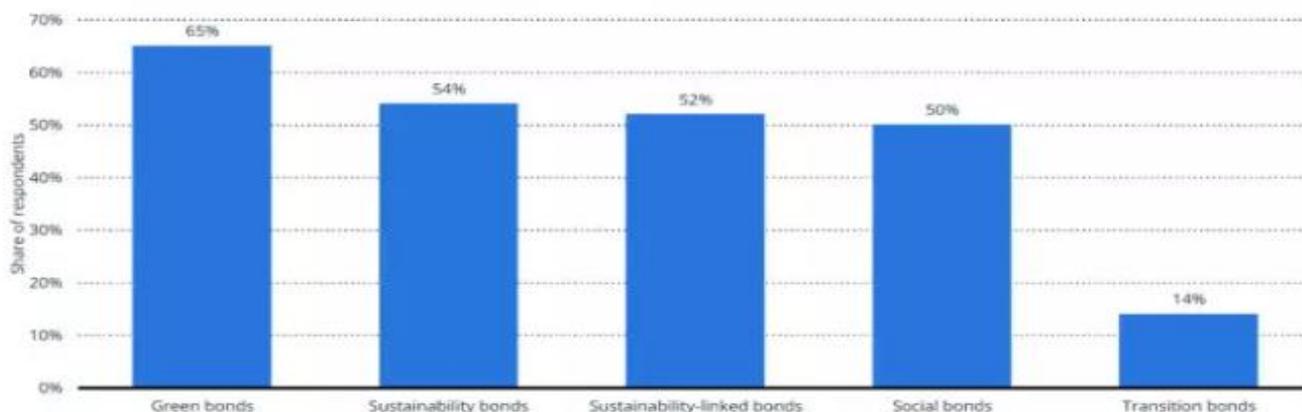


Figura 13. Principali prodotti di debito sostenibile nei quali investono attivamente gli investitori globali³⁹

La Carta, contenente la politica di investimento sostenibile della Banca, si ispira ai classici obiettivi analizzati fino a questo punto, vale a dire: i principi dell'*UN Global Compact*, relativi ai diritti umani, standard lavorativi, tutela dell'ambiente e lotta alla corruzione; gli obiettivi dell'Agenda 2030 dell'ONU per lo sviluppo sostenibile e l'Accordo di Parigi sul clima, che impegna i governi a ridurre l'incremento della temperatura media globale a 1,5°C. Un aspetto fondamentale sono i criteri di esclusione individuati dalla Carta, e su cui la Banca si basa per individuare il perimetro nel quale selezionare gli investimenti, riguardanti tutte le società emittenti che non rispettano le convenzioni dell'ILO ed i trattati internazionali in materia militare, di tabacco e chimico.

³⁹ Fonte: Statista, Royal Bank of Canada

Capitolo III

POLITICHE APPLICATE ALL'INVESTIMENTO SOSTENIBILE

Come già discusso nei capitoli precedenti, tra i soggetti finanziari è sempre maggiore la volontà di investire nel rinnovabile ed è previsto che la percentuale dei soggetti impegnati in questo tipo di investimenti aumenterà nel futuro. In questo capitolo verranno trattati i principali motivi che spingono un soggetto, operante nei mercati finanziari, ad intraprendere queste tipologie di strategie di investimento ed ai diversi modi di come queste possono essere messe in pratica.

III.1 Motivi che portano all'investimento sostenibile in portafoglio

La sfera finanziaria sta vivendo quello che può essere definito come un decisivo cambiamento di rotta verso quell'ambito riguardante la sostenibilità, cioè investimenti che sono volti a considerare, non solo il rendimento economico, ma soprattutto l'impatto che le aziende hanno sull'ambiente, sulla società e sulla *governance* interna. Le ragioni che spingono sempre più investitori verso l'area della finanza responsabile possono essere annoverate in cinque categorie:

- L'urgenza climatica, con il riscaldamento globale ed i suoi effetti stanno spingendo gli investitori, le istituzioni ed i Stati a prendere in considerazione l'impatto ambientale delle proprie scelte, portando ad elaborare trattati ed obiettivi che indirizzino le strategie di investimento verso la salvaguardia dell'ambiente;
- Pressione sociale, esercitata dalle nuove generazioni, in proporzione più sensibili ai temi della sostenibilità, affinché i capitali vengano indirizzati allo sviluppo in modo etico e sostenibile;
- Consapevolezza che una buona *governance* interna è sinonimo di stabilità e minor rischio per gli investitori, che quindi mireranno ad allocare le proprie

- risorse in aziende ben gestite e tendenti a performare meglio nel lungo periodo e con rischi più contenuti;
- Gli investimenti ESG possono inoltre offrire rendimenti competitivi agli investimenti tradizionali, sorpassando la visione secondo la quale l'etica ed il profitto non possano andare di pari passo;
 - La regolamentazione sempre più stringente verso i temi ESG, dove le normative a livello globale stanno spingendo per l'adozione di standard socialmente responsabili, rendendo questa tipologia di investimenti non solo etici ma anche conformi alle future linee guida legislative delle istituzioni.

Le precedenti motivazioni sono anche state studiate da vari professionisti e studiosi del settore, per capire il perché si detenessero investimenti in fondi comuni di investimento socialmente responsabili. Nello studio condotto da Riedl e Smeets (2017)⁴⁰, sulle preferenze nella selezione del portafoglio, svolto su un campione scelto casualmente di investitori olandesi, si arriva alla conclusione che sia le preferenze sociali che la segnalazione sociale spiegano le decisioni di investimento socialmente responsabile, mentre i motivi finanziari giocano un ruolo minore. Gli investitori socialmente responsabili del campione si aspettavano di ottenere rendimenti inferiori dai fondi SRI rispetto ai fondi convenzionali e di pagare commissioni di gestione più elevate. Questo suggerisce che, nonostante le loro aspettative, gli investitori sono disposti a rinunciare alla performance finanziaria a favore dell'investimento conforme con le loro preferenze sociali. Inoltre nello stesso studio proposto da Riedl e Smeets (2017), si mostra come l'83% di tutti gli investitori, che hanno preso parte al sondaggio compresi quelli che non detengono fondi SRI, hanno dato una risposta positiva o neutrale all'affermazione secondo cui gli SRI abbiano un'influenza positiva sulla società. Tuttavia solamente il 26% degli intervistati afferma, in un'altra dichiarazione di ritenere che i fondi SRI siano un trucco di marketing per il collocamento di più fondi. C'è quindi la certezza che i fondi definiti come fondi SRI vengano compresi e percepiti come tali dalla maggioranza degli investitori.

⁴⁰ Arno Riedl e Paul Smeets, «Social preferences and portfolio choice», 2017.

Sono stati poi analizzati gli aspetti dei rendimenti attesi e del rischio percepito da investimenti effettuati in fondi SRI, mostrando come sia gli investitori che detengono fondi SRI sia quelli che non ne detengono, sono relativamente pessimisti riguardo alle performance di questo tipo di fondi, con solo il 16,5% ed il 14,5% degli investitori socialmente responsabili e convenzionali, rispettivamente, che si aspettano più rendimenti derivanti dai fondi SRI rispetto a quelli convenzionali. Mentre gli investitori che detengono fondi socialmente responsabili sono leggermente meno pessimisti sui rendimenti dei fondi SRI rispetto a quelli convenzionali, ad esempio il 48,7% degli investitori socialmente responsabili ed il 56,1% degli investitori convenzionali si aspettano di guadagnare molto o un po' meno dai fondi SRI che dai fondi convenzionali (Figura 14)⁴¹.

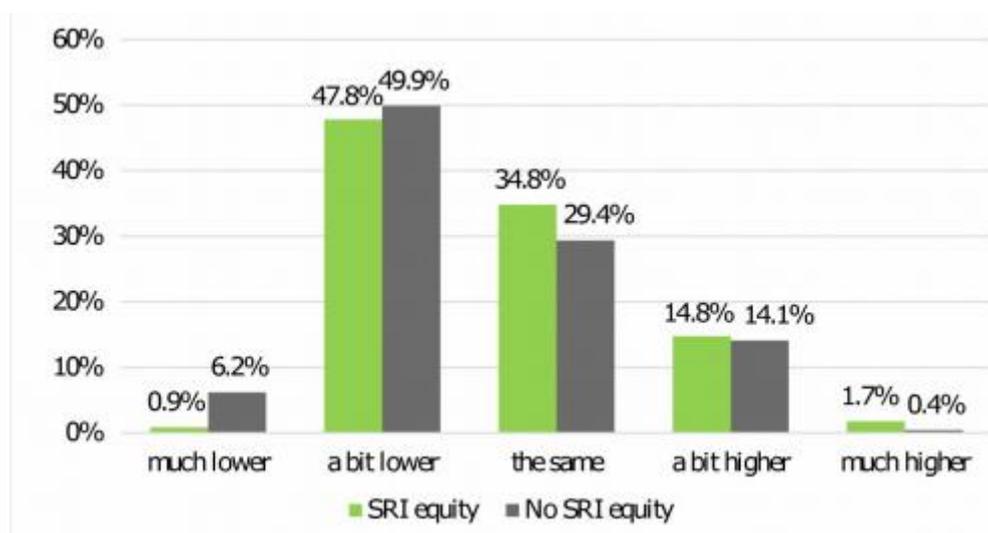


Figura 14. Distribuzione delle aspettative di rendimento su fondi azionari SRI rispetto ai fondi azionari convenzionali

Tuttavia gli investitori socialmente responsabili e convenzionali sembrano avere percezioni di rischio simili per quanto riguarda i fondi azionari SRI (Figura 15).

La figura mostra la percezione del rischio dei fondi SRI separatamente per gli investitori con e senza un capitale in fondi SRI. Le barre raffigurano le risposte degli investitori su una scala di sette punti sulla rischiosità dei fondi azionari SRI, dove i numeri minori rappresentano il pieno disaccordo mentre i maggiori la concordanza.

⁴¹ RIEDL e SMEETS, “Social preferences and portfolio choice”, 2017, p.55

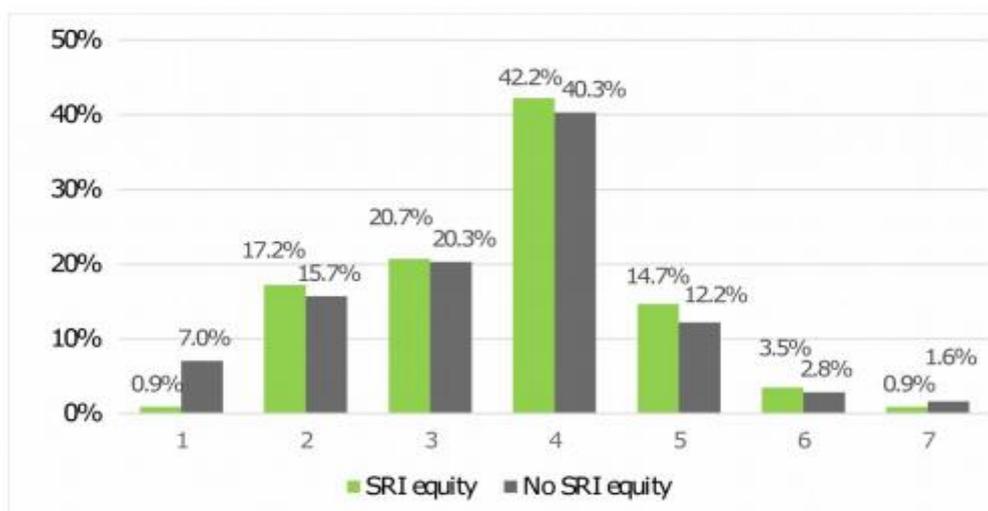


Figura 15. Distribuzione del rischio percepito sui fondi azionari SRI rispetto a fondi azionari convenzionali

Questo studio ha evidenziato inoltre, che l'orizzonte temporale influisce sulla scelta di investimento, infatti gli investitori che tendono ad investire maggiormente in fondi SRI hanno un orizzonte di investimento più lungo.

Un altro fattore è la dimensione del portafoglio di investimento, dove all'aumentare di questo aumentano anche la probabilità che il soggetto detenga azioni di imprese considerate socialmente responsabili.

Come mostrato in un altro e più recente studio sulle inclinazioni ESG delle istituzioni⁴² svolto nel 2023, l'importo totale degli investimenti ESG è sostanziale, ma molto inferiore all'AUM aggregato degli istituti che proclamano di investire in linea con i principi ESG. Si è stimato infatti che l'importo totale delle variazioni relative ai fattori ESG nei portafogli di capitale istituzionali è pari a circa il 6% del totale degli AUM di capitale delle istituzioni, utilizzando un approccio che calcola, per ogni istituzione come le caratteristiche ESG di ogni azione si riferiscono al peso dello *stock* nel portafoglio dell'istituto, controllando per le altre caratteristiche dello *stock*. La combinazione di queste stime tra gli stock fornisce una misura a livello istituzionale dell'inclinazione legata all'ESG. Infine, aggregando quelle inclinazioni

⁴² Lubos Pastor, Robert F. Stambaugh, e Lucian A. Taylor, «Green Tilts», Working Paper, Working Paper Series (National Bureau of Economic Research, giugno 2023), <https://doi.org/10.3386/w31320>.

tra le istituzioni si è potuto stimare l'inclinazione totale del portafoglio ESG nel settore degli investimenti, trovando così che l'inclinazione totale legata all'ESG in dollari è di circa il 6% dell'AUM del settore in *equity*. Per di più anche se le tre dimensioni dei fattori ESG contribuiscono in maniera pressoché uguale alle inclinazioni aggregate legate all'ESG, queste si riferiscono separatamente ai pesi di portafoglio di un istituto e di conseguenza uno dei punti chiave di questo approccio è quello di permettere alle caratteristiche E, S e G di essere considerate autonomamente. Per esempio, un istituto potrebbe preoccuparsi di G ma non di S, mentre un altro si preoccupa di S ma non di G. Se le caratteristiche E, S e G di un titolo sono combinate in un punteggio ESG composito, quest'ultimo potrebbe valutare due titoli allo stesso modo, ma un'azione potrebbe essere alta su G e bassa su S mentre l'altra, bassa su G e alta su S. Le due istituzioni di cui sopra differirebbero nel modo in cui inclinano il loro peso sulle due azioni, quelle inclinazioni non sarebbero spiegate dai punteggi compositi dei titoli. Se viene limitata la stima al composito piuttosto che ai suoi componenti E, S e G, scopriamo che oltre il 40% delle inclinazioni relative all'ESG sono mancate. Considerando anche l'inclinazione ESG di un istituto nel contesto di tutte le inclinazioni del suo portafoglio, per un istituzione meno incline a deviare dal portafoglio di mercato per qualsiasi motivo, una data inclinazione ESG è economicamente più significativa, in quanto rappresenta una maggiore perturbazione di ciò che l'istituzione farebbe altrimenti, dato il suo stile di investimento o il suo mandato ad investire. Quindi per misurare le inclinazioni totali di un istituto derivanti da tutte le ragioni, vale a dire, le deviazioni dei suoi pesi di portafoglio dai pesi di mercato, è stata usata, all'interno del paper, la misura delle azioni attive di Cremers e Petajisto (2009), cioè sono state divise le misure di inclinazione ESG per quota attiva, in modo da misurare le inclinazioni ESG dalla prospettiva di un istituto per il quale un'inclinazione risulterebbe più significativa. Si è trovato che, in media, le inclinazioni ESG sono pari a un quarto delle inclinazioni del portafoglio totale alla fine del campione, pari al 25% negli ultimi cinque anni. Quindi, mentre le inclinazioni ESG del settore sono modeste rispetto a AUM, sono sostanziali rispetto alle inclinazioni totali. Inoltre, mentre le inclinazioni ESG non rappresentano una frazione crescente di AUM, rappresentano una frazione crescente delle inclinazioni del portafoglio complessivo.

Nel complesso del documento è stato analizzato come le inclinazioni ESG sono più grandi per le istituzioni più piccole, per le istituzioni con quote attive più grandi e per i titoli con rendimenti meno volatili. L'approccio descritto permette anche di separare le inclinazioni verdi da quelle marroni, trovando che le istituzioni nel loro complesso si inclinano più al verde che al marrone, e continuando a seguire sempre di più questo andamento. L'aumento dell'inclinazione verde dell'aggregato netto si verifica principalmente al margine intensivo, cioè i pesi sulle scorte detenute. Per esempio, le istituzioni disinvestono dalle scorte marroni principalmente riducendo le posizioni piuttosto che eliminarle. I risultati vedono che il verde varia fortemente tra le istituzioni, definendo le istituzioni più grandi come più verdi. Questa crescita costante nel settore degli investimenti con un'inclinazione verde dell'aggregato netto, è completamente guidata dal più grande terzo delle istituzioni. Queste istituzioni sono verdi e continuano ad esserlo, mentre le istituzioni più piccole sono sempre più marroni. Inoltre menzionando i firmatari dell'UNPRI, si riscontra che anche questi presentano livelli sempre più alti di verde, non solo tra tutte le istituzioni ma anche in riferimento all'arco temporale, indicando che una data istituzione diventa più verde dopo essere diventata firmataria dell'UNPRI.

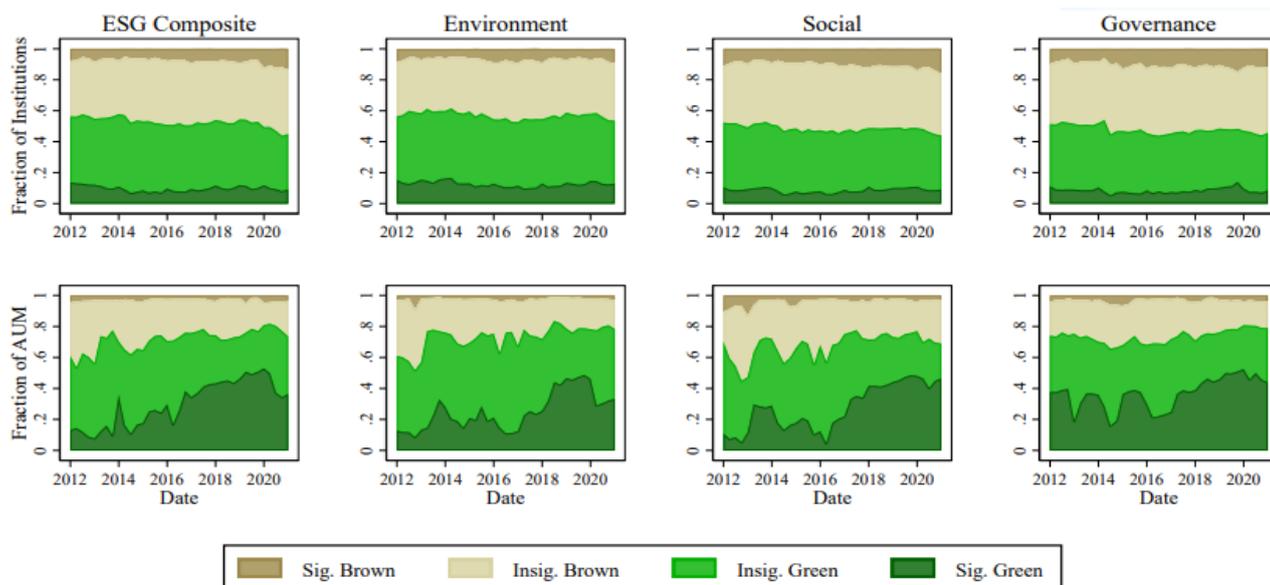


Figura 16. Frazioni di istituzioni verdi vs. marroni⁴³

Nella Figura 16 è possibile osservare come le attività verdi e marroni compongano le frazioni delle istituzioni e AUM, considerando il dato composto ESG ed i dati sulle sue tre dimensioni (ambientale, sociale e di *governance*).

Mentre i proprietari di *asset* ed i gestori di portafogli cercano di incorporare, nel loro processo di investimento le valutazioni dei fattori ESG, gli investitori hanno poche indicazioni su come incorporarle nella scelta di portafoglio, ma soprattutto rimane il dubbio che i fattori ESG possano aiutare o meno le performance. Per conciliare queste due visioni opposte si è analizzato un articolo che si propone come obiettivo quello di mettere in luce i potenziali costi ed i benefici degli investimenti basati sulle tematiche dei fattori ESG, mostrando come l'adozione degli ESG influenzi le scelte di portafoglio e le previsioni dei prezzi di equilibrio degli *asset*⁴⁴.

Lo studio considera tre tipologie di investitori:

- Investitori di tipo U, non consapevoli dei punteggi ESG che cercano di massimizzare la loro utilità incondizionata di media-varianza;

⁴³ La riga superiore mostra la frazione di istituzioni, che sono significativamente marroni al livello di confidenza del 5%, insignificativamente marroni al livello di fiducia del 5%, e allo stesso modo per il verde. La riga inferiore mostra la frazione di AUM campione coperto appartenenti a istituzioni che sono significativamente marrone al livello del 5%, e così via.

⁴⁴ Lasse Heje Pedersen, Shaun Fitzgibbons, e Lukasz Pomorski, «Responsible investing: The ESG-efficient frontier», *Journal of Financial Economics*, 1 novembre 2021, sez. Volume 142, numero 2.

- Investitori di tipo A, che hanno preferenze di media-varianza, ma utilizzano i punteggi ESG degli *asset* per implementare le loro scelte sul rischio e rendimento atteso;
- Investitori di tipo M, motivati dai criteri ESG, utilizzano queste informazioni preferendo punteggi ESG elevati negli *asset*, cercando un portafoglio con un compromesso ottimale tra un rendimento atteso elevato, un rischio basso e un punteggio ESG medio elevato.

Qui si evidenzia il problema dato dal fatto che un'ottimizzazione su tre parametri quali rischio, rendimento e punteggio ESG può essere difficoltosa, ma può essere ridotto ad un compromesso tra ESG e indice di *Sharpe*. Nello specifico viene specificato, che per ciascun livello di ESG, calcoliamo il più alto indice di *Sharpe* (SR) raggiungibile, indicando questa connessione tra i punteggi ESG e l'SR più alto con la frontiera ESG-SR. La frontiera è un modo utile per illustrare le opportunità di investimento che si creano quando le persone si preoccupano del rischio, del rendimento ed ESG. Questa frontiera dipende solo dalle caratteristiche di sicurezza, vale a dire che è indipendente dalle preferenze degli investitori. Gli investitori possono calcolare meccanicamente la frontiera e quindi scegliere il posizionamento del proprio portafoglio su di essa in base alla propria avversione al rischio. Per comprendere al meglio la frontiera ESG-SR viene mostrato l'esempio della figura sottostante (Figura 17, grafico A).

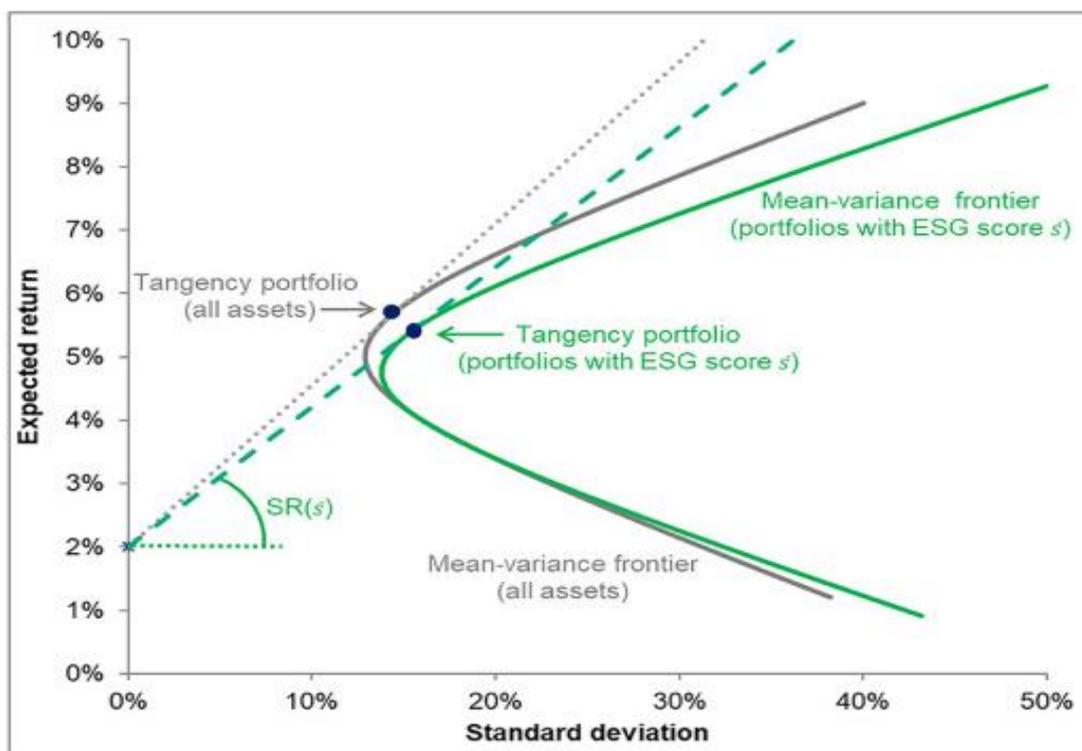


Figura 17. Grafico A: frontiere di media-varianza per tutti gli *asset* e i portafogli con un determinato punteggio ESG⁴⁵

Come ci viene mostrato dagli autori, questo grafico rappresenta la frontiera media-varianza costruita esclusivamente per portafogli con un determinato punteggio ESG, \bar{s} . Questa frontiera è un'iperbole che si trova all'interno, cioè a destra, dell'iperbole standard e ha un proprio portafoglio di tangenza con il corrispondente rapporto di *Sharpe* $SR(\bar{s})$. Considerando il portafoglio di tangenza noto dalla frontiera di media-varianza standard, questo ha l'SR più alto tra tutti i portafogli, quindi il suo punteggio ESG e SR definiscono il picco nella frontiera ESG-SR. Inoltre, la frontiera ESG-SR è a forma di gobba perché, limitare i portafogli ad avere un punteggio ESG diverso da quello del portafoglio di tangenza deve produrre un SR massimo inferiore.

Osservando la scelta dei diversi tipi di investitori riguardo al portafoglio, si è riscontrato che gli investitori di tipo A scelgono il portafoglio con l'SR più alto,

⁴⁵ Frontiera efficiente ambientale, sociale e di *governance* (ESG) e relazione con la frontiera media-varianza standard, l'indice di *Sharpe* definisce un punto sulla frontiera ESG-SR: $\{\bar{s}, SR(\bar{s})\}$. La pendenza della linea dal tasso privo di rischio al portafoglio di tangenza è l'SR massimo.

ovvero il portafoglio di tangenza utilizzando le informazioni ESG, successivamente investitori di tipo M che preferiscono un ESG più elevato, scelgono i portafogli alla destra del portafoglio di tangenza, sulla frontiera dell'efficienza ESG. Scegliere portafogli al di sotto o a sinistra della frontiera efficiente non è ottimale perché, in questo caso, l'investitore può migliorare uno o entrambi il punteggio ESG e l'SR, senza ridurre l'altro. Mentre, gli investitori di tipo U possono scegliere un portafoglio al di sotto della frontiera, perché calcolano il portafoglio di tangenza ignorando le informazioni contenute nei punteggi ESG, e di conseguenza condizionano su meno informazioni. Facendo riferimento ad investitori di tipo M con una piccola preferenza per ESG, questi scelgono un portafoglio appena a destra del picco con quasi l'SR massimo, che è superiore all'SR ottenuto dal tipo U nell'esempio illustrato in Figura 17 grafico B, e gli investitori di tipo M con forti preferenze per i criteri ESG sceglieranno portafogli all'estrema destra della frontiera dell'efficienza ESG, possibilmente con indici di *Sharpe* inferiori rispetto agli investitori di tipo U.

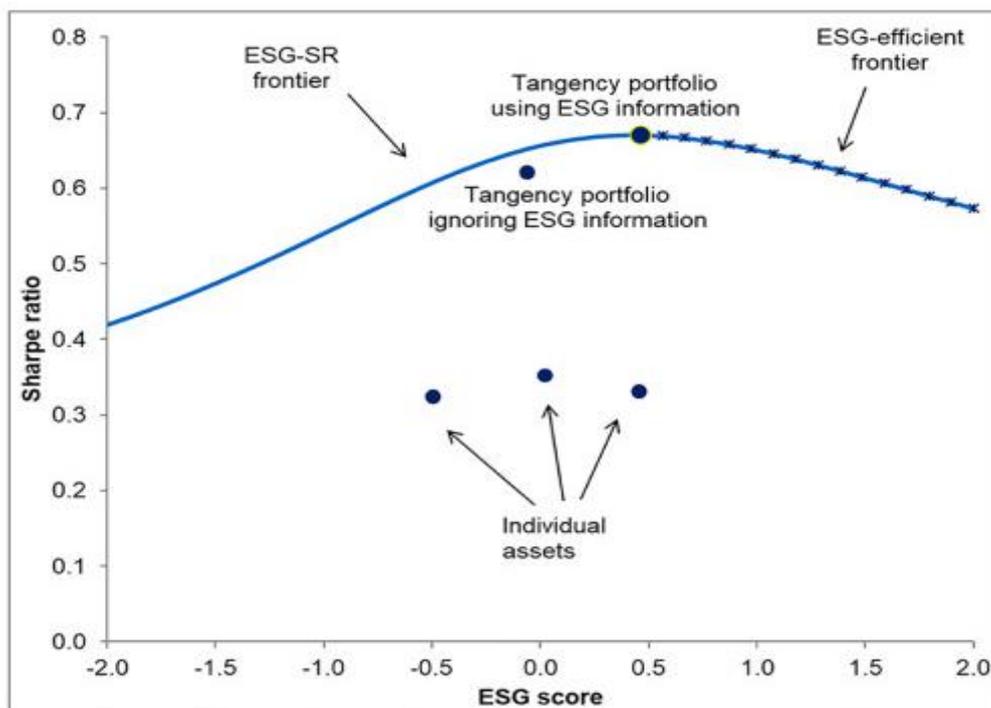


Figura 17. Grafico B: frontiera efficiente ESG⁴⁶

⁴⁶ Il grafico B mostra la frontiera ESG-SR, ovvero l'indice di *Sharpe* massimo (sull'asse y) che può essere raggiunto per tutti i portafogli con un dato punteggio ESG (sull'asse x). Il picco della frontiera ESG-SR è l'indice di *Sharpe* del portafoglio di tangenza standard. Gli investitori che hanno a

Un altro importante sviluppo delle teorie proposte da questo studio, risiede nel fatto che gli ESG possano essere dei predittori per i rendimenti futuri. Derivando i prezzi e i rendimenti dei titoli di equilibrio viene mostrato che i rendimenti attesi sono dati da un CAPM corretto per i criteri ESG. Come mostrato nella Figura 18, quando ci sono molti investitori di tipo U e quando un ESG elevato prevede profitti futuri elevati, dimostriamo che i titoli ad alto ESG offrono rendimenti attesi elevati. Ciò è dovuto al fatto che i titoli azionari con un elevato ESG sono redditizi, ma i loro prezzi non vengono aumentati dagli investitori di tipo U, il che porta a rendimenti futuri elevati. Quando l'economia ha molti investitori di tipo A, questi investitori aumentano i prezzi dei titoli ad alto ESG per riflettere i profitti attesi, eliminando così la connessione tra ESG e rendimenti attesi. Inoltre, se l'economia ha molti investitori di tipo M, allora i titoli ad alto ESG offrono effettivamente bassi rendimenti attesi, perché gli investitori motivati dai fattori ESG sono disposti ad accettare un rendimento inferiore per un portafoglio ESG più elevato.

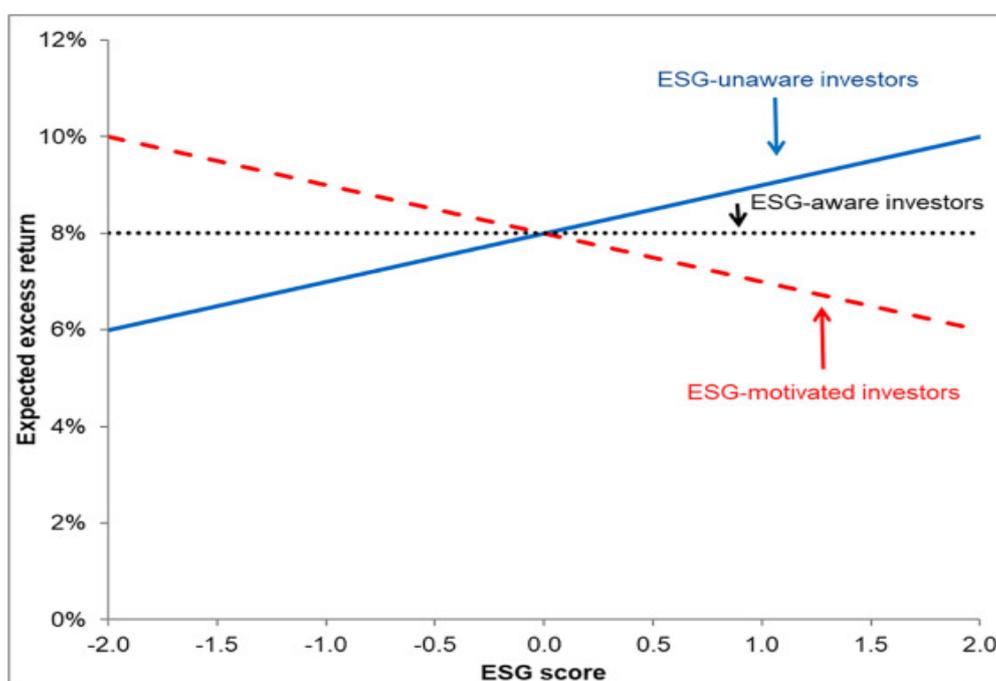


Figura 18. Modello di determinazione del prezzo delle attività di capitale aggiustato per l'ambiente, sociale e governance (ESG-CAPM).

cuore sia l'SR che l'ESG dovrebbero scegliere un portafoglio di frontiera a destra di questo portafoglio, sulla frontiera dell'efficienza ESG.

Per illustrare questa teoria vengono considerate quattro *proxy* empirici che catturano gli aspetti ESG, quindi si parla di *proxy* per E, S, G e ESG complessivo, che hanno come obiettivo quello di vedere come questi possono essere prezzati sul mercato per gli investitori che desiderano incorporare alcuni parametri ESG nei loro parametri di portafoglio. Come misura di E, ovvero il livello di verde per un'azienda, viene calcolata l'intensità di carbonio di ciascuna azienda. Come misura di S, si utilizza l'indicatore del sin stock, vale a dire tutti quei settori che proprio per il loro controverso impatto sulla società tendono a essere esclusi dalle scelte d'investimento, quindi consideriamo un indicatore di titoli non-sin, prendendo il valore zero per i titoli sin e il valore di uno negli altri casi in modo che i valori più elevati indichino ESG migliori. Come misura di G viene calcolata quanta aggressiva, o non, sia una società nelle sue scelte contabili basate sulle competenze in bilancio, che considera i bassi accantonamenti, dato che secondo la letteratura questi indicano che un'azienda è conservativa nella contabilità dei profitti e che le società meglio governate tendono ad adottare processi contabili più conservativi (*Sloan*, 1996). Infine come misura dell'ESG complessivo, viene utilizzato il punteggio ESG aggregato prodotto da MSCI, fornitore leader di rating ESG.

Una volta calcolati i *proxy* ESG si è iniziato quindi stimando empiricamente la frontiera efficiente ESG per alcuni di questi. La forma della frontiera empirica dipende naturalmente dalla capacità dei criteri ESG di prevedere i rendimenti. Vengono così calcolate le frontiere ESG-SR per due *proxy* ESG, quali E e G. Non viene costruita la frontiera per S dato che questo *proxy* è binario (sin o non-sin), che quindi viene valutato come dipendente dallo screening. Quando si stima la frontiera ESG-SR⁴⁷ utilizzando E (l'intensità di carbonio), viene notato un piccolo miglioramento ex post dell'indice di *Sharpe* di un investitore che incorpora tali informazioni nella sua decisione di portafoglio, un investitore consapevole. Le due frontiere ESG-SR, tra tipi di investitori non consapevoli e consapevoli sono vicine tra loro, suggerendo che la *proxy* ambientale non è molto utile per spiegare i rendimenti medi (Figura 19).

⁴⁷La frontiera del rapporto ESG-Sharpe viene stimata per i titoli Standard & Poor's (S&P) 500, con rendimenti guidati dalla valutazione (misurata dal rapporto *book-to-market* di ciascun titolo) ed il *proxy* per E, misurato dal rapporto emissioni di CO₂ su vendite di ciascun titolo.

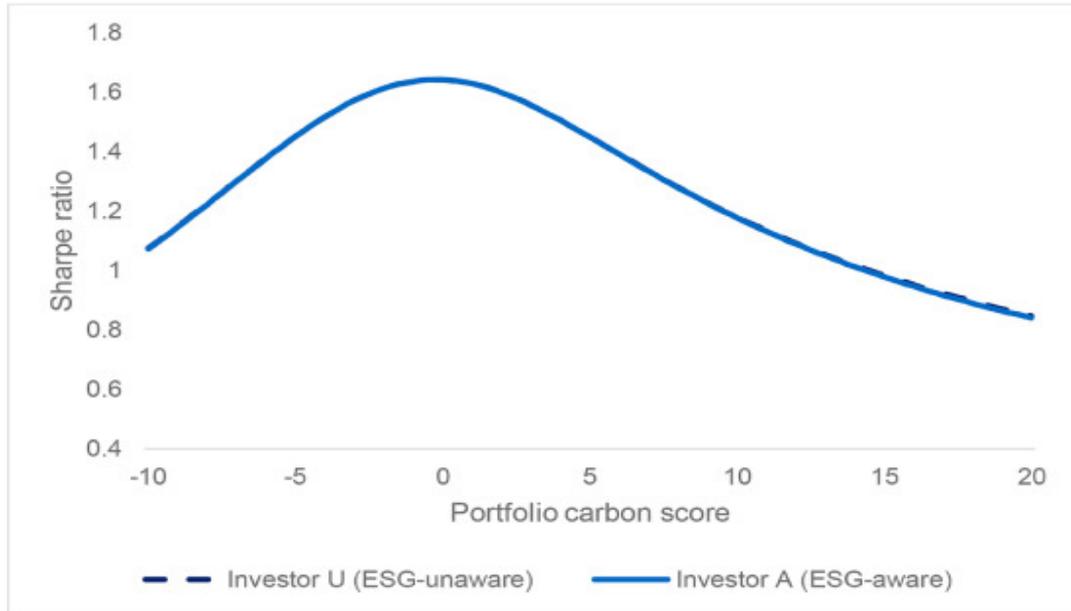


Figura 19. Frontiera empirica efficiente ESG ex post, che utilizza le emissioni di carbonio come *proxy* per E.

Utilizzando il *proxy* di *governance* invece, queste frontiere sono interessanti perché le frontiere per gli investitori non consapevoli dei fattori ESG differiscono significativamente da quelle degli investitori consapevoli dei fattori ESG⁴⁸, come mostrato nelle figure 20 e 21. Questa differenza deriva dal fatto che il *proxy* G prevede i rendimenti nel campione.

⁴⁸ La frontiera del rapporto ESG–Sharpe viene stimata per i titoli Standard & Poor's (S&P) 500, con rendimenti guidati dalla valutazione (misurata dal rapporto *book-to-market* di ciascun titolo) e dai criteri ESG, misurato dal rapporto *accruals-to-asset* di ciascun titolo, una misura relativa alla *governance*.

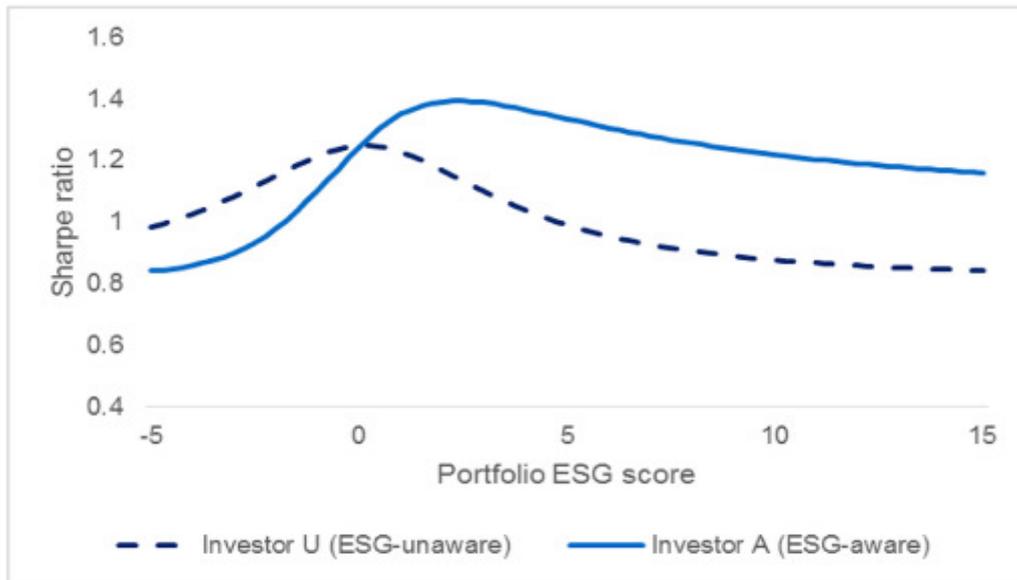


Figura 20. Frontiera empirica efficiente ESG ex ante, utilizzando i ratei come proxy per G.

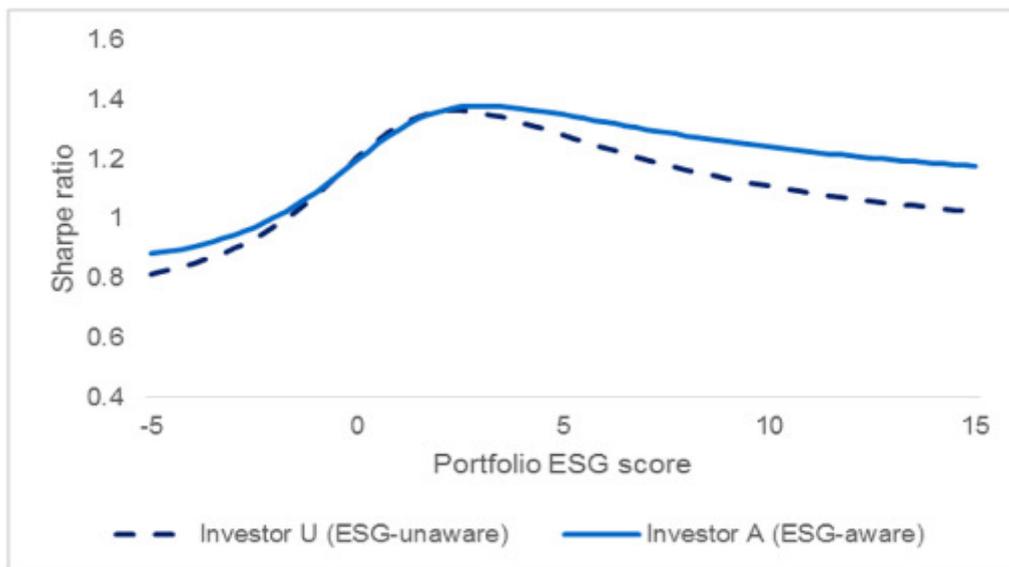


Figura 21. Frontiera empirica efficiente ESG ex post, utilizzando i ratei come proxy per G.

La misura di G infatti predice i rendimenti, si mostra innanzitutto che questo aspetto della *governance* predice positivamente la redditività futura. Ed inoltre viene osservato dagli autori un certo aumento della domanda degli investitori per azioni di questo tipo, ma non al punto da renderle più costose rispetto ad altre azioni. Pertanto, il fattore G potrebbe prevedere i rendimenti, nel caso del campione, perché gli investitori non hanno pienamente compreso che G prevede la redditività. La misura

di S utilizzata, non essendo un titolo peccato, prevede rendimenti negativi. Per capirne il motivo, è stato mostrato che questa misura di S predice i profitti in modo negativo e che un S elevato è associato a una domanda più forte da parte degli investitori. Infine, anche i due *proxy* rimanenti, E (intensità di carbonio) ed ESG complessivo (fornito da MSCI), sono correlati positivamente con la domanda degli investitori e con valutazioni elevate. Tuttavia questi *proxy* non hanno un collegamento statisticamente significativo con i rendimenti nei dati del campione di studio, forse a causa dei periodi campione molto più brevi.

Quindi i risultati empirici ottenuti dal modello nello studio, aiutano a spiegare che l'ESG sia un predittore di rendimento positivo; se l'ESG è un predittore positivo dei futuri profitti aziendali e il valore dell'ESG non è pienamente prezzato sul mercato. Inoltre, il modello prevede che questa relazione possa essere indebolita con l'ESG che diventa un predittore di rendimento neutrale, quando la maggior parte degli investitori vede il valore dell'ESG e addirittura inverte il segno; con l'ESG che diventa un predittore negativo dei rendimenti, quando gli investitori sono disposti ad accettare rendimenti più bassi per maggiori titoli responsabili. Si può quindi arrivare a dire che i punteggi ESG svolgono un duplice ruolo nel modello analizzato dagli autori, perché i criteri ESG influenzano le preferenze degli investitori sia direttamente, tramite una sorta di discriminazione basata sul gusto, sia indirettamente perché i punteggi ESG forniscono informazioni sul rischio e sui rendimenti attesi, quindi una forma di discriminazione statistica.

III.2 Strategie di investimento sostenibile

L'investimento sostenibile e responsabile, definito come SRI, è caratterizzato da una serie di approcci orientati al lungo periodo che integrano i fattori ambientali, sociali e di *governance*, identificati anche come fattori ESG, durante le fasi di ricerca, analisi e selezione titoli del processo di composizione del portafoglio investimenti con l'obiettivo di generare rendimenti di lungo periodo e di offrire un beneficio alla società influenzando il comportamento delle aziende.

In questo contesto l'EUROSIF offre una ridefinizione di quelle che sono le strategie di investimento, modificando i criteri del primo studio sul settore pubblicati nel 2003 che caratterizzavano i processi di scelta e di gestione dei titoli. La

definizione che oggi viene adottata dall'EUROSIF è stata introdotta nel 2012 ed è tuttora utilizzata, aggiunge ulteriori strategie per la selezione e la gestione degli investimenti arrivando ad identificare sette categorie di strategie per gli approcci SRI⁴⁹:

1. Exclusion of holdings from investment universe, prevede l'esclusione a priori o a posteriori di un settore produttivo o di una compagnia i quali siano incompatibili con i criteri ESG. L'uso di questa strategia ha ottenuto un incremento esponenziale nella scelta di titolo per il portafoglio, che si sostanzia tipicamente, nella valutazione dell'ammontare dei ricavi o di altri profitti aziendali generati da attività che vengono escluse;
2. Norms – based screening, che sottopone a screening gli investimenti con l'obiettivo di valutare la compatibilità delle imprese, detenute nel portafoglio investimenti, con gli standard minimi di *business practice* sulle normative di organizzazioni internazionali, come l'ONU o agenzie delle Nazioni Unite;
3. Best – in – class investment selection, è la strategia utilizzata dagli investitori che selezionano le imprese capaci di ottenere le migliori valutazioni nei criteri ESG nel proprio settore. La peculiarità di questa strategia risiede nella sua applicazione a tutti i settori, anche a quelli meno socialmente responsabili, dove un fondo SRI può investire in settori quali gas e petrolio ma limitatamente alle compagnie definite “*best-in-class*”, ovvero quelle società che risultano le migliori della categoria sulla base delle analisi dei fattori ESG;
4. Integration of ESG factors in financial analysis, si tratta di una strategia che prevede l'integrazione esplicita e sistematica dei fattori ESG nell'analisi finanziaria da parte dei manager aziendali. Tuttavia, come specificato dall'EUROSIF, resta da chiarire il perimetro di integrazione dei fattori ESG, trovando di difficile valutazione la misura con la quale poter confrontare le strategie che rientrano nella stessa denominazione. Attualmente la sua definizione varia a seconda del Paese e del gestore patrimoniale;

⁴⁹ EUROSIF, «Responsible Investment Strategies», EUROSIF, 2021, <https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/>.

5. Engagement and voting on sustainability matters, si basa sulla massimizzazione dei rendimenti ponderati per il rischio, il miglioramento della condotta del *business* aziendale e l'analisi di questioni etiche o morali per contribuire allo sviluppo sostenibile. Questa strategia trova spazio anche a livello normativo in ambito internazionale con la direttiva SRD (*Shareholders Rights Directive*) approvata nell'aprile del 2017 dal Consiglio Europeo, la quale si propone di rafforzare il coinvolgimento degli azionisti nelle grandi compagnie europee, prevedendo requisiti specifici per incoraggiare l'impegno degli azionisti ed incrementare la trasparenza nella *governance* aziendale. Questo a seguito di strategie troppo rischiose effettuate da management focalizzati sui rendimenti di breve periodo, piuttosto che su una visione di lungo periodo negli interessi degli azionisti;
6. Sustainability themed investments, consiste nella scelta di aree di investimento tipicamente associate allo sviluppo sostenibile, concentrando così le operazioni di collocamento di capitali su una varietà di tematiche. L'EUROSIF rileva che il crescente impegno negli ultimi anni di investitori etici, sta spingendo una transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, registrando negli ultimi due anni un aumento degli investimenti in questo criterio del 146%. Questa categoria di investimenti comprende pienamente anche il fenomeno dei *Green Bonds*, a livello europeo ma soprattutto mondiale;
7. Impact investing, è il fenomeno che consiste nell'implementazione degli investimenti che si ritiene possano avere un impatto positivo sullo sviluppo sostenibile. In questo tipo di approccio gli investitori non cercano solo il raggiungimento di obiettivi di ritorno finanziario con una ottimizzazione dei fattori di rischio, ma cercano di raggiungere obiettivi legati all'impatto sociale e ambientale delle imprese con i loro prodotti e i loro servizi.

la Commissione europea, nell'ultimo decennio, ha esaminato i punti di azione che finalizzeranno la sua politica di finanziamento sostenibile. Con il Piano d'Azione Europeo si è chiaramente stabilito che la finanza sostenibile e la tendenza SRI continueranno a contribuire ad una crescita futura positiva in modo rilevante e strutturale. Inoltre il lavoro intorno alla definizione di una tassonomia comune per

gli investimenti sostenibili, la definizione di uno standard di green bond e un marchio di qualità ecologica, sono esempi dei principali elementi che influenzeranno e guideranno gli investitori. Una maggiore consapevolezza e coerenza contribuirà sicuramente a promuovere un'ulteriore crescita e a garantire che il SRI non sia solo una nicchia, ma piuttosto una pratica di investimento sempre più essenziale ed accessibile a tutti.

Attraverso uno studio condotto dall'EUROSIF nel 2018, l'European SRI Study⁵⁰, si rivela una crescita della maggior parte delle strategie di investimento sostenibile e responsabile, dimostrando come l'SRI stia diventando parte integrante della gestione dei fondi europei. Lo studio è stato condotto su un totale di 263 asset manager ed *asset owners* con patrimonio complessivo gestito pari a 20 trilioni di euro, che rappresenta una copertura del 79% del mercato europeo, evidenziando le principali tendenze nelle strategie SRI passate dei paesi europei e la direzione che questi stanno prendendo.

European Data Table

Countries Europe in € million	Best-in-Class	Sustainability Themed	Norms-based Screening	ESG Integration	Engagement and Voting	Exclusions	Impact Investing
Austria	14 023	992	9 871 (15 145)	3 695 (32 439)	12 358 (35 920)	76 543 (14 382)	1 030
Belgium	15 570	8 101	31 654	97 428	18 502	249 014	1 151
Denmark	100	65	50 080	16 527	23 820	211 048	0
France	295 178	20 620	1 845 679	920 055	23 897	768 128	1 894
Germany	22 068	9 184	50 789 (554 445)	49 612 (984 334)	92 084 (881 470)	1 487 161 (83 336)	5 232
Italy	58 137	52 861	105 842	70 425	135 729	1 449 554	51 960
The Netherlands	83 449	7 125	631 721	627 477	724 809	724 704	1 391
Poland	0	0	6 841	2 500	5 431	7 181	0
Spain	10 364	12 665	11 327	67 995	11 750	176 742	9 171
Sweden	25 419	1 966	305 833	297 182	874 724	720 292	6 422
Switzerland*	40 889	18 775	64 435 (462 094)	77 069 (325 923)	77 925 (1 386 026)	2 348 797 (84 228)	15 041
United Kingdom	20 536	16 463	28 391	2 007 847	2 854 400	2 195 394	15 284

Tabella 2. Somma totale di ogni strategia per Paese⁵¹

⁵⁰ EUROSIF, «Eurosif 2018 SRI Study», 2018, <https://www.eurosif.org/news/eurosif-2018-sri-study-is-out/>.

⁵¹ La somma di ogni strategia è espressa in milioni di euro

Le categorie di approccio alle strategie di investimento responsabile presentate dall'EUROSIF, possono essere divise in macro-aree più comunemente usate durante la selezione di titoli in portafoglio, ossia le politiche di *screening* positivo e negativo e l'*engagement*.

III.2.1 Cos'è "l'*impact investing*"

L'espressione "*Impact investing*" è stata introdotta per la prima volta negli Stati Uniti nel 2007, in occasione del Bellagio Summit, organizzato dalla Fondazione Rockefeller. Da allora l'espressione ha acquisito notevole visibilità. Il tema ha trovato spazio in occasione del *World Economic Forum* 2013 di Davos ed è stato al centro del primo *G8 Social Impact Investment Forum* realizzato nel Regno Unito nel giugno dello stesso anno. Una definizione piuttosto puntuale viene dallo studio condotto nel 2012 da Uli Grabenwarter e Heinrich Liechtenstein, due ricercatori della IESE Business School dell'Università di Navarra. Gli autori dello studio definiscono l'*impact investing* come "ogni attività di investimento for profit che genera intenzionalmente benefici misurabili per la società". Secondo gli autori, gli elementi chiave della strategia sono:

- la correlazione tra l'impatto e il rendimento finanziario, due elementi che non possono mai essere dissociati;
- la volontarietà dell'impatto sociale;
- la misurabilità dell'impatto sociale;
- la necessità dell'investimento di generare un beneficio per la società.

Per quanto sia spesso considerato sinonimo di "*social investments*", l'*impact investing* sembra comprendere, soprattutto in Europa, anche quelle attività di business che generano un impatto positivo in termini ambientali. Anche per questo, la strategia continua a giocare un ruolo chiave nel mercato SRI soprattutto dopo la XXI Conferenza ONU sul Clima (*UN Climate Change Conference of the Parties, COP21*) che ha definito un accordo di importanza fondamentale il quale ha fissato il quadro per ulteriori investimenti in tecnologie e infrastrutture a basse emissioni di carbonio.

L'*impact investing* è un approccio che parte dalla considerazione che le imprese devono avere obiettivi più articolati rispetto alla sola generazione di valore economico. Per diversi economisti e osservatori è da tempo in corso una evoluzione che intende superare la convinzione che il benessere degli azionisti sia solo nei profitti e nella crescita del *market value*. Un'evoluzione che parte dalla convinzione che le attività volte alla generazione di profitti e le attività ispirate a principi etici non sono tra loro incompatibili, ma al contrario sono destinate a diventare inseparabili, soprattutto per gli *shareholders* della società che detengono interessi per una visione di lungo periodo. Questo approccio è definito come “investimenti in società, organizzazioni e fondi, con l'intenzione di generare un impatto quantificabile a livello sociale, oltre che rendimenti finanziari”. Si tratta di un approccio di lungo termine che punta a generare impatti sociali attraverso tre strumenti fondamentali:

- Finanza su misura, l'offerta di un portafoglio di prodotti finanziari che sia adeguato alle necessità delle imprese target;
- Assistenza tecnica, l'offerta di servizi aggiuntivi di assistenza per rafforzare le imprese in portafoglio da un punto di vista organizzativo ed economico-finanziario;
- Misurazione degli impatti, l'adozione di processi di gestione e misurazione degli impatti sociali generati, al fine di massimizzare e ottimizzare i propri risultati.

III.2.2 *Screening negativo*

Lo *screening* negativo è l'approccio di investimento SRI che si sostanzia nell'esclusione dall'universo investibile, dei titoli di società ritenute non responsabili, perché operanti in settori controversi o non rispettose dei standard minimi dei criteri ESG, quindi caratterizzate da un basso *rating* ambientale che va così ad influenzare il profilo reputazionale e di rischio – rendimento. L'individuazione dei standard minimi e dei settori di attività sensibili può essere affidata allo stesso investitore o al gestore dei fondi, che elencano i specifici criteri di esclusione, come ad esempio per l'industria mineraria, infrastrutture, difesa ed armamenti. Oppure si può fare riferimento a regolamenti o trattati internazionali riguardanti l'ambiente e i diritti umani, come i principi dell'*UN Global Compact*, le Convenzioni dell'ILO, le linee

guida dell'OCSE o ancora i fondamenti della Dichiarazione Universale dei Diritti Umani. Si stabiliscono inoltre, elenchi di materiali dei quali non si supporta la produzione, lavorazione e/o commercializzazione delineando una politica volta alla tutela della biodiversità. Un noto esempio di esclusione dall'universo investibile è la società Poongsan Corporation, la quale è arrivata ad essere esclusa dai portafogli di 75 istituzioni finanziarie, diventando una delle società più escluse in assoluto. La società coreana fondata nel 1968, viene esclusa a causa del suo coinvolgimento nella produzione di armi controverse nel settore degli armamenti, come le munizioni a grappolo, e inserita così in cima ad una lista "nera" formata da una coalizione di Ong, che tiene traccia delle aziende escluse da banche ed investitori per motivi legati alla sostenibilità in 16 Paesi.

Tra gli aspetti sfavorevoli di questa politica di investimento si annovera il fatto che l'esclusione di società o addirittura di interi settori, dal portafoglio investimenti non crea un vero e proprio beneficio verso la sostenibilità, per il fatto che i beni non virtuosi e controversi saranno ugualmente prodotti per necessità di una fetta di mercato. Un'altra problematica che si potrebbe riscontrare da questa politica è riferita alla diversificazione di portafoglio, che basandosi su un approccio di esclusione potrebbe risultare meno diversificato e generare così più rischio. Potrebbe essere, per questi motivi, preferibile un uso dell'approccio dello *screening* positivo per spingere le aziende ed i settori produttivi ad un miglioramento dal lato della sostenibilità.

III.2.3 *Screening positivo*

Lo *screening* positivo consiste nell'investimento in titoli di società con elevati livelli di standard ambientali, con l'obiettivo di spronare le imprese al miglioramento della loro sostenibilità, in modo da poter ottenere un maggior numero di finanziamenti da investitori responsabili. Rispetto alla pratica dello *screening* negativo, quello positivo richiede un numero maggiore di valutazioni degli aspetti ESG, considerando il concreto impegno nel campo della responsabilità socio-ambientale e nella tutela dei diritti umani come criteri preferenziali nella valutazione delle controparti e/o degli emittenti che viene condotta nell'ambito del processo

decisionale dell'investimento. Questo approccio consente di tener conto di informazioni aggiuntive, di maggiore qualità, che permettono di effettuare investimenti migliori sotto il profilo di rendimento corretto per il rischio rispetto ad investimenti convenzionali. Dall'altro lato questo approccio può portare ad investire in società che sono migliori delle altre all'interno di un determinato settore in termini di sostenibilità, ma che comunque non lo sono in modo accettabile. Inoltre in questi casi si può verificare che le società non siano più incentivate a migliorare rispetto alle concorrenti, in quanto saranno già destinatarie di più finanziamenti. Fanno parte di questo approccio le metodologie del “*best-in-class*”, che riguarda esattamente la selezione delle migliori compagnie del settore industriale, gli investimenti tematici, cioè effettuati su determinate tematiche di responsabilità sociale utilizzando anche nuovi strumenti finanziari come i *green bond* o i *social bond*, l'integrazione di fattori ESG nell'analisi finanziaria, basata sull'inclusione dei fattori ESG nelle analisi finanziarie che precedono la collocazione di capitali presso le società.

III.2.4 *Engagement*

L'*engagement* è un approccio adottato dagli investitori, che ha lo scopo di promuovere un cambiamento positivo nella condotta delle imprese in relazione a temi di natura ambientale, sociale e di *governance* ed incrementare il grado di trasparenza. Questa pratica, secondo la definizione adottata dal Forum per la Finanza Sostenibile, consiste nel dialogo con le imprese su questioni di sostenibilità e nell'esercizio dei diritti di voto, connessi alla partecipazione al capitale azionario⁵². Si tratta quindi di un processo di lungo periodo che comprende varie pratiche, raggruppate in due categorie:

- *Soft engagement*, implica pratiche che possono consistere in incontri periodici tra rappresentanti aziendali ed investitori o l'invio, da parte delle imprese, di relazioni su temi di sostenibilità;
- *Hard engagement*, che tratta pratiche riguardanti l'azionariato attivo, manifestandosi in occasioni delle assemblee degli azionisti tramite la

⁵² Forum per la Finanza Sostenibile, «Engagement: creare valore con dialogo e azionariato attivo», Borsa Italiana, 2018, <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/forum/engagement.htm>.

presentazione di mozioni per l'integrazione dell'ordine del giorno, con interventi in assemblea, con l'esercizio dei diritti di voto, ecc...

La pratica dell'*engagement* viene realizzata dagli azionisti della società in veri e propri gruppi di pressione che all'aumentare del pacchetto azionario detenuto da questi, aumenta anche la sollecitazione al miglioramento sui temi di sostenibilità e spesso si arriva ad applicare l'approccio del disinvestimento, vale a dire che nel caso in cui la società non presenta miglioramenti nei temi di interesse, gli azionisti minacciano la vendita delle loro quote detenute.

Si è poi analizzato, grazie ad un report sviluppato da PRI, come l'*engagement* può creare valore per l'azienda e per gli investitori⁵³. All'interno del report, svolto in collaborazione con UNEP – *Finance Initiative* e l'*UN Global Compact*, si evidenziano tre dinamiche:

- Comunicativa, l'*engagement* potenzia lo scambio di informazioni e migliora la comprensione e la trasparenza tra imprese e investitori;
- Formativa, queste iniziative comportano lo sviluppo e la diffusione delle conoscenze sui temi ESG;
- Politica, facilita le relazioni tra investitori, azienda e i diversi dipartimenti coinvolti in questo processo all'interno della singola società.

Il report ha inoltre identificato ostacoli e barriere che possono influenzare l'efficacia del processo, come differenze culturali e linguistiche, scarsa preparazione del personale e resistenze interne che compromettono un'efficace *disclosure* delle informazioni.

Una delle iniziative più recenti è *Shareholders for Change*, lanciato a dicembre del 2017, consiste in un network di investitori istituzionali europei (con €22 miliardi di *asset* in gestione) impegnati a coordinarsi per animare iniziative di *engagement*. Per l'Italia ne fanno parte la Fondazione Finanza Etica ed Etica SGR. Il 28 giugno dell'anno successivo, il SfC ha pubblicato il primo *Engagement Report* in cui ha elencato le principali iniziative condotte nella prima metà dell'anno. I temi analizzati con le imprese includono i metodi di approvvigionamento del cobalto nel settore

⁵³ Principles for Responsible Investment, «How ESG engagement creates value for investors and companies», 2018.

automobilistico, le strategie di elusione fiscale e le politiche di remunerazione dei dirigenti.

Capitolo IV

INVESTIMENTO SOSTENIBILE E MERCATO

Il concetto di investimento sostenibile ha subito una notevole evoluzione negli ultimi anni, con un'enfasi crescente su strumenti finanziari innovativi come gli *Exchange Traded Funds* (ETF) sostenibili. Questi fondi, che combinano la flessibilità e l'efficienza degli ETF tradizionali con i principi dell'investimento responsabile, stanno rivoluzionando il modo in cui gli investitori accedono ai mercati, mantenendo al contempo un impegno verso la sostenibilità. In questo capitolo, si propone di esplorare il ruolo e l'impatto degli ETF sostenibili nel panorama dell'investimento sostenibile e del mercato più ampio.

Si esporrà una panoramica degli ETF, spiegando come funzionano e perché sono diventati una scelta popolare tra gli investitori. Successivamente, ci concentreremo sugli ETF sostenibili, esaminando le loro caratteristiche distintive, come l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di *governance* (ESG).

Analizzeremo poi il crescente interesse verso gli ETF sostenibili, indagando le forze trainanti dietro questa tendenza, inclusi i cambiamenti nelle preferenze degli investitori, le politiche regolamentari e le sfide globali come il cambiamento climatico, spiegando inoltre come gli ETF sostenibili siano utilizzati per indirizzare specifici obiettivi di sostenibilità, come l'investimento in energie rinnovabili o in aziende con pratiche lavorative eque.

Il capitolo si concluderà con una riflessione sul metodo di funzionamento degli ETF sostenibili e di come questi replicano un indice di mercato. Attraverso questa analisi dettagliata, il capitolo mira a offrire una comprensione approfondita degli ETF sostenibili e del loro ruolo nel plasmare il futuro dell'investimento sostenibile e del mercato finanziario globale.

IV.1 Portafogli che investono in ETF con criteri ESG

Gli *Exchange Traded Funds*, o più comunemente ETF, sono degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) costituiti come fondi d'investimento o SICAV. Un ETF è un fondo indicizzato a gestione passiva che viene negoziato in borsa, la sua peculiarità risiede nel fatto che replica fedelmente l'andamento di un determinato indice, o *benchmark*, e di conseguenza anche il suo rendimento, al contrario dei fondi d'investimento tradizionali denominati *mutual funds* il cui obiettivo è quello di cercare di raggiungere rendimenti maggiori rispetto ad un determinato *benchmark*, e quindi cercare di batterlo sul mercato. Inoltre, gli ETF sono quotati e vengono scambiati nella *Stock Exchange* (Borsa) come se fossero titoli azionari⁵⁴.

Non ci sono gestori che puntano su titoli che si ritengono più convenienti, come avviene nel caso dei fondi comuni a gestione attiva, ma ci si basa sulla replica perfetta di quello che avviene in senso generale su un determinato mercato. Questa loro particolare configurazione ha reso gli ETF strumenti molto interessanti sia per chi li gestisce che per chi li compra, vale a dire:

- non è necessario avere analisti e strumenti di analisi avanzata, perché il fondo è a gestione passiva e dunque si deve occupare soltanto di mantenere le proporzioni di titoli che possono riprodurre l'andamento dell'indice stesso;
- non è necessario, per chi compra questo strumento, gestire il patrimonio, perché se ne occuperanno appunto i sistemi che automatizzano la composizione del portafoglio.

Ad oggi si possono trovare sul mercato italiano diversi tipi di ETF, che legano il proprio andamento a:

- indici, che possono essere sia indici borsistici, cioè la sintesi del valore del paniere di titoli azionari che rappresentano. I movimenti dell'indice sono una buona approssimazione del variare nel tempo della valorizzazione dei titoli

⁵⁴ «Cosa sono gli ETF e funzionamento», BlackRock, s.d., <https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/etf-e-indicizzazione/risparmiare-con-gli-etf/educazione-finanziaria-etf>.

compresi nel portafoglio, sia indici di altro tipo, sempre però su mercati regolamentati;

- materie prime energetiche, come nel caso di gas naturale e petrolio;
- materie prime non energetiche, metalli preziosi e metalli industriali, terre rare ed altri tipi di materia prima ad uso industriale.

Gli *Exchange Traded Fund* sono parecchi, possono essere venduti in Borsa come qualsiasi altro strumento di Borsa e hanno una buona flessibilità. Oltre a questa flessibilità e alla maggior capacità di performare in modo positivo, permettono la possibilità di diversificare il proprio portafoglio e di investire in modo ottimale sul lungo periodo. Inoltre, si sa sempre in cosa verrà investito il proprio denaro, infatti i gestori sono vincolati alla composizione dell'indice che l'ETF dichiara di replicare.

Ci si vuole adesso soffermare su ETF che integrano al loro processo di investimento, le considerazioni dei fattori ambientali, sociali e di *governance*. Questi sono definiti come ETF ESG, che si definiscono come fondi negoziati in borsa che investono in aziende che soddisfano determinati standard ESG, questi possono riferirsi a pratiche ecologiche, responsabilità sociale aziendale e di *governance* aziendale etica.

Gli ETF ESG utilizzano criteri specifici per scegliere in quali aziende investire. Questi criteri possono essere basati su valutazioni ESG fornite da agenzie di rating specializzate o su linee guida interne stabilite dal gestore del fondo. Il primo passaggio di un investitore consiste nel capire chiaramente cosa si ricerca dall'esposizione ESG, infatti non si tratta di una semplice esclusione di aziende che non rispettano alcune tematiche, ma di scegliere tra diverse strategie. In particolare, la società indipendente di gestione degli investimenti Invesco, che opera a livello globale con sede ad Atlanta, ha individuato quattro criteri da considerare nell'investimento in ETF ESG:

- Scope, inerente al fatto che è possibile ridurre notevolmente l'universo dei fondi una volta capito se si desidera un'ampia copertura che consideri i titoli in termini di ciascuno dei tre pilastri ESG o se ci si vuole concentrare specificamente su un solo pilastro, come le questioni ambientali, o anche un

approccio più concentrato, come quello rivolto alle aziende che si occupano di energia pulita. Il requisito può essere quello di un'esposizione azionaria di base o a reddito fisso, o di un'inclinazione del portafoglio simile a quella utilizzata dagli ETF di settore per sovrappesare settori specifici a determinate condizioni.

- Performance, che guardano a specifiche strategie di scelta del portafoglio come lo *screening* positivo o negativo, il *norms-based screening* o l'*impact investing* piuttosto che al rendimento finale.
- Metodologia, la struttura trasparente degli ETF dovrebbe rendere il compito più facile, ma ci sono stati casi in cui un fondo non è stato progettato per comportarsi come indicato dal nome. È imperativo, quindi, comprendere appieno ciò che l'indice o la strategia mira a realizzare e come è costruita per raggiungere i suoi obiettivi. Anche nella strategia più elementare, che utilizza solo *screening* negativi, ci saranno spesso differenze tra gli indici in merito a quali società vengono eliminate di preciso, e se vengono applicate delle eccezioni. Tuttavia, la maggior parte delle strategie va oltre i soli schermi negativi, ed è necessario comprendere gli altri schermi e le metodologie di ponderazione utilizzate. Questa è una considerazione importante e sta generando un dibattito tra gli investitori. Da un lato, il mantenimento di una posizione all'interno dell'azienda dà diritto di voto all'*asset manager*, rendendo possibile un cambiamento positivo, che è l'obiettivo finale per molti investitori ESG. Dall'altro lato, si potrebbe sostenere che le società con scarsi risultati ESG potrebbero comportare dei rischi rispetto ai loro *shareholders*, quindi si potrebbe voler includere solo le società leader in ogni settore. Entrambe le considerazioni hanno dei meriti, e non bisogna solo considerare quale sia la cosa più sensata per chi investe, ma anche quale sia l'impatto della metodologia sull'intero portafoglio.
- Impatto, comprende la considerazione di quale impatto ha un ETF sul mondo reale e quanto tale impatto sia importante per l'investitore è il quarto elemento dell'analisi. Se l'impatto ha un'importanza maggiore rispetto al rendimento dell'investimento, un investitore potrebbe voler considerare soltanto questo aspetto.

I portafogli che investono in ETF ESG possono variare in termini di strategia di investimento. Alcuni possono cercare una diversificazione ampia, mentre altri possono concentrarsi su temi specifici legati alla sostenibilità. Per quanto riguarda la selezione basata su criteri ESG, gli investitori possono avere a che fare con due tipi di approcci: un approccio “*top-down*”, nel quale gli investitori iniziano con un ampio universo di investimenti e successivamente filtrano le società in base ai loro punteggi ESG, scegliendo le società con i punteggi più alti per la scelta del portafoglio; un approccio “*bottom-up*”, che consiste nel partire con la selezione di società o da settori specifici e poi esaminare il loro rendimento ESG, enfatizzando la qualità piuttosto che la quantità dei parametri ESG. Ma queste non sono le uniche scelte che hanno gli investitori quando si ritrovano a selezionare un ETF in base ai propri principi invece che guardando alle performance finanziarie. Anche in questo contesto i soggetti investitori possono seguire delle strategie di esclusione e filtraggio, escludendo aziende coinvolte in attività non responsabili, o strategie di inclusione e integrazione, verso tipologie di settori più sostenibili.

Riguardo alla diversificazione di portafogli ETF ESG, alcuni di questi combinano ETF ESG azionari con obbligazioni e altri strumenti finanziari che rispettano criteri ESG. Questo approccio mira a una diversificazione più ampia all’interno del portafoglio ed a una riduzione del rischio complessivo. Gli investitori inoltre devono bilanciare periodicamente i loro portafogli, per assicurarsi che rispecchino i loro obiettivi di investimento e adattarsi ai cambiamenti del mercato. Ciò può includere l’aggiustamento delle allocazioni in base all’evoluzione dei punteggi ESG delle aziende o ai cambiamenti nel panorama del mercato. Per questo motivo i portafogli ESG richiedono un monitoraggio e una revisione continui per assicurarsi che gli investimenti rimangano in linea con gli obiettivi ESG desiderati. Ciò comprende l’analisi periodica dei rapporti ESG e l’aggiornamento del portafoglio in base ai cambiamenti nelle prestazioni ESG delle aziende. In conclusione, le strategie dei portafogli che investono in ETF ESG sono diverse e possono essere personalizzate in base agli obiettivi specifici dell’investitore e alla loro tolleranza al rischio. La chiave per una strategia di successo è una comprensione approfondita dei criteri ESG, una rigorosa analisi finanziaria, e un impegno costante nel monitoraggio e nella revisione del portafoglio.

IV.2 Cosa sono gli ETF tematici

Gli ETF tematici seguono nuovi temi sociali, tecnologici o economici che non rientrano nelle classificazioni tradizionali degli investimenti. Tra questi troviamo i cambiamenti demografici, economici e ambientali, i progressi tecnologici di nuova generazione o i nuovi settori emergenti. Inoltre, gli ETF tematici si concentrano spesso su nicchie specifiche e possono essere utilizzati per personalizzare il portafoglio con temi di interesse personale, quindi, a differenza dei replicatori tradizionali, che si concentrano su un mercato piuttosto ampio, i replicatori tematici cercano di capitalizzare le tendenze emergenti e, auspicabilmente, redditizie.

Tuttavia uno studio di Morningstar rivela che il rendimento medio totale dei fondi tematici è stato del 7,3% negli ultimi cinque anni, ma gli investitori hanno ottenuto una performance del 2,4% se si tengono in considerazione i flussi in entrata e in uscita dai fondi. In sostanza, si rileva che gli investitori avrebbero perso 4,9 punti percentuali ogni anno a causa di un *timing* errato per acquistare o riscattare questi prodotti. In particolare si evidenziano dati peggiori sugli ETF tematici riguardanti il “mondo fisico”, che include energie alternative, acqua, energia e sull’innovazione tecnologica, dove il gap è di 500-600 punti base superiore ai fondi comuni di investimento tradizionali (Figura 22).

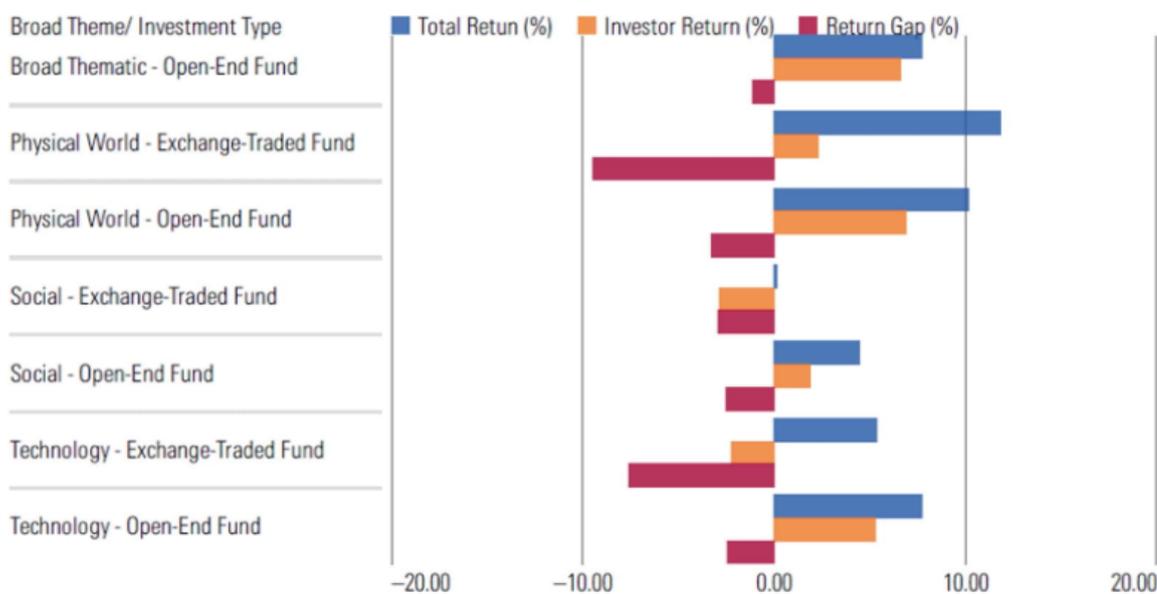


Figura 22. Rendimenti totali, degli investitori e divario per fondi tematici e tipo di investimento negli ultimi cinque anni⁵⁵.

Questo perché gli ETF tematici investono in panieri di azioni più mirati e possono attrarre grandi flussi, ma il problema principale è la maggiore concentrazione compresa in essi che genera livelli di volatilità più elevati. Come mostrato da uno dei più grandi ETF tematici al mondo, *iShares Global Clean Energy*, che in Europa ha superato ampiamente la soglia dei 3,5 miliardi di dollari *asset* (al 24 novembre). Mentre l'indice replicato da questo fondo, l'*S&P Clean Energy*, ha reso il 17,6% annualizzato negli ultimi cinque anni (al 30 giugno), il ritorno annualizzato di un investitore che l'avesse comprato in questo periodo è stato negativo per il 5,5% con un gap del 23%. In generale, le strategie sulle energie pulite sono state particolarmente penalizzate dagli errori di *timing* degli investitori, con un gap di quasi il 12% tra il rendimento medio realizzato e quello ponderato per i flussi di sottoscrizioni e riscatti. Il grafico della figura 23 evidenzia questo problema negli ultimi cinque anni, sull'asse delle ordinate di sinistra sono indicati i flussi netti tra il 2018 e il 2023, in quella di destra i rendimenti dell'ETF, mentre la linea blu indica l'andamento dell'indice di riferimento, il *benchmark*.

⁵⁵ Fonte: Morningstar, Direct. Data, 30 giugno 2023.

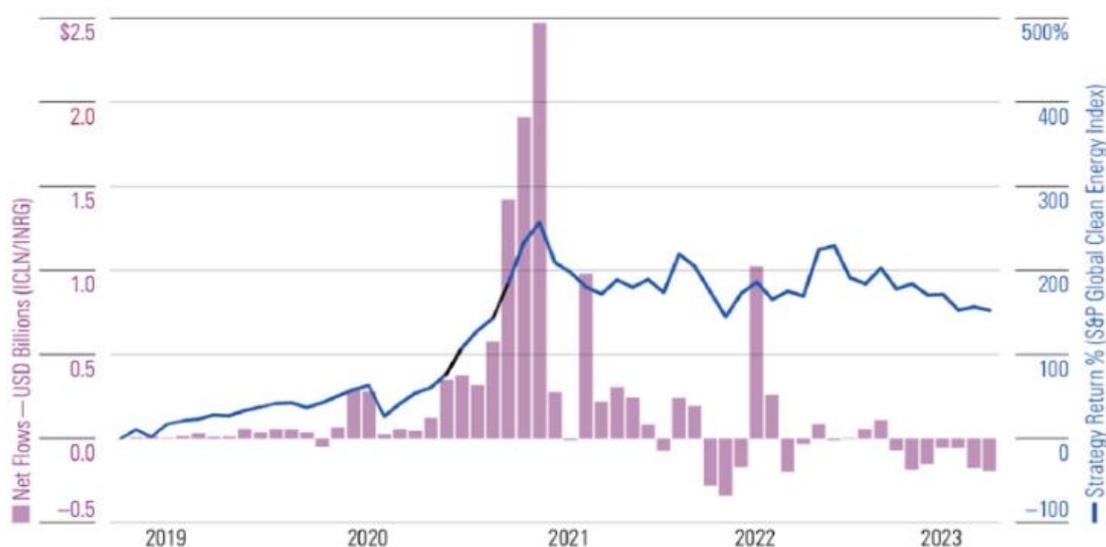


Figura 23. Flussi netti stimati e rendimenti cumulativi delle strategie di *iShare Clean Energy* per il periodo 2018-2023⁵⁶.

Le analisi di Morningstar mostrano che i gap maggiori, tra rendimenti dei fondi e quelli conseguiti dagli investitori, si registrano nelle strategie molto specializzate e concentrate. Gli strumenti che attraversano più temi, invece risentono meno degli errori di *timing*, ma non ne sono immuni. A tal proposito, si ricorda che i fondi tematici si pongono l'obiettivo di concentrarsi su trend secolari, che possono variare da quelli demografici, economici, ambientali sociali o tecnologici. La loro popolarità tra gli investitori europei è cresciuta dopo lo scoppio della pandemia di Covid-19, ma successivamente la domanda si è raffreddata. I dati di Morningstar del terzo trimestre, relativi solo agli ETF tematici mostrano enormi deflussi netti per milioni di euro in Europa e una discesa del patrimonio rispetto ai tre mesi precedenti. La maggior parte degli *asset*, comunque, rimane concentrata nella tecnologia e nel "mondo fisico", proprio quei temi dove i rendimenti degli investitori sono stati ampiamente inferiore ai rendimenti totali nell'ultimo quinquennio.

IV.2.1 *ETF a gestione attiva e gestione passiva*

Come detto fin'ora un ETF tematico è un fondo che si concentra nell'investimento in specifici settori economici emergenti per personalizzare il portafoglio

⁵⁶ Fonte: Morningstar, Direct. Data, 30 settembre 2023.

investimenti, seguendo determinati temi di interesse per l'investitore. La gestione di questi fondi segue un approccio prevalentemente passivo, che cerca di replicare le performance di un indice tematico, o *benchmark*, specifico. A differenza dei fondi gestiti attivamente, questi ETF non cercano di superare l'indice di riferimento, ma mirano piuttosto a imitarne le prestazioni attraverso una replica fedele. Gli indici vengono composti da una selezione di titoli che rappresentano il settore o il tema in questione, offrendo agli investitori un'esposizione mirata e strategica.

Un vantaggio significativo degli ETF tematici a gestione passiva, è il loro costo relativamente basso poiché non richiedono la stessa intensità di gestione attiva di un fondo tradizionale, gli ETF tendono ad avere costi di gestione inferiori, rendendoli una scelta economica per gli investitori. La facilità di negoziazione è un altro punto di forza degli ETF a gestione passiva, questi fondi possono essere acquistati e venduti come normali azioni, offrendo agli investitori una grande flessibilità e accesso alla liquidità di mercato, ciò gli consente di adattare rapidamente le loro posizioni in risposta alle mutevoli condizioni di mercato o alle proprie esigenze finanziarie.

Parlando della diversificazione in portafoglio, questa potrebbe venire meno a causa della focalizzazione tematica all'interno del fondo, nonostante questo molti ETF offrono una buona diversificazione all'interno del tema scelto. Ciò può aiutare a mitigare il rischio che altrimenti sarebbe associato all'investimento in un singolo settore o azienda. Tuttavia, è importante riconoscere che il rendimento degli ETF tematici può variare notevolmente. Alcuni settori o temi possono essere più volatili o ciclici di altri, pertanto gli investitori devono essere consapevoli dei rischi specifici associati al tema di un ETF, oltre ai rischi generali legati al mercato azionario. Per questo gli investitori sono portati ad informarsi, ed essere informati all'evenienza, sui criteri con cui un fondo investe nei temi scelti spesso basati sui rating delle agenzie e sulle linee interne del gestore del fondo, capendo chiaramente cosa cerca ricerca dal suo investimento ed i rischi associati a questa operazione. Come in ogni decisione di investimento, una comprensione completa dei prodotti e una valutazione accurata del proprio profilo di rischio e degli obiettivi di investimento sono essenziali per navigare con successo nel mondo degli ETF tematici a gestione passiva.

In conclusione, gli ETF tematici a gestione passiva offrono agli investitori un modo efficace ed efficiente per accedere a settori specifici del mercato. Con la loro combinazione di costi bassi, flessibilità di negoziazione e potenziale di esposizione mirata, rappresentano uno strumento finanziario attraente nell'era moderna dell'investimento.

Tuttavia guardando ai dati offerti da Morningstar sugli investimenti in ETF tematici, la scelta ideale per investire in questi strumenti potrebbe essere un approccio di investimento attivo. A livello globale il patrimonio gestito in ETF tematici ammonta a oltre 81,5 miliardi di dollari, circa un quarto dei quali provenienti da OICVM⁵⁷, la forte domanda è riconducibile in parte alla rapida crescita della popolarità degli investimenti ESG (ambientali, sociali e di *governance*). Questa domanda è stata in gran parte soddisfatta dalle strategie passive, che replicano dei *benchmark* appositamente costruiti per fornire un'ampia esposizione ad un particolare tema. Nonostante ciò le strategie attive stanno diventando sempre più diffuse in fondi di questo tipo, in quanto gli investitori riconoscono i particolari vantaggi che una selezione attiva dei titoli può recare al segmento degli ETF tematici. Coerentemente con la loro natura passiva, molti ETF tematici cercano di replicare indici tematici specializzati. Tali indici vengono creati utilizzando una selezione di titoli basata su regole, che si propone di ricercare un qualche tipo di legame economico con il tema in cui gli investitori vogliono esporsi, ad esempio indici più noti come *S&P Global Clean Energy* e *MSCI ACWI IMI New Energy* offrono esposizione al tema della transizione energetica selezionando le società che presentano la maggiore sovrapposizione con il tema selezionato. I criteri di inclusione sono prescrittivi e i potenziali costituenti vengono scelti principalmente tra le aziende che generano una determinata quantità dei propri ricavi da quel tema e che raggiungono un certo livello di rating nei temi di interesse. Essendo costruiti sulla base di regole prescrittive, gli indici tematici tendono a concentrarsi su quelli che vengono spesso definiti titoli "*pure-play*", cioè titoli di società le cui attività ricadono prevalentemente nell'ambito di un particolare tema ed il risultato può essere un focus ristretto solo su un basso numero di azioni, ad esempio in un indice relativo

⁵⁷ Fonte: Simfund, 31 marzo 2023.

alle energie pulite, questo può portare ad una mancanza di diversificazione all'interno di un determinato fondo. All'interno degli indici tematici, i pesi spesso dipendono dalla capitalizzazione di mercato oppure si basano su una semplice equiponderazione. Considerato il numero crescente di ETF tematici e il numero relativamente ridotto di azioni *pure-play*, questi fondi finiscono per includere tutte le stesse società e investire in posizioni estremamente affollate. Nella tabella (Figura 24) viene mostrata la forte concentrazione osservabile nelle prime dieci partecipazioni di alcuni dei principali fornitori di indici tematici. Questa elevata concentrazione aumenta il rischio di investimento e non è in grado di fornire i vantaggi della diversificazione richiesti dagli investitori.

Benchmark	MSCI ACWI	S&P Global Clean Energy	S&P Global Water	MSCI ACWI IMI New Energy ESG Filtered	MSCI ACWI IMI Water ESG Filtered	JPM Climate Change Solutions ETF
Numero di titoli	2,884	100	44	93	37	55
% del patrimonio nelle prime 10 posizioni	15.95%	48.5%	53.2%	40.3%	60.5%	37.4%

Figura 24. Concentrazione rispetto ai *benchmark* tematici dei principali fornitori di indici tematici⁵⁸.

IV.2.2 Vantaggi e svantaggi degli ETF

Arrivando a discutere i vantaggi e gli svantaggi in capo agli ETF, si evidenziano i vantaggi che posso derivare da un approccio attivo nella gestione di un ETF.

Anziché limitarsi a replicare un benchmark tematico, un approccio attivo offre maggiore flessibilità nella costruzione del portafoglio dell'ETF. Gli ETF tematici a gestione attiva hanno spesso un universo d'investimento molto più ampio, come potrebbe essere l'indice *MSCI All Country World*, che consente di accedere all'intero ventaglio di opportunità di un tema, ben oltre il focus ristretto dei benchmark tematici. I gestori di portafoglio attivi possono inoltre implementare le idee di investimento senza essere limitati dalle decisioni dei fornitori degli indici per quanto riguarda la scelta dei titoli e le tempistiche di ribilanciamento. Questa flessibilità può essere particolarmente importante se una determinata società viene interessata da un flusso di notizie negative. Viceversa, gli ETF passivi di solito vengono ribilanciati

⁵⁸ J.P. Morgan Asset Management, 16 maggio 2023.

solo ogni tre mesi e quindi non sono in grado di adattarsi ai cambiamenti delle condizioni di mercato con altrettanta rapidità.

Un altro vantaggio dei gestori tematici attivi è la loro capacità di adottare un approccio molto più granulare alla costruzione del portafoglio e di attribuire un peso maggiore alle società che, secondo loro, possono fornire l'esposizione più incisiva ed efficace al tema desiderato, scegliendo in tutto il mercato anziché limitarsi a determinati settori o tipi di azioni. La sfida del cambiamento climatico è così vasta che riguarda quasi tutti i settori dell'economia globale. Se un investitore desiderasse ottenere un'esposizione completa al tema d'investimento del cambiamento climatico, dovrebbe selezionare diversi ETF passivi, ad esempio *Clean Energy*, *Water* o *Sustainable Food*, facendo così ricadere sul cliente finale l'onere della selezione e del monitoraggio del tema. Un gestore attivo può applicare un approccio molto più ampio per esporsi ai temi strutturali di lungo periodo e selezionare società di settori diversi, purché presentino una significativa sovrapposizione con il tema selezionato. Può inoltre esporre il portafoglio a diversi sottotemi e società in base alle dinamiche di mercato del momento. Tuttavia, considerata la vastità dell'universo d'investimento, è importante scegliere un gestore attivo in grado di accedere ad un network globale di analisti di ricerca e di supportare una ricerca tematica approfondita su tutti i mercati e i settori.

Gli ETF quindi vengono considerati molto più vantaggiosi dei fondi a gestione attiva che di solito vengono proposti dalle banche. Questi, infatti nascono con l'obiettivo di battere il *benchmark* di riferimento, che di solito è rappresentato da un indice di borsa, attraverso operazioni compiute da un gestore. Per cui gli ETF hanno dei costi di gestione significativamente più bassi di un fondo di gestione attiva, questo accade perché bisogna remunerare la società di gestione che investe il denaro "attivamente" per gli investitori, senza limitarsi a seguire un *benchmark* di riferimento, e l'investitore deve ulteriormente pagare la struttura di vendita, che siano promotori finanziari e/o banche, che promuove i fondi attivi. Ulteriori vantaggi degli ETF sono la maggiore trasparenza delle operazioni rispetto ai fondi a gestione attiva, pertanto mentre l'ETF fa capire chiaramente dove saranno allocati gli investimenti dei soggetti investitori, il gestore prende decisioni discrezionali sulle quali non si ha il controllo; e la maggiore liquidità, questo perché molti fondi non sono quotati in

borsa e dunque non sono scambiabili rapidamente, gli ETF invece si possono comprare e vendere in relativamente poco tempo ed è quindi possibile disinvestire velocemente. Inoltre, gli ETF seguendo un indice borsistico possono arrivare ad ottenere anche altissimi rendimenti, cosa che non succede ai fondi a gestione attiva proposti dalle banche, che presentano performance peggiori dato che il 90% di questi non riesce a battere il *benchmark*. Nonostante ciò, i consulenti bancari sconsigliano o scoraggiano l'acquisto di ETF, ma sono piuttosto focalizzati a vendere i propri fondi attivi, per promuovere un proprio prodotto. Tuttavia con l'home banking è possibile comprare ETF sulla piattaforma tramite il proprio portafoglio titoli.

Esistono sostanzialmente vantaggi più pratici derivanti da un investimento in ETF rispetto ad altre forme più dirette di investimento. Investendo in ETF c'è la possibilità di intervenire su un indice per intero, seguendone l'andamento in base ad una tematica selezionata, mentre sarebbe impossibile per un investitore svolgere lo stesso tipo di strategia con le proprie sostanze e senza avere un accesso diretto agli ordini di borsa. Da questo ne deriva con gli ETF esiste l'opportunità di investire su mercati che non sarebbero accessibili, soprattutto per chi non ingenti quantità di capitali. Ad esempio, non è difficile trovare ETF che abbiano come indice di base il mercato cinese o quello indiano, nei quali se si hanno pochi capitali a disposizione e non si ha la possibilità di aprire società in quelle determinate aree, è particolarmente difficile entrare nel mercato. Si può poi avere una differenziazione importante all'interno del portafoglio, soprattutto per ETF basati su indici borsistici, senza alcun tipo di problema tecnico e senza alcuna complicazione grazie alla flessibilità di questi strumenti, basterà acquistare le quote interessate e il sistema ETF in sé si adeguerà a rappresentare l'indice, secondo i rapporti di capitale delle società quotate.

In conclusione, gli ETF nascono come strumenti per il risparmio e l'investimento collettivo gestito a gestione passiva, che segue e replica un indice di mercato, spesso riferito ad uno specifico tema, che appartiene agli interessi degli investitori che lo scelgono. Le versioni che seguono un approccio attivo, non hanno comunque un'autentica gestione attiva come nel caso dei comuni fondi di investimento e dunque possono essere considerati come degli ETF a gestione passiva che basano

però il loro valore su un indice di valori diverso dalla mera cifra borsistica, permettendo una maggiore flessibilità ad i soggetti investitori.

IV.2.3 *Classificazione degli ETF*

Gli *Exchange Traded Funds* possono essere classificati in categorie, a seconda della politica di distribuzione di cedole o dividendi, ed in base al sottostante di riferimento al quale sono collegati. Nel seguente paragrafo verranno illustrate le due tipologie di classificazione prese in considerazione. Partendo dalla classificazione secondo la politica di distribuzione dei dividendi, un ETF può essere classificato come:

- ETF ad accumulazione, dove i proventi derivanti dai titoli sottostanti acquistati, che possono essere rappresentati da azioni o obbligazioni, non vengono distribuiti al titolare del fondo ma sono reinvestiti in maniera automatica. In questo modo si sfrutta l'interesse composto che consente una maggiore crescita del capitale e la tassazione viene differita al momento in cui si disinveste. Questo vale a dire che comprando un ETF ad accumulazione, un investitore può anche non effettuare nessuna operazione per molti anni, non riceverà comunque cedole o dividendi e non dovrà pagare l'imposta sui rendimenti durante il decennio in cui ha investito.
- ETF a distribuzione, il quale periodicamente (mensilmente, trimestralmente, semestralmente o annualmente), distribuisce cedole o dividendi. Comprando un ETF a distribuzione, dunque, un investitore si può garantire una rendita dall'investimento che viene sottoposta all'imposta sulle rendite finanziarie nel momento in cui viene erogata.

Non esiste una categoria migliore delle altre, la scelta solitamente ricade su di un ETF ad accumulazione se si punta alla crescita del capitale, mentre gli ETF a distribuzione possono essere utilizzati al meglio per percepire delle rendite e sono indicati per capitali di dimensioni più consistenti.

Utilizzando, adesso, una classificazione basata sul sottostante di riferimento di un ETF, questi si dividono in:

- ETF monetari, sono utilizzati per un momentaneo parcheggio di liquidità, investono il loro patrimonio in titoli di stato con scadenza a brevissimo termine, come i BOT flessibili. Esistono ETF monetari, che possono essere sia in euro sia in valuta estera, ad esempio in dollari Usa, che costituiscono un valido strumento di investimento per evitare che sul conto corrente rimangano cifre consistenti. Questo dopo che, con l'entrata in vigore della direttiva sui bail-in bancari, importi superiori ai 100.000 euro potrebbero essere requisiti in caso di insolvenza della banca.
- ETF obbligazionari, questi consentono di investire su un paniere di obbligazioni che hanno delle caratteristiche in comune. I vantaggi che si ottengono acquistando ETF anziché le singole obbligazioni sono sostanzialmente l'offerta di un'interessante diversificazione interna, che permette di ridurre il rischio di portafoglio, e per l'acquisto degli ETF non è previsto un lotto minimo, ciò consente di investire anche cifre contenute. Gli ETF che riguardano il mondo obbligazionario possono essere collegati ad obbligazioni corporate, ed in questo caso gli ETF replicano panieri di titoli obbligazionari emessi da aziende. Sotto questo punto di vista c'è ampia possibilità di scelta sia in termini di valuta di emissione, di tasso fisso o variabile, di solidità finanziaria (*investment grade o high yield*) e di durata finanziaria; oppure ad obbligazioni governative o sovranazionali, dove in questo secondo caso occorre distinguere tra diversi titoli di Stato:
 - Titoli di Stato Europei, questa categoria ingloba panieri diversificati di titoli di Stato emessi dai paesi dell'Eurozona. Ci possono essere panieri composti solo da titoli ad alto rating, come ad esempio tripla A, oppure panieri al cui interno sono presenti anche titoli con merito di credito inferiore;
 - Titoli di Stato italiani, in questo caso la suddivisione è per durata finanziaria o per tipologia di titolo (BOT o BTP);
 - Titoli di Stato mondiali, sono ETF con panieri globali di emissioni del debito governativo;

- Titoli di Stato emessi da paesi emergenti, ogni paniere è diversificato con emissioni di diversi paesi, rendendo così accessibili attività finanziarie difficilmente investibile per patrimoni contenuti. In questa tipologia ci sono ETF che replicano panieri con emissioni in “valuta forte” ,sono così chiamate quando il titolo obbligazionario è quotato in dollari, oppure in valuta locale;
 - Titoli di Stato non Euro, ETF con panieri dedicati ai titoli di Stato in valute differenti dall’euro;
 - Obbligazioni legati all’inflazione, sono ETF con panieri di titoli obbligazionari, quotati in dollari o in euro, indicizzati all’inflazione.
- ETF azionari, che consentono di investire su panieri/indici composti da titoli azionari. Sono particolarmente interessanti in quanto hanno ridotti costi commissionali, dove con un’unica operazione si acquista infatti un intero paniere di titoli, e consentono di diversificare il rischio, mentre in alcuni casi, di ridurre le volatilità. Anche in questo caso possono variare in base all’azione sottostante a cui sono legati:
 - Italia, la maggior parte degli ETF si riferiscono al nostro indice FTSE MIB anche se ci sono alcuni ETF collegati ad azioni FTSE Italia Mid Cap.
 - Europa, a sua volta suddivisibile in Area Europa, che comprende anche i paesi al di fuori dall’area Euro, e singoli Paesi.
 - Paesi emergenti, questa categoria viene a sua volta suddivisa in ETF legati alle borse di Africa/Medio Oriente, Asia, Centro/Sud America, Est Europa e Mondo, con sostanziali differenze nella selezione del paniere/indice di riferimento.
 - ETF legati alla volatilità, dove l’ETF ha come sottostante la volatilità, espressa dall’indice Vix, o meglio, dai *future* legati all’indice Vix. L’acquisto di questo tipo di ETF mira a sfruttare la correlazione negativa esistente tra l’indice Vix e il mercato azionario americano. Se si ipotizza una discesa del mercato Usa, quindi, anziché andare short degli indici di

mercato si compra un ETF long legato al Vix. La volatilità costituisce quindi una vera e propria *asset class* che aumenta in modo consistente durante le fasi negative del mercato. Per questo motivo un ETF di questo tipo consente di speculare con finalità di trading o di proteggere un portafoglio azionario. Il problema principale è legato, oltre ad una liquidità non sempre elevata, al fatto che i prezzi di questo tipo di ETF risentono dell'effetto "contango", cioè ci si riferisce a quell'effetto che si verifica quando il prezzo *future* risulta maggiore del prezzo *spot* e di conseguenza gli investitori pagheranno somme maggiori per scadenze più lontane.

- ETF legati a indici di credito, investono invece in un sottostante composto da un paniere di CDS. I CDS, o *credit default swap* sono un prodotto derivato assicurativo che viene utilizzato dagli operatori istituzionali per coprirsi dal rischio default di un emittente obbligazionario. Questo tipo di ETF permettono quindi sfruttare le variazioni di prezzo di un paniere di CDS, queste oscillazioni dipendono dall'aumento o alla diminuzione del rischio di credito ovvero il rischio *default*, degli emittenti. Nella versione Long gli ETF si apprezzano quando si verifica una riduzione del rischio di credito, invece nella versione Short gli ETF si apprezzano quando aumenta il rischio di credito, quest'ultimo è connesso agli emittenti del paniere obbligazionario utilizzato come *benchmark*. Si pensi, ad esempio, alle situazioni di tensione dei paesi situati nella periferia dell'Eurozona che innescano una salita dello *spread*.
- ETF strutturati, che non si limitano a replicare il *benchmark* al quale sono collegati ma permettono agli investitori di accedere a particolari strategie di investimento, come per esempio la possibilità di prendere una posizione su un certo mercato con un effetto leva, o puntare, con o senza leva, su un ribasso del mercato. Le principali tipologie di ETF strutturati sono tre:
 - ETF Short, permettono all'investitore di assumere una esposizione inversa rispetto all'andamento giornaliero del *benchmark* di

riferimento. Ad esempio se il benchmark registra un -2% l'ETF registra un +2%;

- ETF leva Long, forniscono all'investitore un rendimento addizionale rispetto al *benchmark* di riferimento, garantito dall'effetto leva. Ad esempio se il *benchmark* registra un +2%, l'ETF leva 2 registra un +4%;
- ETF leva short, permettono all'investitore di assumere una esposizione inversa e in leva rispetto all'andamento giornaliero del *benchmark* di riferimento. Ad esempio se il *benchmark* registra un -2%, l'ETF registra un +4%.

Ogni tipo di ETF ha caratteristiche di rischio e rendimento diverse, e la scelta tra i vari tipi dipende dagli obiettivi di investimento, l'orizzonte temporale e la tolleranza al rischio dell'investitore.

IV.2.4 *Differenze e similitudini con gli ETF tradizionali*

Si può specificare che sia gli ETF tematici sia quelli tradizionali offrono la struttura e la liquidità tipiche dei fondi negoziabili in borsa, ciò significa che gli investitori possono acquistare e vendere quote di questi ETF durante le ore di trading con la stessa facilità e praticità delle azioni. Inoltre entrambi i tipi di ETF forniscono un facile accesso a un portafoglio diversificato, fatta più attenzione per il portafoglio che investe in ETF tematici, come detto precedentemente. Con un singolo acquisto, gli investitori possono ottenere un'esposizione a un'ampia gamma di attività, sia che si tratti di un intero mercato azionario o di un particolare tema o settore, questo mantenendo i costi di gestione relativamente bassi rispetto ai fondi comuni di investimento tradizionali ed offrendo una maggiore trasparenza, con l'aggiornamento dei prezzi in tempo reale e una chiara indicazione degli *asset* sottostanti.

Per quanto riguarda le differenze principali che separano queste due tipologie di ETF, si può annoverare l'obiettivo di investimento, e questo perché mentre gli ETF tradizionali mirano a replicare la performance di indici di mercato ben noti, gli ETF

tematici si concentrano su specifici trend o temi, come l'innovazione tecnologica o la sostenibilità ambientale. Di conseguenza anche la selezione dei titoli in cui investire differisce, dato che la selezione per gli ETF tradizionali sarà basata sulla presenza dei titoli su di un indice, mentre per gli ETF tematici la scelta ricadrà su quei titoli che si allineano con un particolare tema, indipendentemente dalla loro inclusione in un indice standard. Circa il loro aspetto finanziario, ci sono sostanziali differenze riguardo all'orizzonte temporale ed all'esposizione e concentrazione al rischio. Gli ETF tradizionali infatti, si concentrano sul riflettere le condizioni attuali dei mercati e spesso offrono un'esposizione più bilanciata e diversificata del portafoglio, investendo in titoli con una distribuzione più ampia di vari settori e aree geografiche, riducendo potenzialmente il rischio complessivo. Di contro gli ETF tematici sono caratterizzati da investimenti orientati al lungo termine basati su previsioni future. Questi tendono ad avere un'esposizione più mirata, e possono essere più volatili a causa della loro concentrazione in settori o temi specifici. Con maggiore enfasi in determinati settori e/o temi, gli ETF tematici possono presentare un maggiore rischio di concentrazione, dovuto alla bassa diversificazione.

IV.3 Come un ETF replica un indice

Come si è evidenziato fino ad ora, gli ETF mirano a replicare fedelmente un indice di mercato, in modo da far ottenere ai propri investitori un rendimento passivo. Prima di andare a spiegare come un ETF replica un indice, si andrà a chiarire cos'è un indice e come viene creato l'ETF appropriato a questo scopo.

Un indice viene considerato come un'insieme di titoli che rappresentano un particolare mercato o segmento di mercato. È inoltre, un concetto teorico e un barometro del cambiamento, nel tempo, delle posizioni che contiene. Può essere ampio come l'intero mercato azionario statunitense o ristretto come un singolo paese o settore, come visto per gli ETF tematici che investono solamente in determinati indici. Gli indici sono creati da *index providers* come MSCI, S&P o Dow Jones Company. Quando questi *index providers* creano un indice, definiscono un'ampia varietà di criteri che i valori nell'indice devono soddisfare per essere inclusi in esso, quindi è possibile che esista una grande varietà di criteri e combinazioni di titoli sul mercato, per questo la scelta di un investitore può ricadere su un'infinità di indici.

Per portare un esempio, i possibili criteri di formazione di un indice potrebbero essere: *asset class*, come azioni, obbligazioni o materie prime; industrie o settori, come l'industria tecnologica o di telecomunicazioni; oppure altre strategie che affrontano temi specifici, come la sostenibilità. I titoli nell'indice sono poi ponderati usando diversi metodi di ponderazione, i più comuni sono la ponderazione per capitalizzazione di mercato e la ponderazione uguale. Nella ponderazione per capitalizzazione di mercato, le aziende con una maggiore capitalizzazione di mercato hanno un maggior peso nell'indice. Nella ponderazione uguale, ogni titolo ha lo stesso peso indipendentemente dalla sua dimensione, a seconda del tipo di ponderazione usata cambia anche la formula per calcolare l'indice. Per la ponderazione che segue la capitalizzazione di mercato, l'indice è calcolato come segue:

$$Indice = \frac{\sum_{i=0}^n (Prezzo\ del\ Titolo_i \times Numero\ di\ Azioni_i)}{Divisore}$$

Dove:

- *Prezzo del Titolo_i* è riferito al prezzo dell'*i*-esimo titolo nell'indice;
- *Numero di Azioni_i* è il numero di azioni in circolazione per l'*i*-esimo titolo;
- *Divisore* corrisponde ad un numero scelto per normalizzare l'indice ad un valore di partenza conveniente.

Un esempio di indice che utilizza questo metodo è l'S&P 500, che rappresenta le cinquecento maggiori aziende quotate negli Stati Uniti.

Quando invece l'indice viene calcolato usando il metodo della ponderazione uguale, il calcolo effettuato è:

$$Indice = \frac{\sum_{i=0}^n (Prezzo\ dl\ Titolo_i)}{N}$$

Dove:

- *Prezzo del Titolo_i* corrisponde al prezzo dell'*i*-esimo titolo nell'indice;
- *N* è il numero totale di titoli nell'indice.

In questo caso, il valore dell'indice è rappresentato dalla media semplice dei prezzi dei titoli.

Entrambi questi metodi vengono usati per rappresentare al meglio l'indice desiderato e far esaltare determinate caratteristiche, la ponderazione per capitalizzazione di mercato tende a riflettere meglio la dimensione e l'importanza

delle grandi aziende nel mercato, mentre la ponderazione uguale dà la stessa importanza a tutte le aziende, indipendentemente dalla loro dimensione. Un indice di mercato dovrebbe riflettere fedelmente le tendenze e le performance del mercato o del settore che rappresenta, per questo, la selezione e la ponderazione dei titoli sono cruciali. Inoltre gli indici di mercato vengono regolarmente aggiornati per riflettere i cambiamenti nel mercato, come le variazioni della capitalizzazione di mercato delle aziende, le fusioni e acquisizioni, o l'ingresso di nuove aziende nel mercato.

Gli ETF possono replicare un indice utilizzando due approcci: l'approccio a replica fisica e quello a replica sintetica. L'approccio di un ETF a replica fisica consiste nel detenere i titoli degli indici che replicano, questo può avvenire secondo due metodologie:

- Replica totale dell'indice, cioè l'ETF detiene tutti i titoli esattamente nelle stesse ponderazioni dell'indice;
- Replica parziale dell'indice, quando l'ETF replica sono alcune porzioni dell'indice considerato. Questo secondo metodo viene utilizzato, ad esempio, per gli indici molto ampi o illiquidi, vale a dire nei casi in cui replicare totalmente un indice potrebbe avere un impatto negativo sulla performance dell'ETF.

Un ETF che invece, utilizza un approccio a replica sintetica, non detiene i titoli dell'indice ma un derivato finanziario, solitamente dei “*swap*”. Dove in un accordo *swap* di questo tipo, l'ETF riceverà dalla controparte il rendimento dell'indice di riferimento, meno i costi variabili, vale a dire i cosiddetti “*swap spread*”, che sostanzialmente dipendono dalle condizioni di mercato in un dato momento. Gli ETF basati su derivati offrono la possibilità di investire nei mercati più difficili o impossibili da accedere per i fondi a replica fisica, ad esempio i mercati delle *commodity* o alcuni mercati emergenti.

Capitolo V

DA CHI E COME VENGONO VALUTATI GLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI

Gli investimenti secondo i criteri ESG (*Environmental, Social, and Governance*) rappresentano un approccio all'investimento che va oltre la semplice analisi finanziaria, incorporando criteri ambientali, sociali e di *governance* per valutare le aziende e i loro impatti a lungo termine. Questo approccio è nato dalla crescente consapevolezza che gli aspetti non finanziari possono avere un impatto significativo sul valore e sulla sostenibilità di un'azienda.

I rating ESG giocano un ruolo cruciale in questo processo, fornendo una valutazione standardizzata dell'impegno di un'azienda nei confronti di pratiche sostenibili e responsabili. Questi rating sono determinati da agenzie specializzate, che analizzano una vasta gamma di fattori, come le emissioni di carbonio, la gestione delle risorse, le politiche di diversità e inclusione, e la struttura di *governance*.

L'importanza dei rating ESG è duplice, se da un lato forniscono agli investitori informazioni cruciali per prendere decisioni di investimento informate, aiutandoli a identificare aziende che non solo sono finanziariamente solide, ma che operano anche in modo etico e sostenibile, dall'altro questi rating esercitano una pressione sulle aziende per migliorare le loro pratiche in materia di ESG, poiché un punteggio alto può attrarre maggiori investimenti, mentre un punteggio basso può scoraggiarli.

In conclusione, i rating ESG svolgono un ruolo fondamentale nell'orientare il capitale verso investimenti più sostenibili e responsabili, promuovendo al contempo una maggiore trasparenza e responsabilità tra le aziende.

In questo capitolo verranno analizzati alcuni tra i maggiori soggetti produttori di rating ESG ed i loro criteri di valutazione, cercando di fornire una spiegazione esaustiva riguardo alle loro metodologie. Infine il capitolo si concluderà con delle

considerazioni sui vantaggi nel prossimo futuro dei giudizi assegnati dal rating, a titoli o fondi, impiegati nella sostenibilità.

V.1 Rating ESG

Per comprendere meglio il concetto di “rating ESG”, o rating di sostenibilità, esso può essere definito come un sistema di valutazione sintetico che analizza e misura gli aspetti legati alle questioni ambientali (E), sociali (S) e di *governance* (G) di un'azienda, un emittente, un fondo o un paese. Questo rating fornisce una panoramica completa su come un soggetto o uno strumento, si posizioni rispetto a questi tre pilastri fondamentali, valutando la sua performance e l'impegno in termini di responsabilità ambientale, impegno sociale e qualità della *governance*, allo scopo di aumentare le informazioni disponibili e quindi migliorare le valutazioni e le scelte d'investimento conseguenti. È complementare al concetto di rating di credito tradizionale, che tiene in considerazione le sole variabili economico-finanziarie.

I rating ESG vengono elaborati da agenzie specializzate nella raccolta e nell'analisi di dati sugli aspetti di sostenibilità. Negli ultimi anni la crescente attenzione del mercato finanziario a tali temi ha portato a una proliferazione di *provider* di valutazioni e rating in ambito ESG, tant'è che secondo quanto emerge dall'analisi effettuata dall'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), richiesta dalla Commissione Europea nel novembre 2021, dove il numero di *provider* di rating ESG attualmente attivi nell'Unione Europea risultava pari a 59. In ordine, tra le società di rating ESG più utilizzate dagli investitori si può trovare: MSCI ESG, Morningstar/Sustainalytics, ISS, S&P, Moody's/VE, Refinitiv e a seguire tanti altri, come evidenziato nella figura seguente (Figura 24)⁵⁹.

La maggior parte delle società di gestione hanno contratti con più di un provider ESG contemporaneamente. Le motivazioni per cui le organizzazioni scelgono più di un fornitore sono soprattutto per aumentare la copertura, sia per classe di attività che per area geografica, o per ricevere diversi tipi di valutazioni ESG da enti diversi. La maggior parte degli utenti stipula contratti con un numero ridotto di fornitori rating,

⁵⁹ L'analisi dell'ESMA è stata effettuata su un campione di 66 fornitori di rating ESG, enti che utilizzano prodotti legati alle valutazioni ESG e le aziende oggetto della classificazione. In totale sono state ricevute 154 risposte per l'analisi.

il che indica un certo grado di concentrazione del mercato. Le carenze più comuni identificate dagli utenti sono state la mancanza di copertura di un settore specifico o di un tipo di entità e l'insufficiente granularità dei dati. Anche la complessità e la mancanza di trasparenza delle metodologie sono state evidenziate come problematica all'interno dello studio⁶⁰.

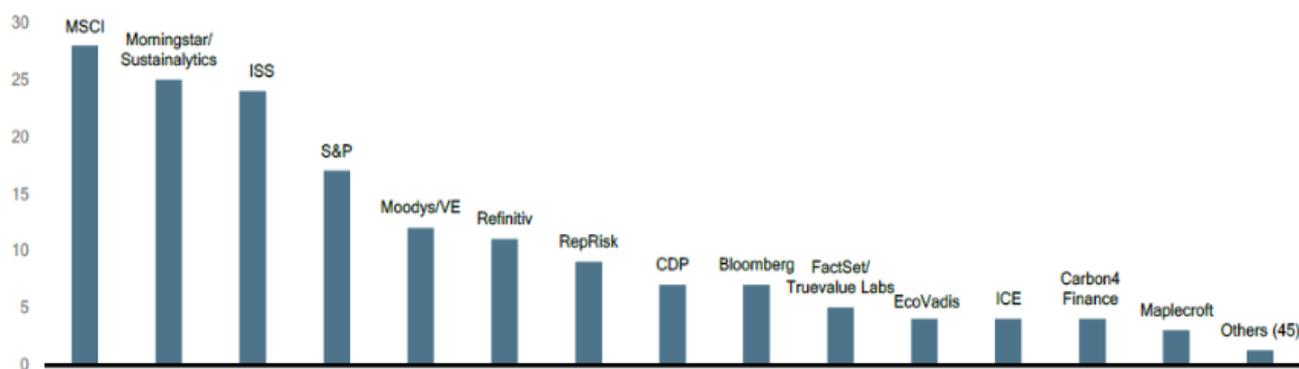


Figura 24. Risultato della “call of evidence” da parte dell’ESMA sulle caratteristiche di mercato dei rating ESG e dei fornitori di dati nell’UE.

I rating ESG sono un ottimo strumento di sintesi, ma come tutti gli strumenti sintetici non permettono di analizzare in maniera granulare le informazioni contenute in essi, ma presentano numerosi vantaggi per accompagnare le scelte degli investitori.

Dal punto di vista aziendale, la presentazione al mercato come “azienda sostenibile”, cioè avere una buona valutazione nei criteri ESG, incontra i desideri degli investitori sempre più attenti ai temi di sostenibilità. Per la Commissione Europea un approccio strategico nei confronti del tema della responsabilità sociale d’impresa può portare benefici in termini di gestione del rischio, riduzione dei costi, accesso al capitale, relazioni con i clienti, gestione delle risorse umane e capacità di innovazione. Inoltre, è stato dimostrato che esiste una correlazione tra il rating ESG e il costo del capitale e, nella fattispecie, una correlazione inversa⁶¹ dove, maggiore è

⁶⁰ Fonte: ESMA, “call of evidence”, 2022.

⁶¹ Fonte: MSCI, “ESG and the cost of capital”.

il rating ESG, minore sarà il suo costo del capitale, questo perché un basso costo del capitale migliora la competitività. Portando un esempio, se esistono due aziende con le stesse caratteristiche e che operano nello stesso mercato, ma una riesce a finanziarsi a un costo più basso, nel tempo quest'ultima maturerà un vantaggio competitivo rispetto all'altra, con costi minori e migliore accesso al credito.

Dal punto di vista delle società di gestione, affidarsi totalmente a società terze per le valutazioni ESG è il modo migliore per far sì che venga assicurata l'indipendenza di giudizio, dato che un giudizio esterno è insindacabile, al contrario un rating calcolato internamente può essere alterato al variare dei dati presi in considerazione, sia quantitativi che qualitativi, e dell'importanza che l'analista assegna ad una determina tematica ESG rispetto ad un'altra. Questo però, può anche riassumere il concetto secondo cui affidarsi totalmente ad agenzie terze, limita al minimo il rischio di *greenwashing*, inoltre, essendo i rating ESG dati alpha-numeric e quindi ordinabili, risultano semplici per basare delle strategie di investimento ESG. La più comune è la cosiddetta “strategia *best-in-class*”, vista precedentemente tra le strategie di investimento basate su criteri sostenibili, dove si va ad investire su tutte le società sostenibili, cioè con i rating ESG migliori, all'interno di ogni settore.

La complessità e la mancanza di trasparenza delle metodologie utilizzate per il calcolo del rating ESG, sono considerate come dei limiti dei rating ESG. Infatti, non esiste una standardizzazione delle metodologie delle metriche analizzate e di conseguenza i risultati sono difficilmente confrontabili, in quanto ogni *provider* considera dati eterogenei, combinati seguendo procedure diverse. Secondo uno studio condotto dal *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), la correlazione tra i rating ESG di *providers* diversi è pari a 0.55⁶², ergo molto bassa (Figura 25)⁶³.

Nel grafico in figura i valori sull'asse delle ordinate rappresentano i valori degli altri ratings, mentre sull'asse delle ascisse sono rappresentati i valori dei ratings riferiti ai *benchmark* di sostenibilità per ogni *provider* di rating.

⁶² Range di valori 0.38-0.71.

⁶³ Fonte: MIT, *Aggregate Confusion. The Divergence of ESG ratings*, aprile 2022.

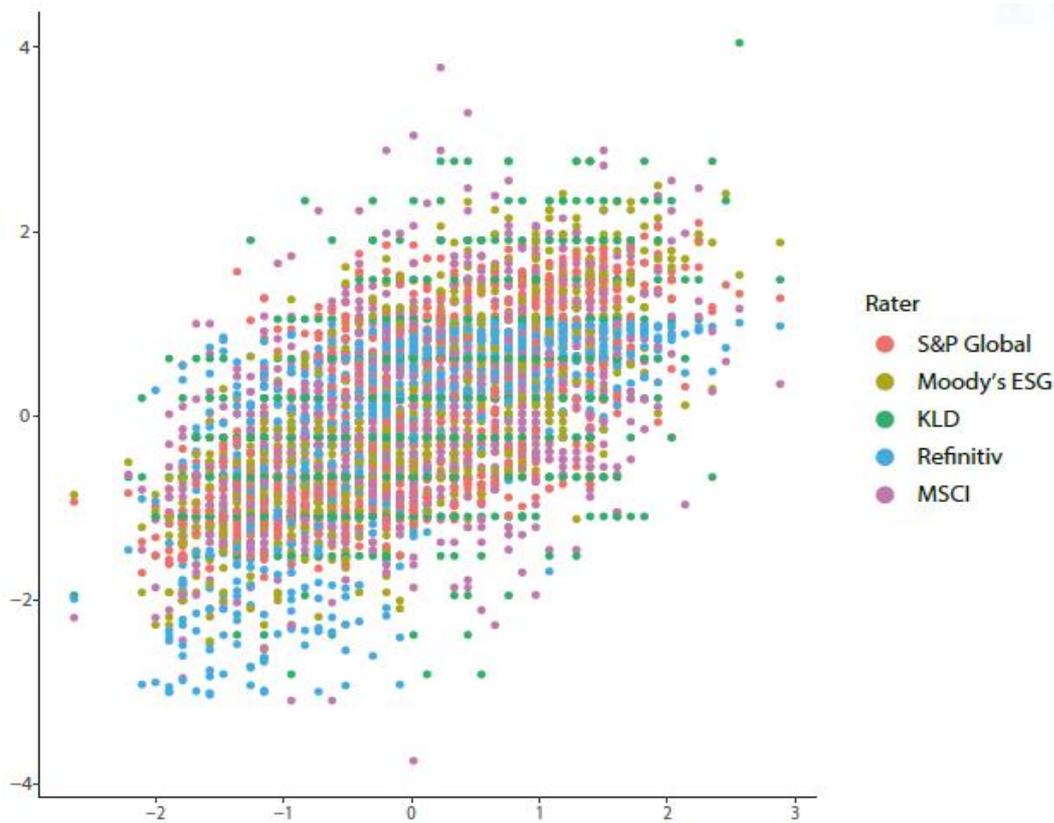


Figura 25. Correlazione dei rating ESG di diversi providers.

Gran parte dell'eterogeneità sui rating ESG è spiegata dalla diversa importanza che le agenzie attribuiscono ai vari KPI di sostenibilità. Soffermandosi sui KPI sostenibili, questi indicatori vengono utilizzati dalle aziende per valutare il raggiungimento di determinati obiettivi, in questo caso riguardanti la sostenibilità, per progettare ed attuare delle *roadmap* di sostenibilità aziendali. Un indice di sostenibilità può essere definito come un set quantitativo di indicatori che sono espressamente progettati per misurare e per monitorare le performance in termini di sostenibilità ambientale, sociale ed economica e per contribuire a stabilire il valore complessivo di un'azienda. Questi indici sono sviluppati per essere utilizzati da diversi attori e per andare a comporre analisi più articolate e complete dove è importante avere a disposizione elementi standardizzati che consentano di effettuare comparazioni. La composizione di questi indici è basata su una serie di parametri o con i quali si valutano le dimensioni dell'impatto, possono includere emissioni di CO₂, i consumi energetici, la gestione dei rifiuti, il rispetto dei diritti umani e le logiche della *governance* aziendale. Il calcolo può variare a seconda dell'indice

specifico, in generale i dati raccolti vengono analizzati e pesati con l'obiettivo di creare un punteggio complessivo. L'importanza di questi KPI risiede nella loro capacità di fornire un riferimento oggettivo e comparabile di valori che in tantissime circostanze passate, non sono stati misurati e valutati ma che influiscono in modo determinante nella generazione di valore e sulle politiche ESG. Gli indici di sostenibilità influiscono infatti, sulle decisioni degli investitori e grazie a questi strumenti, ci si trova nella condizione di valutare le performance ESG delle aziende e si può definire in modo accurato una strategia di investimento. Diversi studi hanno ad esempio dimostrato che le aziende con alti punteggi nelle classifiche di sostenibilità tendono a presentare minori rischi finanziari e migliori performance nel lungo termine.

Con la letteratura si cerca di dare una definizione generale, partendo dal concetto che gli indicatori non sono valori ma piuttosto variabili, viene infatti affermato che questi siano “una rappresentazione operativa di un attributo, qualità, caratteristica, proprietà, di un sistema” (Gallopìn 1997), difatti un indicatore fornisce informazioni sintetiche in modo che siano rapidamente comprensibili per chi le dovrà poi interpretare. Uno strumento utile per la valutazione dell'efficacia degli indicatori per un'azienda è stata sviluppata dal *Lowell Center for Sustainable Production (LCSP)*, che classificava gli indicatori secondo una gerarchia, nella quale sono suddivisi su più livelli in base ai principi di sostenibilità:

1. Conformità, dove sono inclusi tutti gli indicatori che valutano il grado di conformità dell'azienda nei confronti delle normative locali ed internazionali e rispetto agli standard di settore;
2. Utilizzo dei materiali e le performance, dove gli indicatori misurano tutti i risultati aziendali ed i rapporti con terzi in termini di consumi energetici e/o idrici, emissioni, rifiuti, etc. Vale a dire che questi indicatori misurano l'efficienza nell'uso delle risorse, il che risulta essere fondamentale per le aziende che vogliono arrivare a raggiungere un vantaggio competitivo nell'ESG;
3. Impatti attività aziendale, che include quella categoria di indicatori adibiti a vedere gli effetti dell'aziende sull'ambiente e sulle risorse umane. Un esempio sono gli indicatori di salute e sicurezza sul lavoro;

4. *Supply chain* e ciclo vitale dei prodotti, comprende indicatori che vanno a vedere il ciclo di vita di un prodotto fino allo smaltimento, passando per tutta la *supply chain* e la distribuzione di esso. Ad esempio si vede l'utilizzo di energie rinnovabili per la produzione e distribuzione e la riciclabilità di un prodotto;

Sistema sostenibile, dove sono inclusi tutti gli indicatori che definiscono come un'azienda vada ad inserirsi a livello sostenibile nel settore di mercato e nella società. Questi indicatori sono difficili da definire per la singola azienda, infatti vengono indicati a livello nazionale e sovranazionale, come gli indicatori che misurano la qualità della vita in diverse aree geografiche e l'uso di risorse per la riqualificazione del territorio.

Gli indici di sostenibilità sono poi uno strumento chiave per supportare le imprese nella trasformazione sostenibile e per promuovere una transizione verso un'economia più sostenibile. Fornendo una misura oggettiva delle performance ESG delle aziende, essi incentivano le imprese a migliorare le proprie pratiche in termini di responsabilità ambientale, sociale ed economica. Inoltre, guidano gli investitori nel selezionare aziende allineate con i loro valori e obiettivi di sostenibilità, contribuendo così a orientare il flusso dei capitali verso investimenti più green.

Riguardo all'attività delle agenzie di rating, si è detto precedentemente che queste hanno una correlazione di assegnazione del rating ESG molto bassa, dunque diverse agenzie attribuiscono pesi difforni agli stessi fattori. Le maggiori differenze si riscontrano per le componenti sociali e di *governance*, mentre appaiono più omogenei i giudizi sui fattori ambientali, in quanto più quantitativi. In figura 26 si riportano alcuni esempi di come una stessa società sia valutata in maniera diversa da diversi *provider* di rating ESG. In generale, sarebbe auspicabile una convergenza che renda più omogenea la metodologia di valutazione dei rating, ma soprattutto una maggiore trasparenza. A tal proposito è molto importante il ruolo delle imprese quotate, poiché inevitabilmente conoscono le tecnologie produttive molto meglio degli analisti ESG e quindi sono in grado di elaborare indicatori precisi ed efficaci, partendo dal gran numero di informazioni che hanno a disposizione investendo nei mercati internazionali.

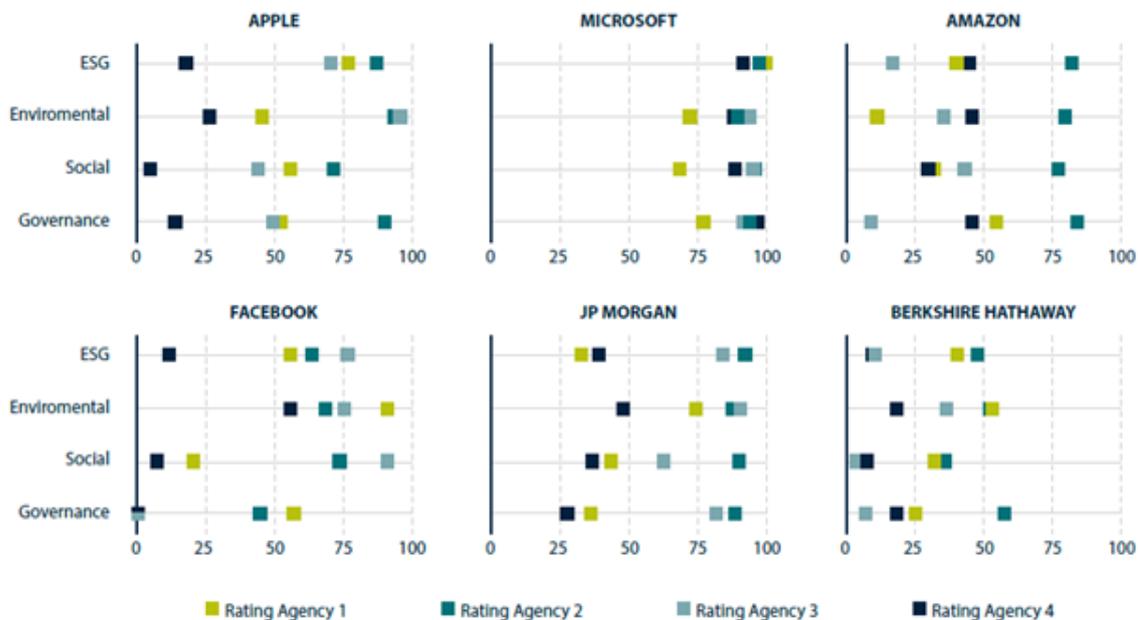


Figura 26. Società valutate da diverse agenzie di rating⁶⁴.

I rating ESG prodotti dalle agenzie offrono una foto del passato considerando i dati storici, senza però riflettere l’effettivo potenziale di miglioramento di un’impresa né la sua vulnerabilità a possibili rischi futuri. Le società di rating si basano principalmente sul bilancio di sostenibilità che per definizione riporta dati degli anni passati. Le imprese che oggi sono in ritardo sul fronte sostenibilità, ma che si impegnano a migliorare, possono comunque offrire opportunità di investimento redditizie, anche se secondo i rating ESG odierni potrebbero essere inferiori alla media delle concorrenti.

Normalmente i *provider* assegnano un rating ESG ad una società solo quando è presente in un indice principale. Man mano che la capitalizzazione diminuisce è sempre più probabile che la società non sia seguita da alcun *provider*, cioè diventi “*not rated*”. La bassa copertura sulle *small-cap*, cioè sui titoli con una capitalizzazione compresa tra i 250 milioni e i 2 miliardi di dollari, fa sì che i fondi ESG abbiano una tendenza a focalizzarsi solo sulle società di media grande dimensione, nonostante magari ci siano molte società all’avanguardia sotto il profilo di sostenibilità anche tra quelle di piccole dimensioni.

⁶⁴ Fonte: Gruppo Kairos, elaborazione dati pubblici.

Per quanto riguarda l'accuratezza e la profondità dei dati ESG, questi rappresentano ancora un grosso problema. È difficile fare un'analisi accurata su dati mancanti o errati, inoltre, i *provider* di rating ESG fanno ampio ricorso a strumenti che estraggono dati dai siti web in maniera automatica, ci si riferisce al "*web scraping*", e non sempre sono del tutto affidabili. Su questa situazione di incertezza sui dati e valutazioni ESG è intervenuto il Consiglio Europeo, che ha recentemente approvato l'ESAP, un database unico europeo che fornirà un accesso elettronico centralizzato alle informazioni relative alla sostenibilità. La piattaforma dovrebbe essere introdotta gradualmente e prevede che alcuni elementi essenziali diventino operativi tra il 2026 e il 2030.

V.2 Agenzie di rating ESG

Le agenzie di rating sono nate allo scopo di creare delle valutazioni e dei giudizi in merito ad *asset*, aziende, Stati sovrani, enti, organizzazioni e fondi sul mercato, per cercare di aiutare gli investitori, istituzionali e non, nella scelta di investimento per loro stessi o nei confronti di terzi. Come già precedentemente detto, le agenzie di rating ESG, pubblicano valutazioni finanziarie tenendo però in considerazione la responsabilità sociale ed ambientale dei soggetti e dei strumenti osservati. Di seguito verranno analizzate sinteticamente alcune tra le agenzie di rating più influenti e successivamente si darà uno sguardo alla metodologia usata per generare rating aziendali, nei diversi settori di mercato. Le agenzie di rating che si andrà ad analizzare appartengono al settore di mercato finanziario statunitense, e si occupano di redigere studi e valutazioni su prodotti di investimento ed aziende, attraverso analisi finanziarie. MSCI ESG Research è nota per i suoi approfonditi report e rating che valutano la resilienza di un'azienda agli impatti finanziari a lungo termine legati a questioni ESG. I loro rating aiutano gli investitori a comprendere e mitigare i rischi ESG e a identificare opportunità di investimento sostenibile. Morningstar, un'altra agenzia leader nel settore, offre una gamma di soluzioni ESG, inclusi rating e analisi, che aiutano gli investitori a integrare considerazioni ESG nei loro portafogli. Morningstar si concentra sull'impatto che le questioni ESG possono avere sul valore aziendale, fornendo una prospettiva unica sulla sostenibilità a lungo termine delle aziende. Infine, S&P Global, attraverso la sua divisione S&P Global Ratings,

fornisce valutazioni ESG che misurano la capacità di un'entità di operare con successo in un futuro sostenibile. Questi rating si concentrano su fattori ESG che possono avere un impatto materiale sulle capacità finanziarie dell'entità.

In sintesi, MSCI ESG, Morningstar e S&P sono agenzie leader nel campo del rating ESG, offrendo strumenti essenziali per gli investitori che cercano di comprendere meglio i rischi e le opportunità legati alla sostenibilità delle aziende in cui investono.

V.2.1 MSCI ESG

L'agenzia MSCI⁶⁵ è ormai da decine di anni un'azienda simbolo di professionalità e leader nel settore dei *provider* di strumenti e servizi decisionali a livello critico, per tutta la comunità degli investitori globali. A prova di questo, l'agenzia è stata insignita di molti premi per l'attività svolta negli anni, tra i quali si menziona il premio del *Wall Street Journal* 2023 per le 250 aziende meglio gestite, il premio come miglior strumento di valutazione ESG dell'anno 2023 ed il premio per l'azienda più verde d'America 2024 assegnatogli da *Newsweek*. I rating ESG di MSCI mirano a misurare la gestione da parte di un'azienda dei rischi e delle opportunità ESG finanziariamente rilevanti. Questo grazie ad una metodologia basata su regole per identificare i leader e i ritardatari del settore in base alla loro esposizione ai rischi ESG e alla loro capacità di gestire tali rischi rispetto ai concorrenti. I rating in ambito ESG, sviluppati dall'agenzia, vanno da leader, medio a ritardatario, assegnando una classificazione da AAA a CCC. I rischi e le opportunità ESG possono variare a seconda del settore e dell'azienda, essendo valutati secondo il modello di rating ESG MSCI, il quale identifica i rischi ESG, quelli che definisce come questioni chiave, che sono più rilevanti per una sottoindustria o settore GICS (*Global Industry Classification Standard*)⁶⁶. Con oltre 13 anni di storia del monitoraggio dal vivo al proprio attivo, l'agenzia è in grado di esaminare e perfezionare il modello per identificare le questioni chiave E, S e G che sono più rilevanti per un settore.

⁶⁵ Fonte: sito ufficiale MSCI, «ESG Investing: ESG Ratings», s.d., <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>.

⁶⁶ Si riferisce allo standard globale di classificazione del settore, sviluppato congiuntamente da MSCI e Standard & Poor's.

Gli investitori istituzionali come fondi pensione, fondi sovrani, fondi di dotazione e gestori patrimoniali che hanno il dovere fiduciario di considerare i rischi di investimento significativi utilizzano comunemente i rating ESG per valutare i rischi finanziari nel processo di investimento. Per sostenere questa focalizzazione sugli investimenti, MSCI si concentra sull'intersezione tra l'attività di un'azienda e le questioni ESG rilevanti che possono creare rischi e opportunità significativi per il suo settore, secondo una metodologia basata su regole. La nostra mappa ricercabile della materialità del settore ESG, mostra le questioni chiave che valutiamo per le aziende di 158 settori. MSCI valuta migliaia di punti di dati in 33 questioni chiave ESG, queste sono ponderate in base all'impatto e all'orizzonte temporale del rischio o dell'opportunità, venendo raggruppate in 10 ambiti all'interno dei tre pilastri ESG, come mostrato in figura 27. I temi ESG per ogni pilastro sono:

- Pilastro Ambientale
 - Cambiamento climatico, (comprende Emissioni di carbonio, Tracce di carbonio nel prodotto, Impatto del finanziamento ambientale, Vulnerabilità del cambiamento climatico);
 - Capitale naturale, (comprende Stress idrico, Biodiversità e uso della terra, Risorse di materie prime);
 - Inquinamento e sprechi, (comprende Emissioni tossiche e sprechi relativi, Materiali di imballaggio e sprechi relativi, Rifiuti elettronici);
 - Opportunità ambientali, (comprende Tecnologie pulite, Green Building, Energie rinnovabili).
- Pilastro Sociale
 - Capitale Umano, (comprende Gestione del lavoro, Salute e sicurezza, Sviluppo del capitale umano, Standards lavorativi della catena di distribuzione);
 - Analisi del prodotto, (comprende Sicurezza e qualità del prodotto, Tutela finanziaria del consumatore, Privacy e sicurezza dei dati, Investimenti responsabili, Sicurezza chimica);

- Opposizione *Stakeholders*, (comprende Approvvigionamento controverso, Relazioni con la comunità);
- Opportunità sociali, (comprende Accesso alla finanza, Accesso all’assistenza sanitaria, Opportunità nel campo della nutrizione e salute).
- Pilastro di *Governance*
 - *Corporate Governance*, (comprende Proprietà e controllo, salari, contabilità);
 - Comportamento aziendale, (comprende Etica aziendale, Trasparenza fiscale).

Per arrivare a costruire il rating ESG finale, la media ponderata dei singoli *Key Issue Score* è normalizzata rispetto ai parametri del settore di rating, e successivamente il punteggio finale aggiustato per il settore di ciascuna azienda, basato su una valutazione dei dati sottostanti disponibili all'ultima data di azione del rating ESG, corrisponde alla valutazione di rating, dove al migliore viene assegnato il punteggio AAA (leader) e il peggiore CCC (ritardatario).



Figura 27. Quadro delle questioni chiave dei rating ESG MSCI⁶⁷.

Il punteggio finale aggiustato al settore aziendale è calcolato normalizzando il punteggio medio ponderato relativo al gruppo di pari del settore ESG Rating, in base agli intervalli di punteggio stabiliti dai valori di riferimento nel gruppo di pari.

La media pesata dei *Key Issue Score*, chiamata WAKIS (*Weighted Average Key Issue Score*), viene calcolata per ogni società sulla base della media ponderata dei punteggi ricevuti su tutti i singoli problemi ambientali e sociali che contribuiscono al rating della società, ed al punteggio del pilastro della *governance*. Il punteggio del pilastro di *governance* è una valutazione assoluta del complesso di una società che utilizza una scala 0-10 applicata universalmente. A partire da un 10, il *Governance Pillar Score* si basa sulla somma delle deduzioni derivate dalle metriche chiave incluse nei temi del pilastro, Corporate Governance (comprendenti Ownership & Control, Board, Pay and Accounting) e Corporate Behavior (comprendenti Business Ethics e Tax Transparency), come visibile in figura 27. Mentre per i punteggi delle questioni chiave per i temi ambientali e sociali, ogni azienda riceve un punteggio su ogni questione chiave selezionata che va da 0 a 10. Nei pilastri ambientali e sociali, i

⁶⁷Fonte: sito ufficiale MSCI, «ESG Ratings: MSCI ESG Ratings Key Issue Framework», s.d., <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings/esg-ratings-key-issue-framework>.

punteggi valutano l'esposizione dell'azienda ai rischi o opportunità e la sua capacità di gestire tale esposizione, questi sono calcolati utilizzando il *Key Issue Exposure Score* e *Key Issue Management Score*. Dove i punteggi di ogni tema che vanno da 0 a 10, indicano un rischio più grave se il punteggio è basso ed uno meno grave quando il punteggio è alto.

Per completare i punteggi 0-10 dei temi e dei *Key Issue Score*, vengono calcolate e pubblicate delle classifiche percentili per ogni tema e questione chiave. I percentili valutano le prestazioni relative di un'azienda rispetto ad altre società, con una classifica percentile compresa tra 0 e 100. Vengono pubblicati due tipi di classifiche percentili: quella di mercato interno, calcolata contro i componenti di un particolare mercato interno; e quella globale, calcolata rispetto all'intero universo di copertura. Le classifiche dei percentili possono essere interpretate per identificare i leader e i ritardatari, come mostrato nella tabella 3.

Classifica del Percentile	Descrizione
96-100	Best in class
76-95	Above average
26-75	Average
6-25	Below average
0-5	Worst in class

Tabella 3. Interpretazione classifica dei percentili.

Ogni Problema Ambientale e Sociale chiave tipicamente comprende dal 5% al 30% del rating ESG totale. I pesi per queste questioni chiave sono determinati per ogni sottoindustria GICS basata sul contributo del comparto all'esternalità negativa associata alla questione chiave e all'orizzonte temporale previsto per farla concretizzare, come illustrato nella tabella 4, di seguito. Per il pilastro della *governance*, il peso è fissato al livello di pilastro piuttosto che a livello di questioni chiave. Il peso del pilastro di *governance* è determinato per tutte le sottoindustrie, assumendo una valutazione "Alto contributo/Lungo termine" e "Medio contributo/Lungo termine" rispettivamente sulla *Corporate Governance* e sul

Comportamento Societario. Inoltre, il peso sul pilastro della *governance* è pari a un valore minimo del 33% dal 2020⁶⁸.

		Tempi previsti per concretizzare il rischio/opportunità	
		Short Term (<2 years)	Long Term (5+ years)
Livello di contributo all'impatto Ambientale e Sociale	Industry is a major contributor to impact	Highest Weight	
	Industry is a minor contributor to impact		Lowest Weight

Tabella 4. Quadro per l'impostazione dei pesi delle questioni chiave.

Per il livello di contributo all'esternalità sociale o ambientale, nel processo in tabella di cui sopra, ad ogni sotto-industria GICS è assegnato un impatto "Alto," "Medio," o "Basso" per ogni questione chiave, basato sull'analisi dei dati rilevanti effettuata da MSCI, ad esempio intensità media delle emissioni di carbonio) Per le questioni chiave in cui il rischio primario si materializza attraverso un evento come una controversia, viene esaminata la gravità delle controversie per determinare il livello di contributo all'esternalità ambientale o sociale. Ad esempio, il verificarsi di controversie gravi/ molto gravi è visto come avere un elevato livello di contributo all'esternalità in questione. Al contrario, il verificarsi di controversie minori è visto come un basso livello di contributo all'esternalità in questione. Al contrario, se molte aziende di un settore sono osservate a sperimentare gravi controversie in un'area, allora il livello di contributo è determinato "Alto". Allo stesso tempo, se molte aziende in un'industria sono osservate per sperimentare le controversie secondarie o nessun in una zona, il livello di contributo è determinato "Basso".

L'orizzonte temporale atteso di rischio/opportunità di ogni questione chiave, definito come "Breve", "Medio", "Lungo" termine, è classificato in base al tipo di

⁶⁸ Questioni e pesi chiave specifici dell'azienda sono consentiti, previa approvazione del comitato, per le aziende con modelli di business diversificati, di fronte a controversie o sulla base di regole predefinite che si applicano a determinati settori. Questioni chiave e pesi subiscono una revisione formale e processo di feedback alla fine di ogni anno solare.

rischio o opportunità che ogni questione chiave presenta alle aziende. Ad ogni questione chiave viene assegnato un orizzonte temporale di riferimento, ad esempio a seconda che il rischio sia determinato da regolamenti pendenti o da una questione temporale più lenta, come il cambiamento della domanda dei consumatori. In alcuni casi, l'orizzonte temporale di una singola questione chiave può variare da un settore all'altro, per esempio la gestione del lavoro è definita come un problema a medio termine quando la sua rilevanza è per la produttività generale dei lavoratori, ma è considerato a breve termine in settori in cui interruzioni del lavoro e arresti sono molto comuni.

Nei pilastri ambientale e sociale, ogni modello di emissione chiave è costituito da due componenti: esposizione al rischio e gestione del rischio. Questa distinzione consente al modello di regolare la forza dei sistemi di gestione necessari per ottenere un determinato punteggio chiave⁶⁹.

Le aziende che devono affrontare un'esposizione al rischio più elevata devono adottare pratiche di gestione più forti per mitigare i loro rischi. Al contrario, il modello non penalizza le aziende con strategie di gestione del rischio minime se affrontano un'esposizione bassa o minima al rischio specifico. Per le questioni chiave che valutano le opportunità piuttosto che il rischio, viene valutata l'esposizione di ogni azienda per valutare la rilevanza di quelle particolari opportunità di *business* per una determinata azienda. I punteggi di esposizione al rischio, che vanno da 0 a 10, sono calcolati per ogni problema chiave, indicando il livello di esposizione di un'azienda a questa specifica questione chiave in base al suo mix unico di segmenti di business e geografici. Il risultato finale è un punteggio di esposizione 0-10, dove 0 indica l'esposizione più bassa a questo problema chiave e 10 indica l'esposizione più alta a questo problema chiave.

Riguardo alla gestione del rischio si va quindi a tenere conto della misura in cui un'azienda ha sviluppato strategie dedite alla gestione del proprio livello specifico di rischi o opportunità. Le controversie verificatesi negli ultimi tre anni portano a una detrazione dal punteggio complessivo della gestione del rischio su ciascuna

⁶⁹ Fonte: sito ufficiale MSCI, «ESG Ratings Methodology», dicembre 2023, <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>.

questione. Come per l'esposizione al rischio, la gestione viene valutata su una scala da 0 a 10, dove 0 non rappresenta alcuna prova degli sforzi della gestione e 10 rappresenta un impegno importante dell'azienda verso il contenimento del rischio e delle controversie.

MSCI ESG *Research* ha un team dedicato di personale analitico che identifica e valuta in modo continuativo la gravità dei casi di controversie che coinvolgono società nell'universo di rating di MSCI. Un "caso controverso" è definito come un caso o una situazione in corso in cui le operazioni e/o i prodotti aziendali avrebbero un impatto ambientale, sociale e/o di *governance* negativo. I casi includono presunte violazioni delle leggi e/o dei regolamenti esistenti a cui sono soggetti; o una presunta azione o evento aziendale che viola le norme internazionali comunemente accettate, incluse ma non limitate alle norme rappresentate da convenzioni globali come il *Global Compact* delle Nazioni Unite (ONU). Un caso è in genere un singolo evento come una fuoriuscita, un incidente o un'azione normativa, o una serie di eventi o accuse strettamente collegati, come multe per la salute e la sicurezza presso la stessa struttura, accuse multiple di comportamento anticoncorrenziale relative alla stessa linea di prodotti, più proteste della comunità presso la stessa sede aziendale o più cause individuali relative allo stesso tipo di discriminazione. Ogni caso controverso viene valutato per la gravità del suo impatto sulla società o sull'ambiente e di conseguenza valutato molto grave, grave, moderato o minore. Per raggiungere queste valutazioni, ogni caso viene analizzato lungo due dimensioni:

- La natura del danno, su una scala che va da molto grave al minimo danno.
- La portata dell'impatto, su una scala che va da estremamente diffusa a basso impatto.

Queste valutazioni sono combinate nella tabella sottostante per raggiungere una determinazione iniziale della gravità, in grado di produrre la stessa valutazione della gravità attraverso varie combinazioni di scala di impatto e natura del danno.

Scale of Impact	Nature of Harm			
	Very Serious	Serious	Medium	Minimal
Extremely Widespread	Very Severe	Severe	Severe	Moderate
Extensive	Very Severe	Severe	Moderate	Moderate
Limited	Severe	Moderate	Minor	Minor
Low	Moderate	Moderate	Minor	Minor

Tabella 5. Valutazione delle controversie.

Per questioni chiave che misurano le opportunità, il modello di combinazione del punteggio di esposizione e del punteggio di gestione differisce. L'esposizione indica la rilevanza di questa opportunità per una determinata società sulla base dei suoi attuali segmenti di attività e geografici. Un elevato livello di esposizione consente una gamma più ampia di risultati, mentre un basso livello di esposizione limita il punteggio più vicino a un valore di 5 (Figura 28).

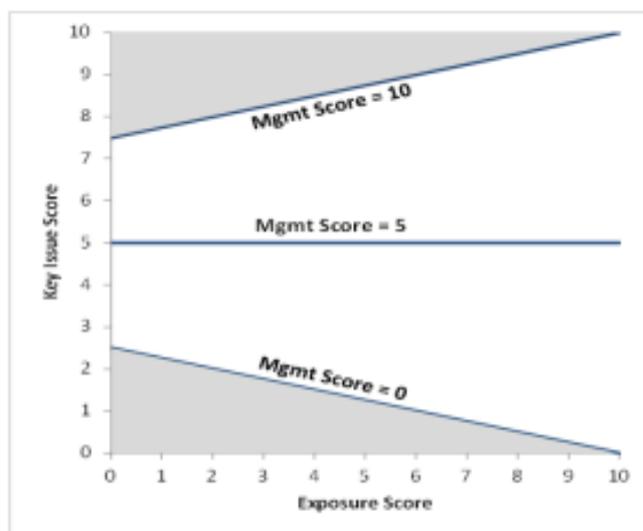


Figura 28. Questioni chiave delle Opportunità, Combinazione di esposizione e gestione⁷⁰

Il ragionamento alla base della figura è che, a livelli più elevati di esposizione, le aziende hanno più da guadagnare da sfruttare l'opportunità, ma hanno anche più da

⁷⁰Fonte: sito ufficiale MSCI.

perdere dal punto di vista competitivo se non riescono a capitalizzare le opportunità. A bassi livelli di esposizione, vengono giudicate le opportunità immediate che l'azienda deve affrontare per essere meno materiale; tuttavia, forti sistemi di gestione, l'innovazione del prodotto o programmi di Ricerca & Sviluppo possono indicare una maggiore capacità di sfruttare le opportunità future e un vantaggio competitivo per l'azienda. Il calcolo delle questioni chiave quindi risulta essere:

Key Issue Score

$$= \left(0.5 + \frac{exposure}{20}\right) \times management + \left(0.5 - \frac{exposure}{20}\right) \times 5.0^{71}$$

Quindi per ottenere un punteggio ESG finale dai punteggi di ogni pilastro e dai *Key Issue Score*, vengono presi i punteggi medi ponderati calcolati come media ponderata del punteggio del pilastro della *governance* e dei singoli punteggi delle *Key Issue* dei pilastri ambientale e sociale. Il punteggio medio ponderato del problema (WAKIS), viene quindi normalizzato rispetto alle aziende *competitor* del settore ESG. Un insieme di *benchmark peer*, che comprende tutte le società valutate da MSCI ESG *Research* all'interno di un settore ESG, viene utilizzato per calcolare i rating relativi al settore per garantire che i rating relativi alle società non cambino quando altre società vengono aggiunte o rimosse dal gruppo di pari. Infine, il punteggio finale aggiustato per il settore di ogni azienda corrisponde a un rating mappato per lettera compreso tra il più alto (AAA) e il più basso (CCC). Queste valutazioni delle prestazioni aziendali non sono assolute, ma sono esplicitamente intese ad essere relative agli standard e alle prestazioni dei *competitor* del settore di un'azienda. Queste valutazioni delle lettere sono relative all'interno di ciascun settore ESG. I passaggi sono riassunti in figura 29.

⁷¹ Vincolato 0-10 e arrotondato a un decimale

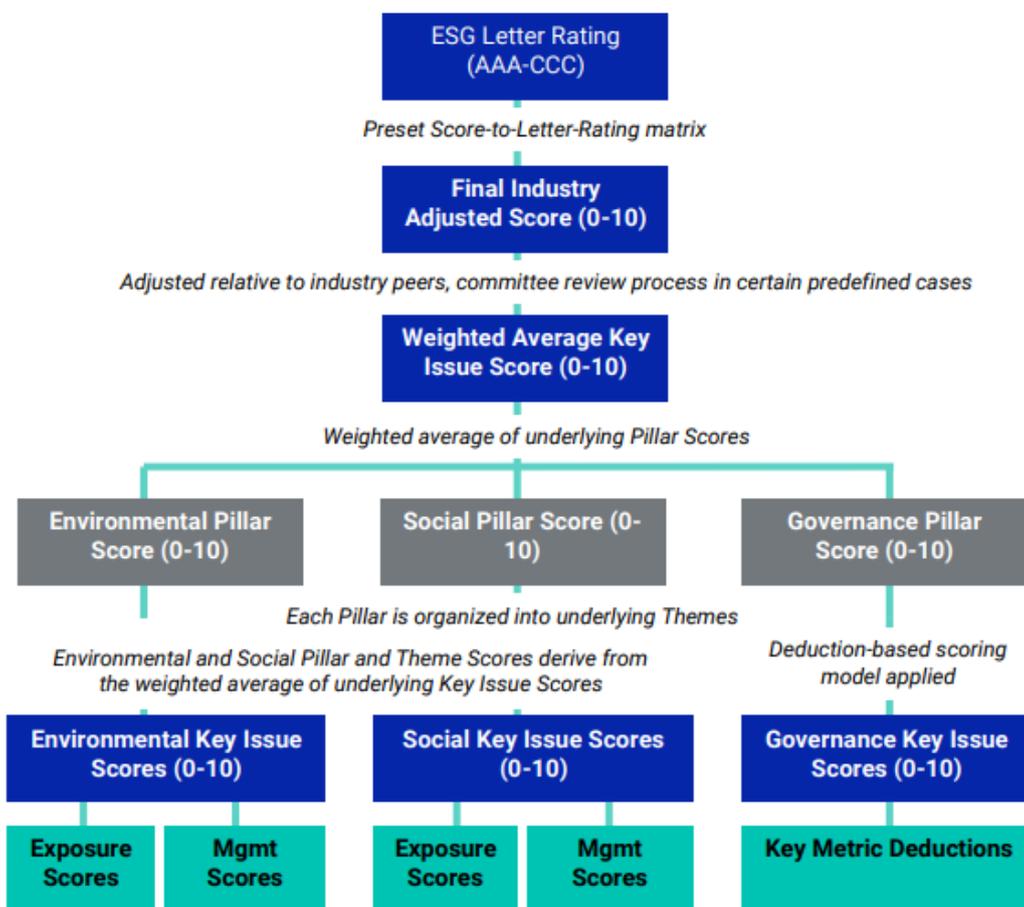


Figura 29. Gerarchia della formazione del rating ESG di MSCI.

Di seguito vengono rappresentate le formule con cui MSCI calcola i punteggi dei pilastri dell'ESG, utilizzando i diversi dati analizzati precedentemente combinati e aggregati, con cui sono generate le classi di rating espresso in lettere⁷².

Environmental Pillar Score:

$$\sum_{i=1}^n (Weight_i \times Environmental_Pillar_Weight_i \times Environmental_Pillar_Score_i) / \sum_{i=1}^n (Weight_i \times Environmental_Pillar_Weight_i)$$

⁷²Fonte: «MSCI Index ESG Metrics Calculation Methodology», 2023. https://www.msci.com/documents/10199/1283513/MSCI_ESG_Metrics_Calc_Methodology_Dec2020.pdf

Dove:

- i = titolo indicizzato al punteggio del pilastro ambientale disponibile;
- $Weight_i$ = peso indicizzato di chiusura per il titolo i ;
- $Environmental_Pillar_Weight_i$ = peso del pilastro ambientale riferito al titolo i ;
- $Environmental_Pillar_Score_i$ = punteggio del pilastro ambientale riferito al titolo i .

Social Pillar Score:

$$\sum_{i=1}^n (Weight_i \times Social_Pillar_Weight_i \times Social_Pillar_Score_i) / \sum_{i=1}^n (Weight_i \times Social_Pillar_Weight_i)$$

Dove:

- i = titolo indicizzato al punteggio del pilastro sociale disponibile;
- $Weight_i$ = peso indicizzato di chiusura per il titolo i ;
- $Social_Pillar_Weight_i$ = peso del pilastro sociale riferito al titolo i ;
- $Social_Pillar_Score_i$ = punteggio del pilastro sociale riferito al titolo i .

Governance Pillar Score:

$$\sum_{i=1}^n (Weight_i \times Governance_Pillar_Weight_i \times Governance_Pillar_Score_i) / \sum_{i=1}^n (Weight_i \times Governance_Pillar_Weight_i)$$

Dove:

- i = titolo indicizzato al punteggio del pilastro di governance disponibile;
- $Weight_i$ = peso indicizzato di chiusura per il titolo i ;
- $Governance_Pillar_Weight_i$ = peso del pilastro di governance riferito al titolo i ;
- $Governance_Pillar_Score_i$ = punteggio del pilastro di governance riferito al titolo i .

ESG Score:

$$\sum_{i=1}^n (Weight_i \times Industry_Adjusted_Score_i) / \sum_{i=1}^n (Weight_i)$$

Dove:

- i = titolo indicizzato
- $Weight_i$ = peso indicizzato di chiusura per il titolo i ;
- $Industry_Adjusted_Score_i$ = punteggio ESG per il titolo i .

La tabella seguente mostra il rating finale espresso in lettere, assegnato da MSCI nella sua analisi finanziaria (tabella 6).

Rating in lettere	Final Industry-Adjusted Company Score
AAA	8.571-10
AA	7.143-8.571
A	5.714-7.143
BBB	4.286-5.714
BB	2.857-4.286
B	1.429-2.857
CCC	0.0-1.429

Tabella 6. Rating formulato in lettere relativo allo score finale di ogni azienda aggiustato per il settore.

V.2.2 Morningstar

È un'azienda statunitense operante nel settore finanziario, che si occupa della redazione e pubblicazione di studi, svolti tramite analisi finanziarie, su prodotti di investimento ed aziende. Quello che si prefigge Morningstar, come agenzia di rating, è aiutare l'investitore nella scelta migliore di investimento secondo i propri principi, tramite i strumenti forniti dalla stessa agenzia. Nell'ultimo trentennio Morningstar ha fornito diversi strumenti come il Morningstar Rating, lo Style Box o il Morningstar Analyst Rating che hanno permesso all'investitore di comparare, analizzare e monitorare i propri investimenti. Il Morningstar Sustainability Rating si muove in linea di continuità con questa filosofia dando la possibilità di valutare tali strumenti in base al giudizio sulla sostenibilità delle holding di portafoglio.

Il tema della sostenibilità per Morningstar rappresenta una missione importante, data l'importanza che gli investitori hanno attribuito a questo tipo di temi, che in finanza vengono tradotti e raggruppati all'interno dei criteri riferiti

all'*Environmental, Social and Governance* (ESG). Sempre più investitori richiedono che i loro portafogli tengano conto di queste tematiche, in prevalenza gli investitori più giovani. Per molti di loro questa è una priorità legata alla propria scala di valori, in quanto voglio investire in società la cui attività rispetti la comunità, in senso ampio, e l'ambiente. Per altri tipi di investitori, invece, la decisione è dettata semplicemente da convenienza economica finalizzata al profitto o alla diversificazione di portafoglio. Molti *asset manager* prendono in considerazione i fattori ESG nelle loro decisioni di investimento, in particolare in quelle di lungo periodo, dato il comprovato effetto che i temi legati alla sostenibilità hanno sugli utili aziendali. Fino a poco tempo fa il mercato non aveva degli strumenti per valutare la performance di un fondo in termini di sostenibilità, quindi l'unica possibilità per gli investitori è stata quella di scegliere all'interno di quei comparti che dichiaravano di avere obiettivi di investimento sostenibili o "responsabili". Tali strumenti, che sono stati già definiti nell'elaborato come SRI, *Social Responsible Investment*, avevano un approccio alla selezione dei titoli che si limitava all'esclusione di alcune industrie, come ad esempio quelle del tabacco o la produzione di armamenti. Adesso, invece, la maggior parte di questi fondi incorpora le tematiche ESG nel processo di screening. La difficoltà a cui vanno incontro gli investitori in questo contesto, risiede nella difficoltà di valutazione indipendente dei fondi che incorporano criteri ESG nel processo di investimento. A questo proposito il Morningstar Sustainability Rating aiuta l'investitore a superare questi limiti e a concretizzare l'investimento socialmente responsabile. Attraverso l'uso dell'indicatore generato dall'azienda gli investitori possono valutare in maniera autonoma se un SRI mantiene realmente fede al suo mandato, investendo in società che si distinguono per le loro politiche in tema di sostenibilità. Inoltre, Morningstar applica questo rating a tutti i fondi per i quali ha sufficienti dati di portafoglio, cioè circa 20.000 comparti, di conseguenza l'investitore ha la possibilità di andare oltre gli strumenti SRI e considerare tutti quei fondi convenzionali che investono in società virtuose dal punto di vista del rispetto dei criteri ESG⁷³.

⁷³Fonte: sito ufficiale Morningstar, Head of Sustainable Investing Research Jon Hale, «Il Morningstar Sustainability Rating», Morningstar IT, 2016, <https://www.morningstar.it/it/news/148095/il-morningstar-sustainability-rating.aspx>.

Il Morningstar Sustainability Rating valuta come le società, inserite in un certo portafoglio di un fondo, applicano strategie per gestire i rischi e le opportunità legati ai criteri ESG. Sulla base dei dati relativi al rating ESG per la singola società, forniti da Sustainalytics, leader mondiale nella ricerca ESG e nella valutazione della sostenibilità delle società quotate, Morningstar assegna il suo Sustainability Rating a tutti quei fondi per i quali almeno il 50% delle holding in portafoglio è coperto dai giudizi ESG. Morningstar usa principalmente due elementi propri della ricerca di Sustainalytics per il suo giudizio di rating, il *Company ESG Rating* e il *Controversy Rating*. Sustainalytics copre più di 4.500 aziende a livello globale, assegnando Rating ESG sulla base della valutazione delle singole società all'interno del loro settore di appartenenza. Gli analisti di Sustainalytics utilizzano un mix di indicatori, diversi per ogni settore, in ognuna delle tre aree dell'ESG, *Environmental*, *Social e Governance*. Sustainalytics copre più di 10.000 società con valutazioni relative alle controversie aziendali, queste vengono raggruppate in base alla gravità con un punteggio che va da 1 (bassa gravità) a 5 (alta gravità) e sono accompagnate da una valutazione prospettica che indica se la situazione è destinata a migliorare o a peggiorare.

Il processo di assegnazione del rating da parte di Morningstar, avviene passando per due fasi, con il calcolo del Morningstar *Portfolio Sustainability Score* e successivamente del Morningstar *Sustainability Rating*.

Il calcolo del Morningstar *Portfolio Sustainability Score* è una media ponderata del rating ESG assegnato da Sustainalytics ai singoli titoli, al netto delle deduzioni fatte per tenere conto delle eventuali controversie nelle quali le società sono state coinvolte. Questo punteggio assume un valore compreso da 0 a 100, basandosi sul settore di appartenenza, in termini di performance relativa rispetto ai *competitor* dell'azienda. Quindi i rating ESG delle singole azioni vengono normalizzati e poi pesati in base all'incidenza del titolo all'interno del portafoglio.

Portfolio Sustainability Score

= *Company ESG Score* – *Controversy Deduction Rating*

La seconda fase del processo consiste nel calcolo del Morningstar *Sustainability Rating*, dove per ogni categoria i fondi vengono ordinati in cinque gruppi normalmente distribuiti in base al punteggio realizzato nel Morningstar *Portfolio*

Sustainability Score. In questo modo i comparti che si collocano nel decimo percentile più alto ottengono il Morningstar *Sustainability Rating* massimo, pari a cinque globi (figura 30), quattro per il successivo 22,5% dei fondi, tre e due globi rispettivamente per il 35% e il 22,5% di quelli che seguono e un singolo globo per l'ultimo 10% in classifica.

Distribution	Score	Descriptive Rank	Rating Icon
Highest 10%	5	High	
Next 22.5%	4	Above Average	
Next 35%	3	Average	
Next 22.5%	2	Below Average	
Lowest 10%	1	Low	

Figura 30. Processo di assegnazione del Morningstar Sustainability Rating⁷⁴.

Gli investitori e i loro intermediari per gli investimenti, possono usufruire del Morningstar *Portfolio Sustainability Score* al fine di effettuare la valutazione sulla qualità delle società inserite in portafoglio in relazione a quella dei propri *competitor*, in merito alle tematiche ESG. Un *Sustainability Score* superiore a 50 punti indica che le holding di quel portafoglio fanno in media meglio dei propri rivali sul mercato, come mostrato nell'esempio in figura 31. Il Morningstar *Sustainability Rating*, invece, può essere usato per confrontare un fondo con quelli appartenenti alla stessa categoria Morningstar. L'investitore può anche utilizzarlo per verificare quanto realmente il fondo, in cui si è investito applica il miglior processo di selezione in base ai criteri ESG e se, nel caso di fondi SRI, il gestore rispetti effettivamente il proprio mandato socialmente responsabile. Tale rating, corredato da tutte le altre metriche ESG prodotte da Morningstar, permette di aggiungere un ulteriore parametro nella valutazione rischio-rendimento di un investimento.

⁷⁴Fonte: sito ufficiale Morningstar, Hale.

AUM Covered	Fund	ESG Score – Controversy Deduction = Sustainability Score		Category % Rank	Sustainability Rating	
94.7	A	58.1	12.3	45.8	40	
98.5	B	57.2	6.1	51.1	29	

Figura 31. Esempio applicazione Morningstar Sustainability Rating.

Dall'8 novembre 2021 la classificazione del Morningstar Sustainability Rating ha esteso la classificazione ESG, in globi, anche a comparti obbligazionari governativi e fondi bilanciati⁷⁵. Per applicare il Sustainability Rating bisogna basarsi su un indicatore chiave, utilizzato sia in ambito societario sia governativo per i titoli di Stato, l'ESG Risk Rating.

Sulla base delle analisi in campo sostenibile svolte dalla società Sustainalytics, appartenente al gruppo Morningstar, l'ESG Risk Rating valuta in quale misura il valore economico di un'azienda o di un paese potrebbe essere a rischio a causa di questioni legate alla sfera ambientale, sociale o di governance. Ci si riferisce quindi al rischio non gestito o che non può essere gestibile in capo all'azienda, ottenuto deducendo dall'esposizione totale ai rischi la parte che l'azienda o il paese stanno effettivamente gestendo, la scala di punteggio va da zero a 100 dove i punteggi superiori a 40 indicano un livello severo di rischio ESG.

Quando Morningstar effettua il calcolo del Morningstar Sustainability Rating, assegnando una *Global Category*, sulla base delle informazioni disponibili del singolo emittente con una scala che va da 1 a 5 globi, con i 5 globi che indicano i fondi più sostenibili cioè con un livello più basso di rischio ESG, l'attribuzione del punteggio in globi è effettuata da Sustainalytics quando almeno il 67% degli *asset* è coperto dalla sua ricerca. Qualora questa condizione sia soddisfatta si calcolano prima due distinti punteggi storici, con osservazioni lungo gli ultimi 12 mesi, e successivamente due distinti rating, uno per la componente societaria e uno per la componente governativa. Anche in questo caso, i due distinti punteggi sono

⁷⁵Fonte: sito ufficiale Morningstar, «Il Morningstar Sustainability Rating 3.0», Morningstar IT, 2021, <https://www.morningstar.it/it/news/217626/il-morningstar-sustainability-rating-30.aspx>.

classificati in una scala che va da 1 a 5, dove 5 indica i fondi più sostenibili. Successivamente, si procede al calcolo della media ponderata dei due rating e, in base al risultato ottenuto, avviene l'attribuzione dei globi. Qui viene considerato anche l'ESG Risk Rating, infatti Morningstar penalizza i fondi con un più alto ESG Risk, ossia quelli con punteggi storici superiori a 30, di conseguenza questi fondi non possono ottenere un rating superiore a 3.

In conclusione, il Morningstar Sustainability Rating permette di valutare il rischio ESG di un fondo rispetto ai concorrenti in modo oggettivo e indipendente. L'aggiornamento viene effettuato una volta al mese sulla base dei portafogli più recenti e le analisi sui singoli titoli/sottostanti. Il Morningstar Sustainability Rating è attribuito a tutti i fondi che hanno i requisiti, indipendentemente dal fatto che abbiano o meno un mandato socialmente responsabile. Gli investitori, dunque, possono fare confronti tra gruppi omogenei di fondi e scegliere quelli più sostenibili. Il focus sul rischio ESG ha infatti il vantaggio di orientare meglio le scelte di investimento verso il raggiungimento dei propri obiettivi finanziari nel rispetto della sostenibilità.

V.2.3 S&P Global

Nell'agenzia privata S&P Global, situata in America con sede a New York, i rating del credito sono opinioni lungimiranti sull'affidabilità creditizia sul mercato relativa di un emittente. Questi forniscono un linguaggio globale comune e trasparente affinché gli investitori possano farsi un'idea e confrontare la probabilità relativa che un emittente possa ripagare i propri debiti in tempo e per l'intero importo. I rating del credito sono solo uno dei tanti input che gli investitori e gli altri partecipanti al mercato possono considerare come parte dei loro processi decisionali⁷⁶. I rating di credito di S&P sono forniti per la distribuzione ai mercati pubblici o privati o, ove applicabile, sono disponibili solo per uso gestionale interno. La distribuzione del rating avviene in modalità differenti, in base alle diverse finalità del rating considerato. Per Rating pubblici, la distribuzione avviene attraverso i siti web di S&P predisposti e con vari mezzi di informazione, per emittenti di titoli con rating pubblico o operazioni di prestito privato di qualsiasi dimensione. Per Rating

⁷⁶Fonte: sito ufficiale S&P, «Rating del credito | Valutazioni globali di S&P», S&P Global, s.d., <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings>.

privati, la distribuzione è effettuata tramite un sito web sicuro per la distribuzione a un massimo di 75 terze parti nominate. Infine, riguardo i Rating riservati, questi non sono distribuiti, ma bensì sono applicabili per l'utilizzo da parte di entità che cercano un *benchmark* interno. Prima di redigere il rating finale, l'agenzia effettua uno scrupoloso processo di valutazione che comincia con la lettera d'incarico del cliente, richiedente il rating, verso l'agenzia. Questa effettua delle analisi e valutazioni, riunendo team di analisti per discutere riguardo alle informazioni economico-finanziarie del cliente. Il comitato di rating valuta i dati del team di analisi e vota il rating del credito, successivamente S&P fornisce all'emittente una motivazione precedente alla pubblicazione del suo rating creditizio, per verificare l'accuratezza delle informazioni ed infine procede all'annuncio della valutazione pubblica.

All'interno dell'agenzia viene data particolare attenzione ai principi fondamentali dei criteri ESG per l'elaborazione di un rating sostenibile. Il S&P Global Rating, infatti, è generato per incorporare i fattori dei criteri ESG nell'analisi dei rating del credito. Inoltre, la metodologia utilizzata da S&P migliora la trasparenza su come i fattori ESG possono influenzare l'affidabilità creditizia, aiutando gli investitori nella scelta di investimento più simile ai propri principi di sostenibilità. La metodologia⁷⁷ utilizzata si suddivide in due sezioni:

- La prima sezione descrive i fattori di credito ESG e il modo in cui vengono inclusi all'interno dei rating creditizi, attraverso l'applicazione di criteri. Fornisce inoltre esempi di fattori chiave del credito ESG;
- La seconda sezione descrive i principi generali relativi ai fattori di credito ESG, come il rapporto tra merito creditizio e ESG oppure come la loro influenza sull'affidabilità creditizia può differire in base al settore, all'area geografica e all'entità.

I fattori ESG, riferiti ai temi ambientali, sociali e di governance in genere, incorporano l'effetto e l'impatto di un'entità sull'ambiente naturale e sociale e la qualità della sua governance, tuttavia, non tutti i fattori ESG influenzano sostanzialmente il merito creditizio

⁷⁷Fonte: sito ufficiale S&P, «Valutazioni globali di S&P - principi ambientali, sociali e di governance nei rating del credito», S&P Global, s.d., <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/12085396>.

e, quindi, i rating di credito, che misurano la capacità e la volontà dell'entità di far fronte ai propri impegni finanziari alla scadenza. Pertanto, possono essere definiti fattori di credito ESG quei fattori ESG che possono influenzare materialmente l'affidabilità creditizia di un'entità o di un'emissione valutata e per i quali abbiamo sufficiente visibilità e certezza da includere nella nostra analisi del rating creditizio. Quando i fattori di credito ESG risultano essere abbastanza rilevanti da poter influenzare il merito creditizio, questi possono influenzare anche i rating del credito attraverso: Redditività o guadagni, Flussi di cassa o liquidità, Costi e requisiti operativi, Pianificazione del rischio, Controlli e standard di governance o tramite un cambiamento nella dimensione e nella relativa stabilità della base di ricavi attuale o prevista di un debitore. I fattori chiave di credito ESG che potrebbero influenzare, o hanno già influenzato in passato, l'affidabilità creditizia, possono avere un impatto negativo o positivo sul merito creditizio, a seconda che rappresentino un rischio o un'opportunità. Inoltre, alcuni eventi presi singolarmente possono riguardare più di uno di questi fattori chiave di credito ESG, come rappresentato nell'esempio in figura 32.

Alcuni fattori di credito riferiti all'Ambiente possono essere:

- Fattori di rischio della transizione climatica, compresi quelli relativi alla politica climatica, modifiche legali, tecnologiche e di mercato per affrontare la mitigazione e requisiti di adattamento legati al cambiamento climatico;
- Fattori di rischio fisico, inclusi cambiamenti a lungo termine o causati da eventi nei modelli climatici, come uragani o ondate di calore croniche;
- Fattori di capitale naturale, legati allo stock di risorse naturali, che includono piante, animali, suolo, minerali e aria;
- Rifiuti e fattori di inquinamento, come prodotti di scarto, inquinanti dell'acqua ed emissioni nell'aria diverse dalle emissioni di gas serra.

Per quanto riguarda i fattori di credito Sociale, possono includere:

- Fattori di salute e sicurezza, come quelli relativi alle normative sanitarie che impongono costi diretti e violazioni della sicurezza che portano a danni finanziari e reputazionali;

- Capitale sociale, compresi i problemi di relazione tra consumatori e cittadini, come la vendita scorretta di prodotti legati a fattori ambientali e sociali, nonché questioni socioeconomiche e demografiche;
- Fattori del capitale umano, come fattori legati alle controversie dei dipendenti, alla produttività dei dipendenti, all'attrazione e alla fidelizzazione dei talenti e all'accesso a manodopera qualificata.

Mentre i fattori di credito riferiti alla Governance, includono:

- Fattori della struttura di *governance*, compresi quelli legati alla composizione del consiglio, all'indipendenza, al turnover, alle competenze e al rischio delle persone chiave, nonché il quadro istituzionale o la valutazione per i governi;
- Gestione del rischio, cultura e fattori di supervisione, incluso il rischio informatico;

Trasparenza e fattori di rendicontazione, compresi i fattori legati alla qualità della divulgazione delle informazioni.

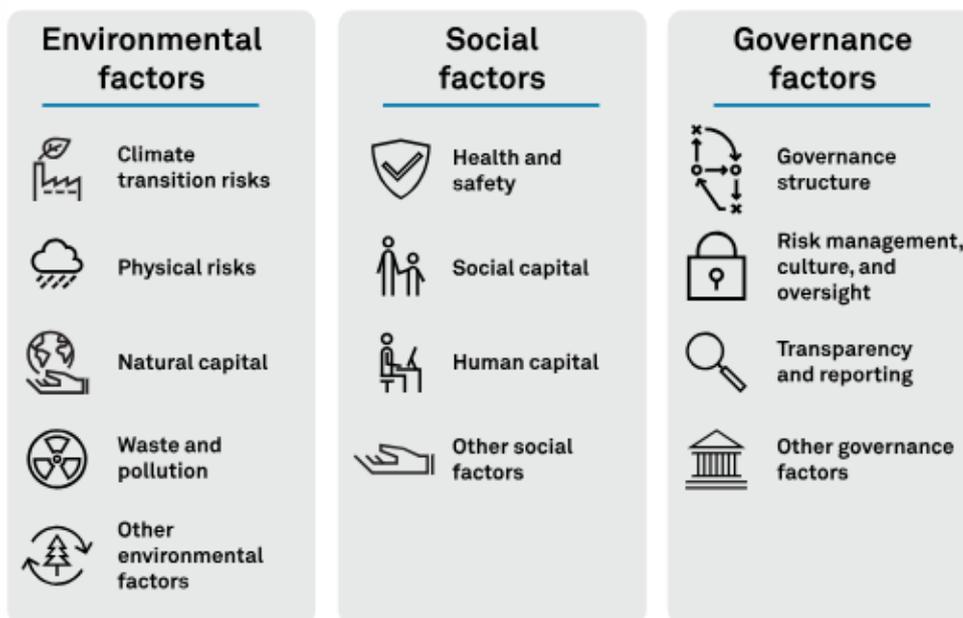


Figura 32. Esempio di fattori chiave del credito ESG per pilastro.

Il rischio di transizione climatica e i fattori legati al rischio fisico possono essere tra i fattori di credito ESG più significativi che influiscono sull'affidabilità creditizia

delle entità valutate. Ciò è dovuto principalmente agli sforzi dei politici per ridurre le emissioni o per garantire che le emissioni di gas serra riflettano tutti i costi sociali, il cosiddetto "rischio di transizione climatica", e il cambiamento climatico, che sta portando a eventi meteorologici estremi più frequenti e gravi riferito al "rischio fisico".

Dopo aver descritto i fattori chiave dei credito ESG e aver sottolineato l'impatto che questi possono avere sul merito creditizio si andranno, nella sezione due della metodologia, a chiarire i cinque Principi generali su cui i fattori di credito ESG si basano per influenzare il rating di credito.

1. Il primo Principio chiarisce che i rating creditizi di S&P si basano sulla performance attuale e passata di un soggetto, quindi i rating sono lungimiranti dato che includono fattori sia qualitativi che quantitativi e in genere incorporano le previsioni finanziarie quantitative di S&P. Queste previsioni finanziarie riguardano il periodo durante il quale si ritiene di avere una visione sufficientemente chiara della potenziale performance finanziaria di un'entità, considerando la classe di attività, la struttura del capitale e il potenziale impatto dei fattori di credito rilevanti, compresi i fattori di credito ESG. Ad esempio, gli anni di ricavi nel futuro prossimo di un'impresa consolidata o la capacità di un debitore di rifinanziarsi a un determinato costo di finanziamento nel breve e medio termine comportano meno incertezza rispetto alle ipotesi di previsione a lungo termine. L'incertezza su quando un fattore di credito ESG può cambiare può essere anche molto elevata, difatti in questo caso si continuerà a monitorare tale fattore di credito, ma senza effettuare necessariamente ipotesi specifiche al riguardo nell'analisi. Un esempio di ciò potrebbe essere un cambiamento inaspettato e drastico nella tecnologia o nel comportamento dei clienti o eventi climatici o politici estremi di cui, sebbene plausibili, potremmo non avere una visione riguardo alla loro tempistica o probabilità. Questa incertezza potrebbe limitare la capacità dell'agenzia di tener conto in anticipo dell'impatto. Tuttavia, man mano che i tempi e la probabilità di questi eventi diventeranno più chiari, è possibile incorporare l'impatto di

tali rischi nella visione dell'affidabilità creditizia, e di conseguenza stilare un rating ESG più fedele.

Se in alternativa, i fattori di rischio potessero essere sufficientemente visibili ma si prevede che si cristallizzino al di fuori dell'orizzonte delle previsioni finanziarie, S&P potrebbe tenerne conto nei rating di credito nelle considerazioni qualitative. Nel caso di un'entità aziendale, è possibile effettuare questa analisi a livello di settore, attraverso, ad esempio, l'elemento lungimirante della valutazione del rischio del settore, che costituisce un input per i rating aziendali. Si potrebbe anche tenerne conto nei nostri rating creditizi a livello di singola entità valutata, attraverso gli elementi qualitativi dell'analisi della posizione competitiva aziendale o l'applicazione del modificatore dell'analisi dei rating comparabili aziendali.

2. Il secondo Principio tratta l'influenza attuale e potenziale futura dei fattori di credito ESG sull'affidabilità creditizia, la quale può variare a seconda del settore di appartenenza, area geografica o dell'entità. I fattori di credito ESG possono essere rilevanti per l'opinione sull'affidabilità creditizia in tutti i settori e classi di attività. Tuttavia, la materialità e la visibilità di tali fattori, nonché i rischi e le opportunità che comportano e la valutazione del costo e dell'efficacia di eventuali misure adottate per mitigare tali rischi e trarre profitto da tali opportunità, possono variare a seconda del settore, geografia ed entità, come suddetto. Ad esempio, l'esposizione ai rischi della transizione climatica dovuti ad azioni di politica pubblica volte ad aumentare il costo delle emissioni di anidride carbonica e gas serra può essere relativamente concentrata in settori come i trasporti o la produzione di combustibili fossili e materiali di base, piuttosto che in altri settori del mercato. Allo stesso modo, alcune aree geografiche potrebbero essere esposte a un rischio fisico maggiore rispetto ad altre. Una maggiore esposizione all'impatto dei rischi fisici attraverso eventi meteorologici estremi dipende, tra le altre cose, dalla posizione geografica, dai livelli di sviluppo economico e vulnerabilità, nonché dalle scelte e dall'attuazione delle opzioni di adattamento e mitigazione del clima. Pertanto, anche le

entità valutate con attività situate in determinati paesi e aree potrebbero essere esposte a una maggiore esposizione al rischio fisico.

Inoltre, il modo in cui le esposizioni al rischio ESG influenzano l'affidabilità creditizia delle singole entità valutate dipenderà da altri fattori, tra cui il modo in cui l'entità valutata gestisce l'esposizione al rischio e se l'entità valutata sta implementando, o prevede di implementare, misure di attenuazione del rischio. In altre parole, l'esposizione potenziale lorda ai rischi ESG può essere parzialmente o completamente compensata se i debitori, quali entità aziendali, compagnie assicurative, governi, banche e altri istituti finanziari, decidono di eliminare o mitigare i rischi.

3. Il Principio numero tre evidenzia che è più difficile fare previsioni a lungo termine che a breve termine, pertanto, come e quando i fattori, compresi quelli relativi ai fattori ESG, influenzeranno l'affidabilità creditizia possono essere meno certi e meno visibili su periodi più lunghi. Inoltre, l'influenza di molti fattori di credito ESG sull'affidabilità creditizia è incerta, data la loro natura complessa e gli effetti dinamici delle decisioni di politica pubblica. Ad esempio, i cambiamenti climatici e i fattori di rischio fisico legati alle condizioni meteorologiche estreme sono altamente incerti in termini di quando e dove potrebbero verificarsi, nonché della loro potenziale gravità e impatto sulle attività⁷⁸.

Inoltre, le potenziali decisioni di politica pubblica influenzeranno il modo in cui i criteri ESG influenzeranno l'affidabilità creditizia. Ad esempio, tali decisioni sono spesso influenzate dai cicli elettorali e possono essere soggette a rapidi cambiamenti in ambiti quali la tariffazione del carbonio, la divulgazione ESG e i requisiti di rendicontazione e trasparenza⁷⁹.

Infine, i circoli viziosi tra alcuni fattori di credito ESG accrescono l'incertezza futura, ed allo stesso modo i cambiamenti nella consapevolezza

⁷⁸ HEAL e MILNER, "Uncertainty and Ambiguity in Environmental Economics: Conceptual Issues", settembre 2017.

⁷⁹ THIELE, settembre 2020, "i sostenitori di approcci robusti alla formulazione delle politiche spesso sottovalutano la sfida, poiché la variabilità del clima è solo una delle almeno tre aree interattive di incertezza che richiedono attenzione. Le tecnologie emergenti avranno un impatto significativo ma impatto indeterminato sugli sforzi di adattamento e mitigazione del clima. L'incertezza è aumentata anche perché la politica è un'arena di cambiamenti dirompenti".

pubblica dei rischi sociali possono portare a cambiamenti nel comportamento dei cittadini o dei clienti, che possono influenzare l'affidabilità creditizia di un governo o di un'azienda.

4. Il quarto Principio discute della volatilità con cui l'influenza dei fattori di credito ESG possa mutare nel tempo, sottolineando la dinamicità dei rating ESG di S&P. Nell'ambito della sorveglianza dei rating, vengono analizzati i dati attuali e storici che potrebbero essere rilevanti per l'affidabilità creditizia. Se si osservano eventi significativi per la visione lungimirante del merito creditizio relativo, si possono adeguare di conseguenza i rating e comunicare le opinioni aggiornate al mercato in modo che i rating generati da S&P continuino a differenziare adeguatamente il merito creditizio relativo. I rating possono evolversi nel tempo per incorporare modifiche ai fattori di credito del mercato, del settore, della regolamentazione o specifici dell'emittente.

L'esposizione di un debitore ai fattori di credito, compresi i fattori di credito ESG, e il modo in cui l'esposizione è comunicata, gestita e mitigata possono evolvere nel tempo. Un fattore può diventare più visibile, ad esempio grazie a una maggiore informativa basata sul rischio. Inoltre, l'impatto potenziale potrebbe diventare più certo o materiale nel tempo, ad esempio nel caso in cui venga attuata una nuova politica pubblica per aumentare il costo noto delle emissioni di carbonio, aumentando così il rischio di transizione climatica e i costi per le entità che emettono carbonio. Il potenziale impatto netto di un fattore di credito ESG può anche diventare più certo nel tempo se il debitore intraprende azioni efficaci per mitigare o eliminare la propria esposizione, ad esempio, investendo in infrastrutture di adattamento climatico per ridurre il rischio fisico. In alcuni casi, un rischio o un punto di forza che attualmente si considera non rilevante per l'affidabilità creditizia può in seguito diventare rilevante. Ciò potrebbe accadere, ad esempio, se si rendessero disponibili nuove informazioni o se una modifica politica o giuridica imponesse al debitore costi nuovi o più elevati, come quelli relativi al biossido di carbonio. Un altro esempio potrebbe essere un'azienda ad alto contenuto di *asset* che subisce una riduzione del valore

dei suoi investimenti in società ad alta intensità di carbonio a causa della transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. Il punto di svolta per un cambiamento che porta a un cambiamento del rating creditizio o delle prospettive o a un posizionamento in *CreditWatch*, cioè in fase di osservazione, può essere influenzato dall'entità dell'eventuale margine di manovra all'interno dei rating creditizi del debitore o dell'emissione. Questo margine dà la possibilità ad alcuni dei fattori di credito di cambiare senza che il rating di credito o le prospettive cambino. Il *rating headroom*, cioè il margine di variazione di rating, può cambiare nel tempo (Figura 33).

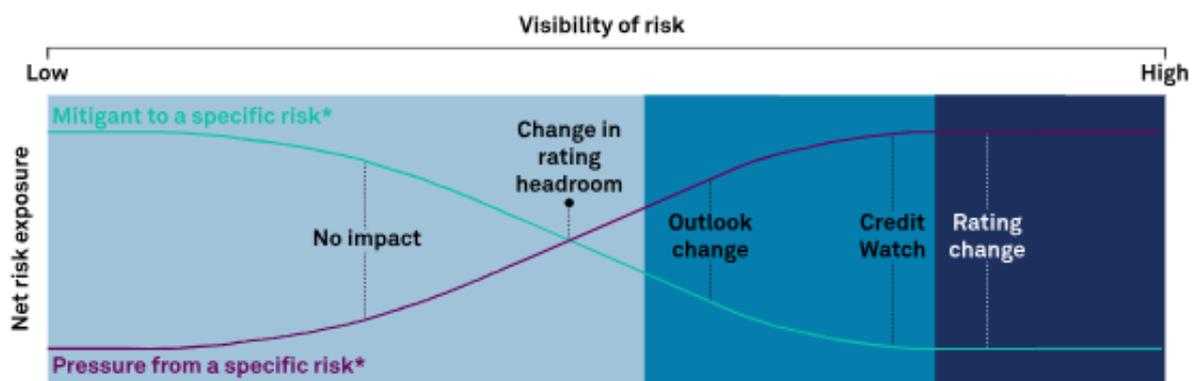


Figura 33. Visibilità dell'impatto dei rischi sul rating.

Un rating creditizio può includere i potenziali effetti di una determinata azione politica quando si ritiene già precedentemente che tale politica verrà attuata. Ciò rende le sue potenziali implicazioni sul credito più prevedibili. In alcuni casi, potremmo anche considerare le potenziali implicazioni sul credito, ed eventualmente intraprendere azioni sul rating del credito, quando un futuro cambiamento di politica sarà concordato e altamente sicuro da attuare ma con un ritardo.

5. Il quinto e ultimo Principio è un chiarimento del merito creditizio riferito alle caratteristiche ESG. Il merito creditizio misura la capacità e la volontà del debitore di far fronte ai propri impegni finanziari alla scadenza. I fattori di credito ESG che possono essere rilevanti e materiali per l'affidabilità creditizia sono un sottoinsieme di tutti i fattori che potrebbero essere rilevanti per l'affidabilità creditizia. Detto ciò, le entità con un elevato merito creditizio potrebbero non avere necessariamente elevate

caratteristiche ESG. Prendendo ad esempio, un'entità che ha caratteristiche ambientali relativamente deboli a causa della sua esposizione ai rischi della transizione climatica, ma ricavi, utili e flussi di cassa forti e relativamente stabili, nonché impegni finanziari futuri minimi, potremmo considerare questa entità come relativamente solvibile quando riteniamo che vi sia una forte probabilità che il debitore continui a disporre di risorse sufficienti per far fronte ai suoi impegni finanziari minimi in pieno e in tempo.

D'altro canto, un'entità che fornisce un prodotto o un servizio considerato *ESG-friendly* e i cui standard sociali e di *governance* sono neutrali, come le turbine eoliche a energia rinnovabile a basse emissioni, potrebbe avere un'affidabilità creditizia relativamente debole se i suoi ricavi, la redditività e le risorse liquide disponibili sono basse e instabili rispetto agli impegni finanziari futuri elevati e fissi. Questo perché, in questo scenario, è ragionevolmente probabile che l'entità non disponga delle risorse per far fronte ai propri impegni finanziari in pieno e in tempo e, pertanto, potrebbe non rispettare tali impegni. Questo rischio di default sarebbe indipendente dalle caratteristiche ESG favorevoli dell'entità.

In conclusione, è possibile affermare che i fattori di credito ESG possono influenzare il rating del credito attraverso la loro influenza sulle componenti del rating, come il rischio di settore e il rischio paese, nonché su fattori specifici dell'entità, come la posizione competitiva, la performance finanziaria e la leva finanziaria. Eventuali cambiamenti futuri nelle politiche pubbliche che possano influenzare materialmente il rischio di credito attraverso, ad esempio, cambiamenti nella domanda di prodotti e nell'economia del settore, possono essere rilevati a livello di entità valutata in diversi modi, anche attraverso l'analisi del rischio di settore. Eventuali futuri cambiamenti strutturali del clima che possano influenzare materialmente particolari regioni e paesi possono essere rilevati a livello di entità valutata in diversi modi, anche attraverso la valutazione del rischio paese di S&P.

Nel 2019 il S&P Global ha acquisito il CSA⁸⁰ (*Corporate Sustainability Assessment*), istituito nel 1999 è diventato la base per numerosi indici ESG negli ultimi due decenni,

⁸⁰Fonte: sito ufficiale S&P, «Corporate Sustainability Assessment | S&P Global», S&P Global, 2023, <https://www.spglobal.com/esg/csa/>.

che includeva la transizione dei relativi rating ESG e dei team di *benchmarking* ESG e che ora operano da S&P Global Switzerland. Il *Corporate Sustainability Assessment* e la collaborazione con *Dow Jones Indices*, attualmente come S&P Dow Jones Indices, sono stati utilizzati per creare il principale *benchmark* di sostenibilità globale.

Il CSA applica un approccio *best-in-class*, il che significa che nessun settore è escluso dalla valutazione, e il CSA confronta le aziende di 62 settori tramite questionari che valutano un mix di 100-130 domande intersettoriali e specifiche del settore. Sulla base delle loro prestazioni, le aziende ricevono punteggi che vanno da 0 a 100 e classifiche percentili per circa 23 criteri di sostenibilità finanziariamente rilevanti attraverso le dimensioni economica, ambientale e sociale.

I punteggi ESG S&P DJI sono punteggi ambientali, sociali e di governance che misurano in modo robusto i fattori di rischio e di performance ESG per le aziende, con particolare attenzione alla rilevanza finanziaria. Si tratta di una seconda serie di punteggi ESG calcolati da S&P Global ESG Research, oltre ai punteggi S&P Global ESG utilizzati per definire i componenti degli indici di sostenibilità Dow Jones. I punteggi ESG S&P DJI sono il risultato di ulteriori perfezionamenti della metodologia di punteggio per i punteggi ESG globali S&P che derivano dall'annuale *Corporate Sustainability Assessment* di S&P Global, un processo di ricerca *bottom-up* che aggrega i dati ESG sottostanti ai livelli di punteggio. I punteggi contengono un punteggio ESG totale a livello aziendale per un anno finanziario, che comprende i punteggi individuali di dimensione ambientale (E), sociale (S) e di *governance* (G), al di sotto dei quali ci sono in media oltre 20 punteggi di criteri specifici del settore che possono essere utilizzati come segnali ESG specifici.

La struttura di punteggio del CSA è divisa come segue:

- Questionario, dove ogni domanda CSA riceve un punteggio da 0 – 100 a cui è assegnato un peso predefinito. La somma dei pesi per domande all'interno di ogni punteggio per criterio è 100;
- Impatto MSA⁸¹, viene assegnato un impatto MSA ad ogni criterio presente nel questionario CSA. L'impatto dell'MSA viene utilizzato per ridurre i

⁸¹ Media and Stakeholders Analysis, utilizzata soltanto nei casi in cui si verifichi un evento improvviso.

punteggi dei criteri in base all'entità dell'impatto negativo derivante da un caso di MSA;

- Livello dei criteri, dove ogni criterio ha il suo peso predefinito all'interno del questionario, quindi viene moltiplicato il peso dei criteri all'interno di ciascuna dimensione, economica, sociale e ambientale, fino al peso totale della dimensionale;
- Livello di dimensione, dove viene assegnato il punteggio totale, che è dato dalla somma del punteggio totale delle 3 dimensioni, con un punteggio massimo di S&P Global score di 100.

In conclusione, il punteggio S&P Global ESG misura la performance di un'azienda in merito alla gestione dei rischi, delle opportunità e degli impatti dei materiali ESG, sulla base di una combinazione di informazioni aziendali, analisi del MSA, approcci di modellazione e il coinvolgimento approfondito dell'azienda tramite il CSA di S&P. il punteggio S&P Global ESG utilizza un approccio a doppia materialità, in base al quale una questione di sostenibilità è considerata materiale se presenta un impatto significativo sulla società o sull'ambiente, sui fattori di valore dell'azienda e sulla creazione di valore a lungo termine per gli azionisti.

S&P Global ESG Score

$$= \sum_{i=1}^n (\text{Number of Question point received} \times \text{Question Weight} \\ \times \text{Criterion Weight})$$

Nella tabella che segue (tabella 7), viene riportato il punteggio S&P Global in lettere.

Grado di investimento	AAA	Best-in-class con rischio di credito minimo
	AA	Alta qualità del credito e basso rischio
	A	Ottima qualità del credito e basso rischio
	BBB	Buona qualità del credito e basso rischio
Grado speculativo	BB	Elementi speculativi e condizioni avverse
	B	Alto rischio di credito ma riesce a farne fronte
	CCC	Emittente vulnerabile in possibile default
	CC	Emittente molto vulnerabile prossimo al default
	C	Default con una piccola prospettiva di recupero

	D	Default
--	---	---------

Tabella 7. Tabella rating in lettere del S&P Global Score di lungo periodo.

Inoltre, S&P mostra tutte le statistiche della ripartizione del punteggio ESG ottenuto, insieme al rating e all'analisi. Indicando l'andamento di uno specifico soggetto, impegnato e non, nelle tematiche ESG rispetto ai propri *competitor* nel settore di mercato nel quale opera. Nella figura 34 si riporta dell'esempio della stessa agenzia S&P (Figura 34).

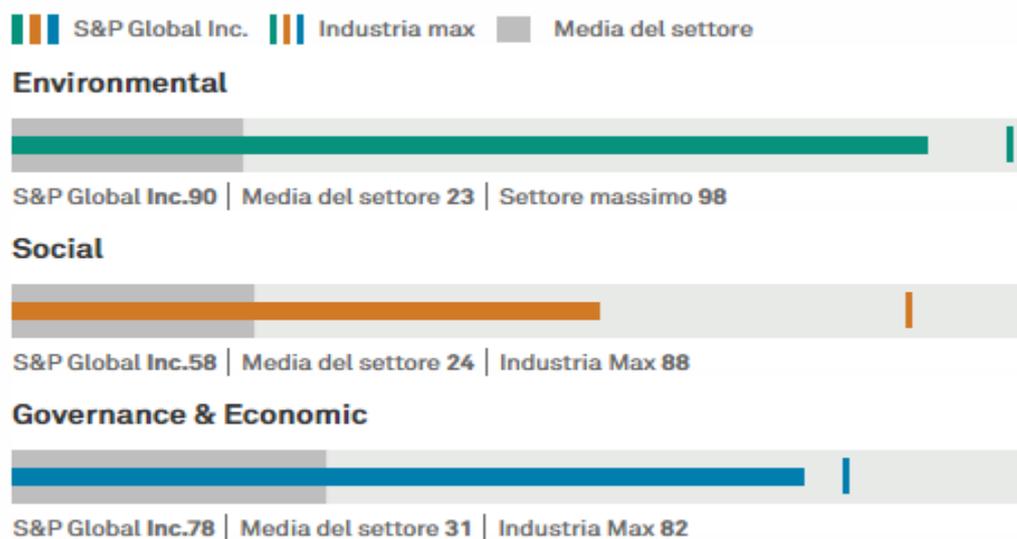


Figura 34. Ripartizione per settore del punteggio ESG di S&P⁸².

S&P Global riporta anche le performance dell'azienda e del settore, selezionando i criteri più rilevanti in ciascuna dimensione di sostenibilità in base al loro peso nella valutazione e alla loro importanza attuale o prevista per il settore di appartenenza. Il grafico a ragnò rappresentato in figura 35, evidenzia la performance dell'azienda rispetto al miglior punteggio ottenuto nel settore in ciascun criterio, e al punteggio medio del settore. Anche in questo caso si riporta l'esempio delle performance in ambito ESG di S&P rispetto ai punteggi, medi e massimi, ottenuti nel settore.

⁸²Fonte: sito ufficiale S&P, «S&P Global Score», 2023, <https://www.spglobal.com/esg/scores/results>.

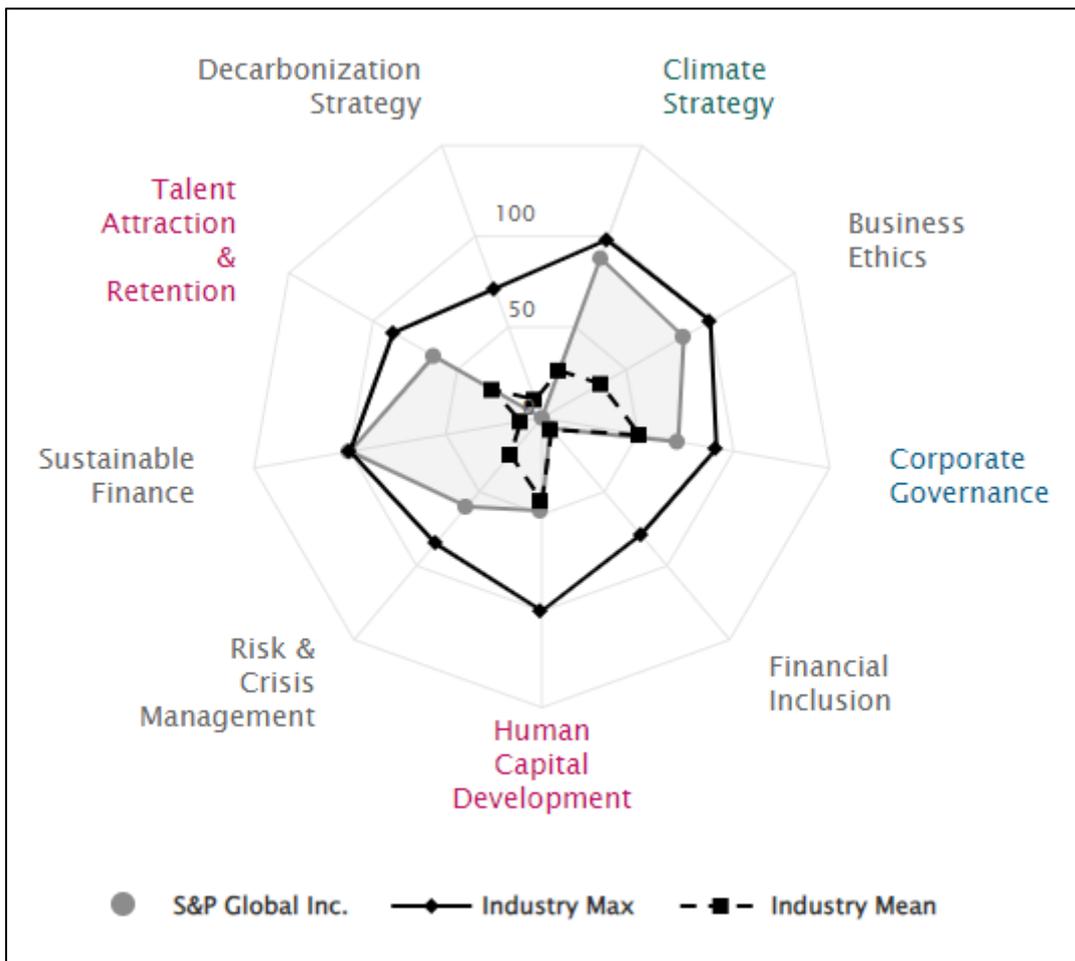


Figura 35. Grafico a ragnò delle performance ESG di S&P rispetto a quelle del settore⁸³.

V.3 Vantaggi futuri per il rating ESG

Come messo in luce nei paragrafi precedenti, il rating di sostenibilità assume un ruolo fondamentale in diversi ambiti. Per le imprese, rappresenta una bussola nella definizione delle strategie ESG e fornisce un quadro chiaro dei punti di forza e delle aree di miglioramento. Per gli investitori, costituisce un criterio essenziale nella selezione dei portafogli, contribuendo a minimizzare i rischi legati alla non-sostenibilità. Per la società e per i mercati nel loro complesso, rappresenta uno strumento che consente di aumentare la trasparenza e la responsabilità delle imprese. Diventa, quindi, importante e strategico per le imprese lavorare per migliorare il

⁸³Fonte: sito ufficiale S&P.

posizionamento negli indici di sostenibilità, e per muoversi in questa direzione le aziende hanno la necessità di puntare su trasparenza, azioni concrete ma soprattutto sui dati e su una crescente capacità di analisi e sul supporto di *green skills*. In concreto occorre riuscire a mettere in parallelo uno sviluppo nel quale siano previsti miglioramenti a livello di utilizzo di fonti energetiche rinnovabili, di miglioramento delle condizioni dei lavoratori, di adozione di politiche anti-corruzione più efficaci accompagnati dalla capacità di misurare e rendicontare queste performance.

Nonostante il loro valore e le loro potenzialità, i rating di sostenibilità presentano anche diverse criticità. La principale difficoltà che accompagna questo fenomeno è rappresentata dalla carenza di standard realmente diffusi e condivisi, una problematica che rende difficile il confronto tra diversi indici. Altre critiche riguardano la necessità di metodologie e di pratiche consolidate nella gestione dei dati in modo da ridurre gli spazi di *interpretazione* di questi, ovvero evitare un possibile *greenwashing*. Non ultimo un altro limite legato alla carenza di standard è rappresentato dalla difficoltà di attuare forme di analisi condivise delle prestazioni ESG a livello di industrie, di mercati o di aree geografiche, per fare sì che vengano utilizzati gli stessi criteri di valutazione nelle analisi. Gli *score* di sostenibilità sono poi uno strumento chiave per supportare le imprese nella trasformazione responsabile e per promuovere una transizione verso un'economia più sostenibile. Fornendo una misura oggettiva delle performance ESG delle aziende, essi incentivano le imprese a migliorare le proprie pratiche in termini di responsabilità ambientale, sociale ed economica. Inoltre, guidano gli investitori nel selezionare aziende allineate con i loro valori e obiettivi di sostenibilità contribuendo così a orientare il flusso dei capitali verso investimenti più *green*. Le imprese sono nella condizione di stabilire un rapporto sempre più attento all'equilibrio tra profitto, impatto ambientale e responsabilità sociale. Il vero valore che viene espresso e che viene apprezzato dal mercato dipende da questi fattori e la comprensione di questi indici diventa cruciale. La loro corretta gestione può determinare il posizionamento competitivo di un'azienda nel mercato globale e può contribuire a stabilire le strategie più corrette in termini di trasformazione industriale, ovvero di evoluzione dei prodotti, di servizi, di modelli di business.

Inoltre, il 13 giugno 2023 la Commissione Europea ha presentato una proposta di regolamento in materia di trasparenza e integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di *governance*. La proposta si inserisce nel più ampio contesto della finanza sostenibile, coerentemente con l'Agenda 2030, (discussa nel secondo capitolo dell'elaborato), per lo sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, il Green Deal Europeo e la Strategia in materia finanziaria sostenibile della Commissione Europea del 2021. Con questi atti l'UE, ha posto in essere gli elementi costitutivi in materia di finanza sostenibile in riferimento ad: un sistema di classificazione, o tassonomia, delle attività sostenibili; un quadro in materia di informativa per le imprese finanziarie e non finanziarie; e strumenti di investimento, compresi indici di riferimento, norme e marchi. Secondo quanto riportato dall'UE, per far fronte alle inefficienze di mercato e sopperire alle lacune normative, si rende ancora più necessario definire regole comuni per la definizione dei rating ESG con il fine ultimo di aumentare la fiducia negli investitori e orientare i capitali privati verso investimenti sostenibili.

Nel dettaglio, la Proposta di Regolamentazione mira a migliorare le informazioni sui rating ESG migliorando la trasparenza dei criteri utilizzati dalle agenzie e le metodologie, garantendo una maggiore chiarezza sull'attività dei fornitori di rating ESG e sulla prevenzione dei rischi di conflitto di interessi che potrebbero nascere.

V.3.1 *L'intelligenza artificiale nei rating di sostenibilità*

L'intelligenza artificiale può essere un potente strumento per migliorare gli indici di sostenibilità, consentendo una maggiore efficienza, precisione ed efficacia nei processi decisionali e operativi. L'AI può rappresentare un importante contributo attraverso l'analisi dei dati, considerando che gli indici di sostenibilità si basano su una vasta gamma di informazioni, l'AI può aiutare a raccogliere, analizzare e interpretare questi dati e può aiutare a individuare tendenze, rilevare anomalie e prevedere risultati futuri, individuare rischi consentendo alle organizzazioni di prendere decisioni più informate e mirate.

L'AI può anche contribuire a migliorare l'efficienza energetica, uno degli aspetti chiave della sostenibilità, non solo ottimizzando l'uso dell'energia in edifici e infrastrutture e riducendo così le emissioni di carbonio ma mettendo a disposizione

previsioni sulle variabili che incidono su questi fattori. L'AI può anche essere utilizzata per prevedere la domanda di energia e per gestire e ottimizzare l'utilizzo di rinnovabili. Ancora, l'AI può essere utilizzata per monitorare e valutare l'impatto ambientale delle attività umane, consente il monitoraggio delle emissioni di gas serra, della qualità dell'aria e dell'acqua, e della perdita di biodiversità. Questo può aiutare a identificare le aree problematiche, a sviluppare soluzioni e a monitorare l'efficacia delle azioni intraprese. Dal punto di vista della sostenibilità sociale, l'AI aiuta a monitorare i dati relativi al miglioramento delle condizioni di lavoro, della salute e della sicurezza, ma anche di fattori come l'uguaglianza e l'inclusione. L'Intelligenza Artificiale può cioè contribuire a migliorare la trasparenza e l'*accountability* in termini di sostenibilità e può consentire alle organizzazioni di identificare e prevenire, per tempo, i rischi o le pratiche non sostenibili o etiche, cercando di evitare il fenomeno del *greenwashing*.

È stato pubblicato, inoltre, un report dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) sull'uso dell'Intelligenza Artificiale (AI) e del *Machine Learning* (ML) nel settore finanziario⁸⁴ e, in particolare, nei mercati europei delle *securities*, anche al fine di valutare l'effettivo grado di adozione in tale ambito di strumenti *AI-based*. Sebbene l'interesse per l'utilizzo di strumenti innovativi di AI stia crescendo anche tra i fondi di investimento tradizionali, il loro sfruttamento effettivo sembra essere ancora limitato non solo da barriere tecnologiche e conoscitive, ma anche da feedback contrastanti ricevuti da parte della clientela, tipicamente diffidente nei confronti di ciò che è difficilmente spiegabile. Tuttavia alcune agenzie di rating integrano la tecnologia dell'AI nei processi di formazione del rating, questo è l'esempio dell'agenzia di rating FinTech europea⁸⁵, che integra tecnologie di *data science* e algoritmi all'analisi finanziaria del personale per fornire agli investitori, la valutazione creditizia per i loro investimenti.

⁸⁴ ESMA, «Uso dell'Intelligenza Artificiale nei mercati europei delle securities», 1 febbraio 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-164-6247-AI_in_securities_markets.pdf.

⁸⁵ «Fintech Credit Rating», Modefinance, s.d., <https://www.modefinance.com/it/soluzioni/agenzia-di-rating>.

Capitolo VI

PERFORMANCE FINANZIARIE

Le considerazioni ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nelle scelte di investimento per un soggetto hanno guadagnato una considerevole rilevanza, pertanto è diventato fondamentale comprendere a fondo non solo l'impatto etico e sociale delle decisioni di investimento, ma anche la loro redditività sotto il profilo finanziario.

Questo capitolo si propone di esaminare le performance finanziarie di titoli a tema ESG ed il modo in cui queste influenzano un portafoglio azionario di investimento. Si sceglieranno i titoli per la costruzione dei portafogli e si spiegherà la metodologia usata per valutare le performance finanziarie, cercando di chiarire come gli investitori valutano e confrontano le opportunità ESG presenti sul mercato. Si approfondirà anche, tramite l'analisi di studi e ricerche, il legame tra considerazioni ESG e rendimenti finanziari, evidenziando in modo approfondito se e come queste due dimensioni possano interagire tra loro.

Attraverso un'analisi obiettiva basata su una specifica metodologia, si propone di offrire una visione completa delle performance finanziarie dei due portafogli creati, al fine di osservare come delle scelte di investimento in portafoglio, in linea con determinati obiettivi dei soggetti investitori, portino a prospettive di rendimento differenti.

VI.1 Performance delle strategie di investimento sostenibile rispetto a quelle convenzionali

L'aumento dell'adozione di investimenti nella responsabilità sociale delle imprese, all'interno dei mercati americani, europei, canadesi ed australiani, dà prova del crescente interesse degli investitori nell'integrare le loro preoccupazioni etiche e

finanziarie negli investimenti, come già documentato in diversi studi (Hockerts & Moir, 2004; Derwall, Koedijk & Ter Horst, 2011)^{86 87}.

In questo contesto, lo studio pubblicato da Ouassil AitElMekki (2020), che si avvale di oltre quaranta anni di ricerca accademica sugli SRI e sul loro impatto, fornisce una panoramica sul tema dell'SRI e sul suo aspetto finanziariamente redditizio rispetto a parametri convenzionali⁸⁸. Lo studio si sofferma sulla terminologia utilizzata nell'attuale letteratura accademica per riferirsi a questo tipo di investimenti e osserva che la maggior parte della letteratura si concentra sulla performance SRI rispetto ad investimenti convenzionali. Gli autori si basano sul presupposto che l'SRI compromette la precisione e la robustezza dei parametri esistenti, in quanto verrebbero valutati solamente alcuni aspetti della performance globale.

Quando si tratta di stimare la performance degli SRI rispetto ai fondi convenzionali, la letteratura riporta risultati contrastanti. Allo stesso tempo, esiste un ampio corpus di ricerche sulla relazione tra performance finanziaria e SRI. Da un punto di vista tecnico, due principali orientamenti possono essere adottati per valutare la performance finanziaria dei fondi SRI: il primo consiste nel confronto della performance finanziaria dei fondi SRI con controparti convenzionali che hanno le stesse caratteristiche in termini di capitalizzazione, orizzonti temporali, zone, ecc.; e il secondo confronta la performance finanziaria dei fondi SRI con il mercato, utilizzando un modello. Alcuni studi riportano i risultati di analisi di regressione, cercando di fornire una spiegazione ai fattori che influenzano i rendimenti, compreso l'impegno etico. Sono stati utilizzati modelli a uno, due e quattro fattori, come il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), i modelli Fama-French e Carhart. Il CAPM (Markowitz, 1952) considera il rischio di mercato, espresso con un beta (β), come un fattore esplicativo dei movimenti dei prezzi delle attività.

⁸⁶ Kai HOCKERTS e Lance MOIR, «Communicating Corporate Responsibility to Investors: The Changing Role of The Investor Relations Function», *Journal of Business Ethics* 52, fasc. 1 (giugno 2004): 85–98, <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000033109.35980.16>.

⁸⁷ Jeroen DERWALL, Kees KOEDIJK, e Jenke TER HORST, «A Tale of Values-Driven and Profit-Seeking Social Investors», *Journal of Banking & Finance* 35, fasc. 8 (agosto 2011): 2137–47, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.009>.

⁸⁸ Ouassil AITELMEKKI, «Is Socially Responsible Investment Outperforming Conventional Investment or Not? A Meta—Analysis», *American Journal of Industrial and Business Management* 10, fasc. 11 (23 novembre 2020): 1760–84, <https://doi.org/10.4236/ajibm.2020.1011110>.

Il modello Fama-French (1993) ha aggiunto altri due fattori al CAPM, quali dimensione e valore contabile di mercato. Infine il modello Carhart (1997), si basa sul modello Fama-French a tre fattori, ma aggiunge un quarto fattore. Quest'ultimo cattura l'anomalia del “*momentum*”, ovvero la differenza di rendimento tra vincitori e perdenti negli ultimi 12 mesi.

Un confronto tra SRI e fondi convenzionali deve garantire che abbiano caratteristiche simili, per ridurre al minimo gli effetti di dimensione o stile nel confronto dei rendimenti. Sono in uso vari metodi di confronto, che differiscono in termini di: scelta delle misure di performance; e parametri di riferimento. Questi due fattori sono molto importanti nel determinare la performance degli investimenti SRI e delle loro controparti convenzionali, va inoltre notato che molti studi utilizzano più di una misura di prestazione. Quello che rappresenta uno degli obiettivi principali della misurazione della performance è trovare un benchmark appropriato rispetto al quale confrontare un portafoglio. Nel mondo della finanza di mercato ciò riguarda i principali indici di sostenibilità, i metodi di selezione utilizzati e i benchmark sottostanti. Gli indici più noti e importanti evidenziati nello studio sono: il Domini Social Index di KLD; il Dow Jones Sustainability Index, entrambi negli Usa; e l'indice FTSE4Good, con sede nel Regno Unito.

La ricerca che si vuole analizzare, condotta negli ultimi quattro decenni, da Ouassil AitElMekki (2020), porta alla luce il crescente interesse per gli SRI. Questa fornisce una meta-analisi sulla maggior parte degli articoli pubblicati in materia, i quali riguardano la misurazione delle performance SRI focalizzandosi su dati quantitativi e sulla loro accessibilità. Più recentemente, la letteratura SRI si è allontanata dalla misurazione della performance, per concentrarsi su altre variabili, di tipo qualitativo. Quest'ultimo comprende una vasta gamma di fattori tra cui l'interesse per gli *stakeholders*, i criteri ESG, la sostenibilità, l'attivismo, ecc. cresciuti notevolmente in questo periodo. Non sorprende che più di 100 studi accademici, inclusi 70 articoli di ricerca, nel set di dati dello studio siano stati dedicati alla misurazione e al confronto della performance dei fondi SRI con un benchmark. Nello specifico questa analisi si concentra sugli studi empirici di dati di mercato e non su quelli basati su dati contabili o su quelli che rappresentano un modello teorico. In particolare, il dataset è composto da 103 studi empirici sull'SRI, dove 33 di questi,

campionati dal 1990 al 2020, identificano le relazioni tra uno specifico comportamento percepito come responsabile e la performance finanziaria di una singola impresa. Il set di dati degli studi può essere classificato in funzione dei loro risultati riguardo al confronto delle prestazioni SRI con i *benchmark*. Gli indici o i fondi etici possono sottoperformare, sovraperformare o performare altrettanto bene dei fondi e degli indici convenzionali, oppure la performance può essere considerata una funzione delle condizioni di mercato. Dei 70 studi che confrontano la performance degli SRI con i *benchmark*, 25 concludono che gli SRI si comportano allo stesso modo, o quasi allo stesso modo, dei *benchmark* convenzionali, 12 riscontrano una sottoperformance, 23 una sovraperformance e, infine, 10 attribuiscono la performance degli SRI al comportamento del mercato durante periodi di crisi e non di crisi. La meta-analisi quindi, verificando i risultati ha concluso che i dati seguivano una distribuzione normale, con un coefficiente di determinazione, rappresentato da R^2 , pari a 0,82. I periodi di campionamento differivano per ogni studio e sono stati divisi per prestazione dell'SRI e durata del periodo di campionamento in base alla performance risultante rispetto al *benchmark* di riferimento, come mostrato nella tabella 8 in cui lo studio che ha analizzato un periodo più lungo è stato di 23 anni (Ibikunle & Steffen, 2017)⁸⁹ e quello con il periodo più breve di un anno (Epstein & Schnietz, 2002)⁹⁰.

Negli studi considerati dall'autore nell'analisi, il confronto delle performance SRI con un *benchmark* ha evidenziato quattro diverse relazioni: in 25 di questi la performance dell'SRI era simile o quasi al *benchmark*; in 23 di questi l'SRI sovraperformava il *benchmark*; in 12 di questi la performance dell'SRI era sottoperformante; mentre solamente in 10 studi analizzati la performance dell'SRI era considerata una funzione del comportamento di mercato alle condizioni economiche e ai periodi di crisi.

⁸⁹ Gbenga IBIKUNLE e Tom STEFFEN, «European Green Mutual Fund Performance: A Comparative Analysis with Their Conventional and Black Peers», *Journal of Business Ethics* 145, fasc. 2 (ottobre 2017): 337–55, <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2850-7>.

⁹⁰ Marc J. EPSTEIN e Karen E. SCHNIETZ, «MEASURING THE COST OF ENVIRONMENTAL AND LABOR PROTESTS TO GLOBALIZATION: An Event Study of the Failed 1999 Seattle WTO Talks», *The International Trade Journal* 16, fasc. 2 (maggio 2002): 129–60, <https://doi.org/10.1080/08853900252901396>.

Prestazioni SRI comparative	Media del periodo (campionamento)	Periodo minimo (campionamento)	Periodo massimo (campionamento)
Simile (o quasi)	9,12 anni	2 anni	22 anni
Sottoperformance	9,91 anni	2 anni	20 anni
Sovraperformance	8,13 anni	1 anno	23 anni
Media	9,06 anni	2,34 anni	22,67 anni

Tabella 8. Statistiche per i 70 studi considerati che confrontano performance degli SRI con i *benchmark*⁹¹.

Negli articoli che hanno attribuito la performance dell'SRI alla situazione di mercato, sei di questi studi hanno dimostrato che tutti i fondi SRI hanno sovraperformato i fondi convenzionali in condizioni economiche di crescita, mentre hanno sottoperformato durante i periodi economici di stabilità (tabella 9). Un'eccezione è rappresentata da uno studio (Rathner, 2013) che attribuisce la performance SRI alla situazione di mercato secondo un *survivalship bias*, cioè basandosi sul giudizio dei fondi SRI sopravvissuti.

Riferimenti	Crisi	Non crisi
(Rathner, 2013)	Secondo il pregiudizio dei sopravvissuti	
(Nofsinger & Varma, 2014)	>	<
(Leite e Cortez, 2015)	=	<
(Minore et al., 2016)	>	<
(Silva & Cortez, 2016)	>	<
(Trinks & Scholtens, 2017)	=	<
(Omri et al., 2019)	>	=
(Ielasi & Rossolini, 2019)	>	<
(Arefeen e Shimada, 2020)	>	<
(Dopierala et al., 2020)	>	<

Tabella 9. I 10 studi riportanti che la performance SRI è una funzione del comportamento di mercato e delle condizioni economiche^{92 93}.

⁹¹Fonte: AITELMEKKI, «Is Socially Responsible Investment Outperforming Conventional Investment or Not?»

⁹² Ibidem

⁹³ Legenda: “=” i fondi SRI hanno ottenuto la stessa performance del *benchmark*; “<” i fondi SRI sottoperformano rispetto al *benchmark*; “>” i fondi SRI sovraperformano il *benchmark*.

Come discusso in precedenza, la maggior parte degli studi costruisce portafogli SRI e poi li confronta con una controparte, rappresentata da un portafoglio o un indice convenzionale. Tuttavia, un altro approccio consiste nell'esaminare il valore di una singola azienda per determinare gli effetti di un comportamento socialmente responsabile, più spesso definito CSR (*Corporate Social responsabilità*). Esistono due modi per misurare il valore di un'azienda: utilizzando i dati contabili o i dati di mercato. La maggior parte degli studi si concentra sul valore di mercato, determinato dal prezzo delle azioni della società moltiplicato per il numero di azioni in circolazione, poiché l'obiettivo è determinare l'impatto della CSR sia sul comportamento degli azionisti che sui profitti.

Esistono due approcci per determinare se le aziende CSR hanno più valore rispetto alle aziende convenzionali, ad esempio gli studi sugli eventi hanno dimostrato che i prezzi delle azioni aumentano quando un'azienda riceve un premio sociale, ambientale o di *governance*; al contrario invece, se si verificano informazioni o uno scandalo relativo a uno o a un insieme di criteri di CSR, i prezzi delle azioni diminuiscono in modo significativo.

Nell'analisi messa in luce in questo elaborato vengono inoltre, esaminati 33 studi accademici che trattano la relazione tra i criteri ESG e le performance aziendali. L'84% di questi studi rileva una correlazione positiva tra performance finanziaria e adozione dei criteri ESG, mentre il restante 16% rileva una correlazione negativa; con un periodo medio complessivo di campionamento per tutti gli studi di circa 7,5 anni (Figura 36).

I risultati dello studio indicano che la letteratura accademica attuale consideri la performance dei fondi SRI come alla pari con gli investimenti convenzionali, ma allo stesso tempo molti studi mostrano che gli investimenti SRI sovraperformano gli strumenti convenzionali, mentre altri riscontrano che sottoperformano.

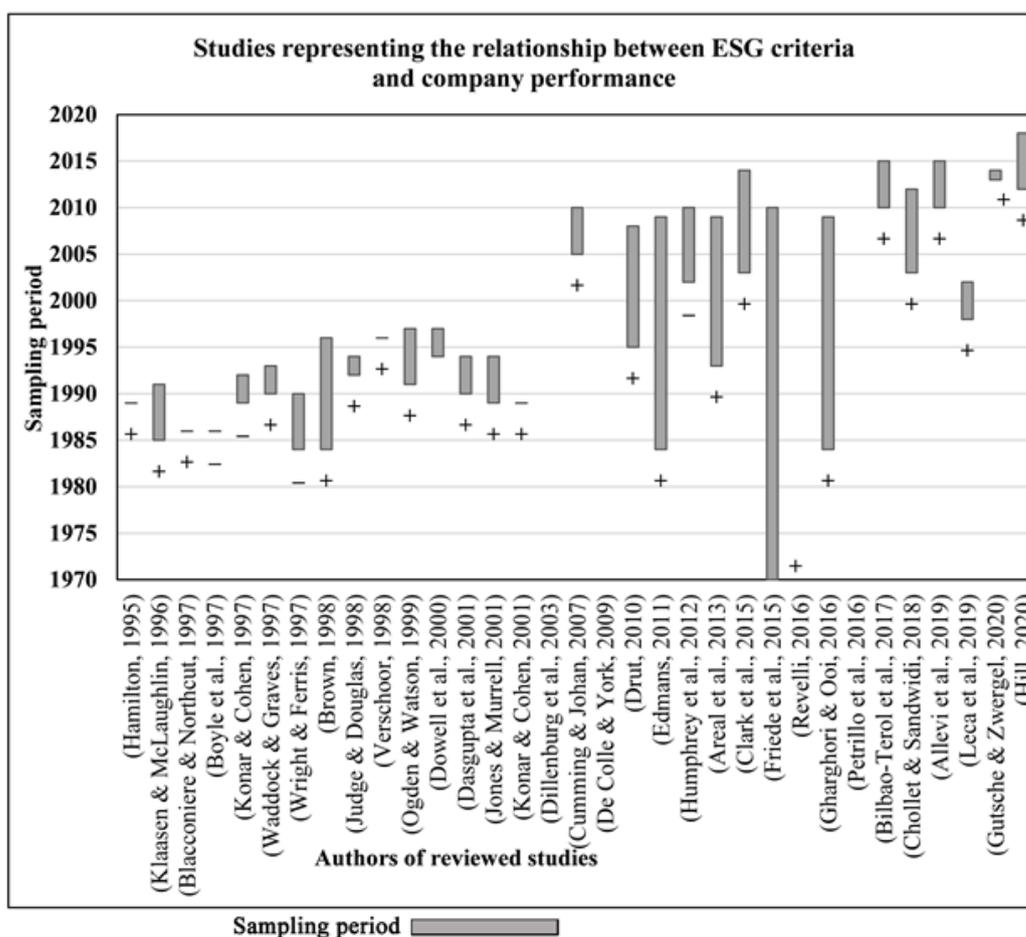


Figura 36. Periodo di campionamento degli studi inclusi nell'analisi che rappresentano la relazione, o meno, tra criteri ESG e performance aziendali^{94 95}.

Nel complesso, la maggior parte degli studi, con dati provenienti da tutti i continenti, ha rilevato che l'integrazione dei criteri ESG ha un effetto positivo sui risultati finanziari.

VI.2 Performance di portafogli azionari con investimenti sostenibili

Per osservare, nel seguente elaborato, le performance finanziarie di un portafoglio azionario che considera la sostenibilità nelle scelte di investimento, si è ricorso al modello Black-Litterman, sviluppato nei primi anni novanta presso la Goldman Sachs per apportare delle modifiche all'originario modello di Markowitz. Questo

⁹⁴Fonte figura e studi analizzati: ATELMEKKI, «Is Socially Responsible Investment Outperforming Conventional Investment or Not?»

⁹⁵ Legenda: “+” relazione; “-“ non relazione.

modello unisce tra loro le principali teorie sugli investimenti del '900, tra cui l'ottimizzazione media-varianza di Markowitz sviluppata nel 1952, il CAPM di Sharpe del 1964, il modello di stima misto di Theil e il CAPM globale di Black del 1989. Il modello Black-Litterman viene presentato dai due omonimi autori nel 1992 con l'articolo "*Global Portfolio Optimization*"⁹⁶, con il quale creano un modello che guardi anche agli aspetti qualitativi degli investimenti e non solo ad aspetti quantitativi visti con Markowitz o nel CAPM di Sharpe, combinando anche nel dettaglio le previsioni di mercato con le aspettative sul futuro dell'investitore su specifici *asset*, e non per la totalità come previsto da Markowitz, attraverso delle *views*, vale a dire secondo opinioni e sensazioni espresse dall'investitore. Inoltre, le *views* possono essere espresse sia in modo relativo che assoluto, basandosi sul grado di confidenza relativo al mercato dell'investitore, questo rende questa metodologia estremamente flessibile e adatta alle specifiche esigenze dell'investitore.

L'obiettivo del modello Black-Litterman è migliorare *l'asset allocation* generata dalla *Modern Portfolio Theory*⁹⁷, incorporando opinioni sulle prospettive future. Sebbene queste proiezioni siano semplicemente opinioni o il risultato di modelli di prezzo che si basano su input soggettivi degli investitori, il modello Black-Litterman può comportare distorsioni o ipotesi errate. Ad esempio, una visione eccessivamente ottimistica di una classe di attività si tradurrà in un peso del portafoglio maggiore di quello raccomandato dalla *Modern Portfolio Theory*. Se tale classe di *asset* vacilla, ciò può comportare perdite amplificate. Gli investitori che utilizzano questo modello dovrebbero esserne consapevoli e aggiornare regolarmente le proprie aspettative, ribilanciando di conseguenza i pesi del proprio portafoglio.

Nel modello Black-Litterman, il *benchmark* di riferimento è rappresentato da un indice o un portafoglio di confronto che l'investitore seleziona per valutare il portafoglio ottimizzato generato dal modello. La scelta del *benchmark* di riferimento è basata sugli obiettivi dell'investitore e sulla strategia di investimento che si intende seguire. Il *benchmark* rappresenta il punto di partenza per la misurazione del rischio,

⁹⁶ Fischer BLACK e Robert LITTERMAN, «Global Portfolio Optimization», *Financial Analysts Journal* 48, fasc. 5 (settembre 1992): 28–43, <https://doi.org/10.2469/faj.v48.n5.28>.

⁹⁷ Guangliang He e Robert Litterman, «The Intuition Behind Black-Litterman Model Portfolios», *SSRN Electronic Journal*, 2002, 20 pp., <https://doi.org/10.2139/ssrn.334304>.

l'investitore lo utilizza come strumento per valutare le performance del portafoglio ottenuto e per verificare l'impatto delle proprie opinioni sul rischio complessivo del portafoglio, valutando come e in che misura le proprie visioni abbiano influenzato il risultato.

VI.2.1 Metodologia usata per costruire il portafoglio

La metodologia per la costruzione di un portafoglio azionario che includa strumenti finanziari sostenibili comprende il modello Black-Litterman, citato nel paragrafo precedente. Il modello segue diversi passaggi per essere implementato nella pratica, questi sono stati studiati e descritti da diversi autori dopo l'uscita dello studio sul modello, come ad esempio da T.M. Idzorek (Figura 37).

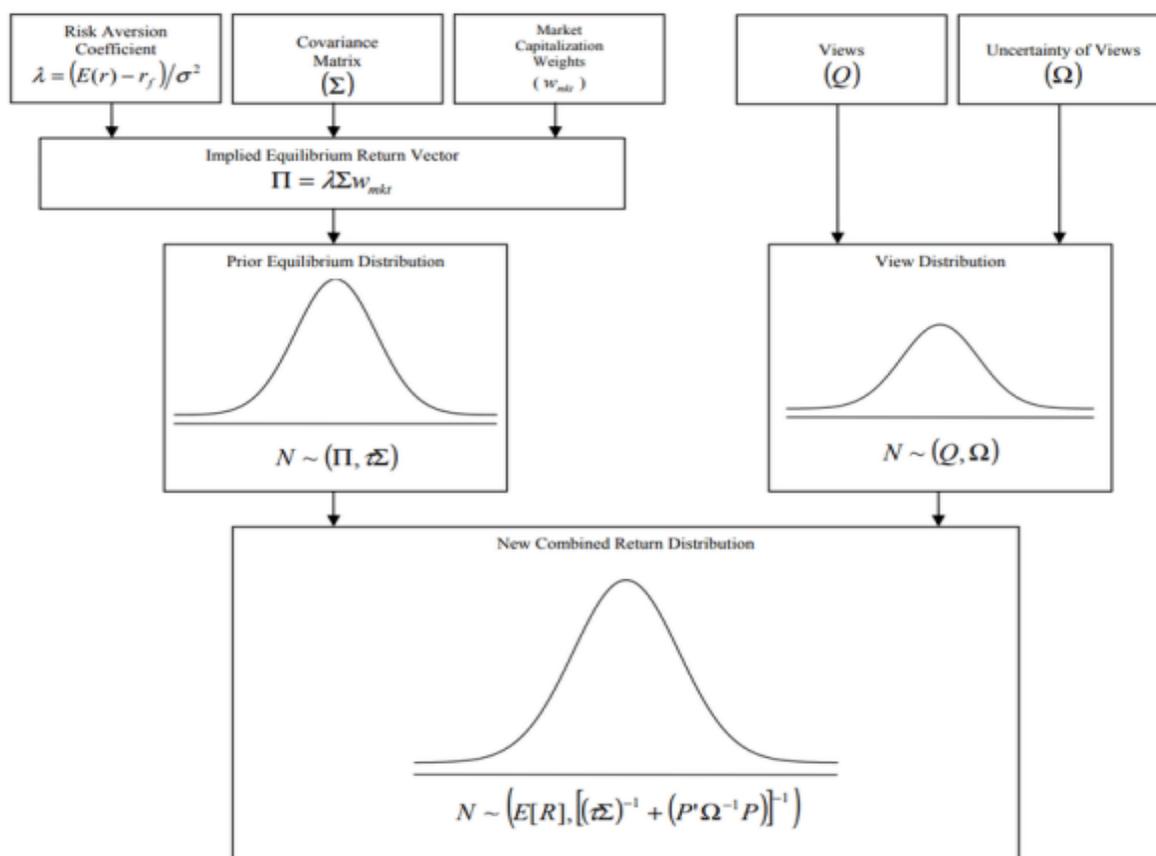


Figura 37. Schema del modello Black-Litterman⁹⁸

⁹⁸ Thomas IDZOREK, «2 - A step-by-step guide to the Black-Litterman model: Incorporating user-specified confidence levels», in *Forecasting Expected Returns in the Financial Markets*, a c. di Stephen Satchell (Oxford: Academic Press, 2007), 17–38, <https://doi.org/10.1016/B978-075068321-0.50003-0>.

In merito alla costruzione del portafoglio sostenibile, il modello prevede come input che la distribuzione dei rendimenti sia Normale e descritte come segue:

$$r \sim N(\mu, \Sigma)$$

Dove:

- μ corrisponde al vettore dei rendimenti attesi degli n titoli;
- Σ corrisponde alla matrice ($k \times k$) delle covarianze secondo il modello.

Si assume inoltre, che μ sia una variabile casuale distribuita come:

$$\mu \sim N(\pi, \tau\Sigma)$$

Dove:

- $\tau\Sigma$ rappresenta la matrice delle covarianze;
- τ è un fattore di incertezza che può assumere valori positivi infiniti;
- π è un vettore ($n \times 1$) che rappresenta i rendimenti di equilibrio.

Un valore più piccolo di τ indica una maggiore fiducia dell'investitore verso la propria convinzione a priori dei rendimenti attesi.

Di seguito poi il modello punta ad individuare la distribuzione dei rendimenti condizionata alle views dell'investitore. I rendimenti condizionati a tali views si distribuiscono come $N \sim (Q, \Omega)$, queste due variabili hanno il compito di incorporare le aspettative dell'investitore all'interno del modello. Per gestire queste variabili e calcolare i rendimenti attesi degli *assets* il modello applica il teorema di Bayes, che consente il calcolo delle probabilità condizionali. Con il suddetto teorema, che si andrà a vedere in seguito è possibile considerare due distribuzioni, rispettivamente la distribuzione dei rendimenti dei titoli osservati dal mercato e la distribuzione dei rendimenti attesi elaborati conseguentemente alle aspettative inserite dall'investitore. Col passare del tempo, ogni investitore modificherà le proprie views e quindi si andrà ad aggiornare il rispettivo vettore portando il sistema in continuo monitoraggio. Il portafoglio ottimo individuato vedrà modificare i suoi pesi all'interno portando i titoli con buone prospettive ad assumerne pesi sempre maggiori; al contrario, ad ogni aspettativa negativa sull'*asset* esso vedrà il rispettivo volume diminuire. Questo permette al modello BL di inserire la soggettività dell'investitore in un metodo prettamente oggettivo e quantitativo.

Dalle diverse tipologie di views espresse dagli investitori si vanno ad inserire variabili che condizioneranno la distribuzione dei rendimenti attesi, quindi è possibile specificare in termini di aspettative sui rendimenti attesi μ , creando una tabella come segue:

$$P\mu \sim (Q, \Omega)$$

Dove:

- P è una matrice (k x n) che rappresenta la mappatura delle views, dove ogni colonna n indica uno specifico titolo e ogni riga k indica una specifica view. Ogni valore diverso da 0 indica che il titolo sarà condizionato da un'aspettativa, inserendo il valore 1 per un'aspettativa positiva e -1 per una negativa. Laddove la view sarà relativa la somma della riga k del vettore sarà uguale a 0, mentre quando si tratterà di una view assoluta la somma sarà pari a 1;
- μ è il vettore (k x 1) che contiene la media dei rendimenti attesi;
- Q è il vettore (k x 1) che contiene l'aspettativa sui rendimenti intrinseca dell'investitore su ogni view;
- Ω è la matrice delle varianze e covarianze.

Gli elementi all'interno della matrice Ω sono inversamente proporzionali al grado di fiducia dell'investitore riguardo alle sue aspettative.

In questo elaborato il calcolo della varianza delle views Ω è effettuato seguendo il metodo di Proporzionalità della varianza della Priori, il quale assume che la varianza delle views sia proporzionale alla varianza dei rendimenti dei titoli, tale metodologia viene applicata da He & Litterman⁹⁹ nel 1999 e rappresenta la varianza come segue:

$$\Omega = \text{diag}(P(\tau\Sigma)P^T)$$

Dove:

- Σ è la matrice (n x n) delle varianze e covarianze dei titoli;
- τ è il fattore di incertezza;
- P è la matrice (k x n) che rappresenta la mappatura delle views.

⁹⁹ HE e LITTERMAN, «The Intuition Behind Black-Litterman Model Portfolios».

Aggiungendo τ nell'espressione si pesano in modo uguale le views dell'investitore e l'equilibrio del mercato, quindi si va a misurare il grado di incertezza che l'investitore detiene rispetto alla vicinanza del vettore dei rendimenti π al vero valore di equilibrio.

Esso assume valori compresi tra 0 e 1, non può assumere valori maggiori dato che l'investitore avrà più certezza delle sue aspettative espresse rispetto ai rendimenti attesi futuri sul mercato, in quanto aleatori. All'interno dell'elaborato la costante τ viene ipotizzato avere un valore pari ad 1, per facilitare il modello, come già posto da diversi autori come Meucci (2005) e Satchen & Scowfort (2000).

Il coefficiente di avversione al rischio (δ) invece, può facilmente essere calcolato partendo dalla relazione:

$$\pi = \delta \Sigma w$$

Dove moltiplicando entrambi i lati della formula per i pesi w si otterrà:

$$w\pi = \delta w \Sigma w$$

Dove:

- $w\pi$ rappresenta l'extra rendimento di mercato, anche individuato come *Sharpe Ratio*;
- $w\Sigma w$ rappresenta la varianza del portafoglio di mercato σ_M^2 .

Quindi la formula per il coefficiente di avversione al rischio che si ottiene:

$$\delta = \frac{E(r_M) - r_f}{\sigma_M^2}$$

È possibile quindi rappresentare lo *Sharpe Ratio*, cioè la misura del premio a rischio che l'investitore riceve per un'unità di rischio assunto rispetto ad un rendimento privo di rischio, come:

$$SR = \frac{E(r_M) - r_f}{\sigma_M}$$

Dove:

- σ_M si riferisce alla deviazione standard del mercato.

Il teorema di Bayes quindi indica la probabilità condizionata con cui si calcola la probabilità che un dato evento A accada sapendo che anche un certo evento B si verifichi a sua volta (T. Bayes, 1761).

Applicando il teorema di Bayes al modello BL¹⁰⁰, vengono considerate le views come informazioni a priori e verranno combinate con i rendimenti di equilibrio per determinare i rendimenti attesi a posteriori secondo il modello BL. Seguendo questo approccio si ottiene il seguente teorema di Bayes:

$$P(Q|\pi) = \frac{P(Q)P(\pi|Q)}{P(\pi)}$$

Dove:

- $P(Q)$ rappresenta la distribuzione a priori, o *prior distribution*, che rappresenta le views dell'investitore;
- $P(\pi)$ rappresenta la probabilità dei rendimenti di equilibrio;
- $P(\pi|Q)$ è la probabilità dei rendimenti di equilibrio date le previsioni dell'investitore;
- $P(Q|\pi)$ è la probabilità del rendimento combinato a posteriori, cioè delle previsioni dell'investitore.

Quindi dato che le views sono distribuite normalmente, le caratteristiche descrittive della distribuzione sono:

$$P(Q) \sim N(Q, \Omega)$$

Mentre i rendimenti di equilibrio $P(\pi)$ sono distribuiti con caratteristiche di media varianza differenti, quali:

$$P(\pi) \sim N(\pi, \tau\Sigma)$$

Di conseguenza anche la *prior distribution* e la distribuzione condizionata $P(\pi|Q)$ sono distribuite come una normale, dunque anche la distribuzione a posteriori $P(Q|\pi)$ sarà distribuita come una normale:

$$P(Q|\pi) \sim N(\mu_{BL}, \Sigma_{BL})$$

Dove:

- $\mu_{BL} = [(\tau\Sigma)^{-1} + P^T\Omega^{-1}P]^{-1}[(\tau\Sigma)^{-1}\pi + P^T\Omega^{-1}Q]$
- $\Sigma_{BL} = [(\tau\Sigma)^{-1} + P^T\Omega^{-1}P]^{-1}$

¹⁰⁰ G. RITTER e P.N. KOLM, «On the Bayesian Interpretation of Black-Litterman», *European Journal of Operational Research* Vol. 258, Number 2 (2017): 564–72.

Con l'aiuto del teorema di Bayes si sono ottenuti gli output finali che caratterizzano la distribuzione a posteriori dei rendimenti attesi combinando le views, con media μ_{BL} e varianza Σ_{BL} , del modello BL.

VI.2.2 Scelta dei titoli da inserire nel portafoglio

Nella selezione degli *asset* che formeranno il portafoglio azionario sostenibile, la scelta è ricaduta su strumenti finanziari riguardanti uno specifico scenario di riferimento ambientale, guardando ad aziende che hanno dimostrato un ottimo comportamento in termini di pratiche sostenibili.

Per andare a selezionare questi titoli si sono considerati *asset* di società appartenenti ad uno dei più grandi indici presenti in Europa quale lo STOXX Europe 600, composto da 600 delle principali capitalizzazioni di mercato europee, contemporaneamente alla loro presenza nel FTSE4Good Europe Index Series¹⁰¹, una delle più grandi serie di indici relative alla sostenibilità e ai criteri ESG del mondo. In particolare si è fatto riferimento al FTSE4Good Europe 50, come benchmark, per far ricadere la selezione su titoli di aziende europee, andando a scegliere tra le dieci principali società componenti per peso di capitalizzazione.

Per la semplicità dei calcoli nella costruzione del portafoglio, sono stati selezionati cinque *asset* che andranno a costruire il portafoglio. Per quanto riguarda invece la diversificazione di portafoglio, questa è stata mantenuta grazie alla scelta degli *asset* di cinque settori economici differenti. Di seguito vengono riportati i titoli considerati con il relativo settore di appartenenza (tabella 10).

Azione	Ticker	Settore economico
SAP	SAPG	Software e servizi informatici
HSBC Hldgs PLC	HSBA	Bancario
ASML Hldgs NV	ASML	Hardware e attrezzature tecnologiche
Nestlé	NESN	Prodotti alimentari
Roche Hldgs AG	ROG	Farmaceutica e biotecnologie

Tabella 10. Azioni componenti il portafoglio sostenibile.

¹⁰¹ FTSE Russell, «FTSE4Good Index Series», 25 gennaio 2024, <https://www.lseg.com/en/ftse-russell/indices/ftse4good>.

Una volta ottenuti i dati storici giornalieri di un periodo di tempo considerato di 10 anni¹⁰², dal 01/01/2014 al 01/01/2024, dei titoli considerati si sono calcolati i rendimenti giornalieri utilizzando il logaritmo del rapporto tra il prezzo al tempo t+1 e quello al tempo t, come in formula:

$$Rend_{giorn\ continuo} = LN\left(\frac{P_{t+1}}{P_t}\right)$$

Una volta ottenuti tutti i rendimenti giornalieri di ogni *asset* si è stimato il rendimento medio storico del periodo preso in considerazione, equivalente a 10 anni, con la media aritmetica dei rendimenti logaritmici ottenuti in precedenza. I valori rappresentati nella tabella 11 si riferiscono alle caratteristiche del campione di *asset*, comprende rendimento medio storico, varianza e deviazione standard per il periodo preso in considerazione.

Azione	Rendimento medio storico degli asset	σ_P^2	σ_P
SAPG	0,03%	0,024%	1,56%
HSBA	0,02%	0,024%	1,54%
ASML	0,09%	0,039%	1,98%
NESN	0,03%	0,010%	1,01%
ROG	0,01%	0,015%	1,22%
FTSE4GoodEuro	0,015%	0,011%	1,03%

Tabella 11. Caratteristiche del campione di riferimento¹⁰³.

Dalla tabella 11 possiamo notare come l'indice *benchmark* FTSE4Good Euro si caratterizzi per una bassa performance media, dello 0,015%, in relazione a una altrettanto bassa volatilità, definita con una varianza pari a 0,011%.

Inoltre si fa presente che il titolo ASML sia il titolo con il rendimento medio storico più alto nel periodo di riferimento, pari a 0,09%, ma presenta anche la volatilità più alta con 0,039%. Mentre il titolo ROG registra la peggior performance del campione nel periodo considerato (0,01%).

¹⁰² I dati storici utilizzati sono stati scaricati da <https://it.investing.com/>

¹⁰³ Elaborazione dati con MATLAB

Un altro indicatore che risulta utile calcolare per la valutazione dei titoli è lo *Sharpe Ratio*, dove come investimento *risk-free* viene considerato in questa analisi un investimento in Bund tedeschi a 10 anni¹⁰⁴, con un rendimento medio decennale pari a 1,83%¹⁰⁵, con il quale è possibile individuare il rendimento medio giornaliero con la seguente formula:

$$Rend_{giorn} = \sqrt[3650]{(1 + Rend_{10Y})} - 1$$

Da notare che nel calcolo la radice è di ordine 3650 dato che in 10 anni sono presenti 3650 giorni.

Quindi il rendimento medio giornaliero del titolo *risk-free* considerato è pari a 0,0005%, con cui vengono calcolati i rispettivi *Sharpe Ratio* degli *asset*, rappresentati nella tabella 12.

Azione	Sharpe Ratio
SAPG	1,89%
HSBA	1,27%
ASML	4,52%
NESN	2,92%
ROG	0,78%
FTSE4GoodEuro	1,40%

Tabella 12. Indice di Sharpe relativo ai titoli nel portafoglio sostenibile.

Si può osservare come a parità di rischio, il titolo ASML restituisca all'investitore il premio a rischio maggiore, pari a 4,52%, in termini di rendimento atteso per il rischio.

VI.2.3 Costruzione del portafoglio

Una volta definito l'universo degli *asset* ed estratti i rendimenti medi, si può procedere alla costruzione del portafoglio con il metodo BL, descritto nel paragrafo 6.2.1. Una fase fondamentale del processo richiede, a questo punto di specificare le view dell'investitore sui titoli nel mercato, che andranno a comporre la matrice della mappatura delle view $P\mu \sim (Q, \Omega)$. Le view, come detto in precedenza, rappresentano

¹⁰⁴ I dati storici utilizzati sono stati scaricati da <https://it.investing.com/>

¹⁰⁵ Rendimento decennale di riferimento a febbraio 2024.

le opinioni soggettive dell'investitore sugli investimenti in merito ai futuri cambiamenti del mercato, espresse come:

$$Q = P\mu + \varepsilon ; \text{ dove } \varepsilon \sim N(0, \Omega)$$
$$\Omega = w_1, w_2, \dots, w_v$$

Dove v è il numero totale di visualizzazioni dell'investitore.

Con le v *views* e k *assets*, viene creata la matrice P ($v \times k$), il vettore Q ($v \times 1$) e la matrice delle varianze diagonale Ω ($v \times v$) che rappresenta l'incertezza indipendente nelle *views*¹⁰⁶. Le opinioni non devono necessariamente essere indipendenti tra loro e la struttura di Ω può essere scelta per tenere conto dei pareri delle incertezze degli investitori sugli investimenti. Più piccola è la w_i in Ω , minore è la varianza nella distribuzione della i -esima *view* e più forte o più certa è la *view* i -esima dell'investitore.

In questo elaborato si considerano, per la composizione di titoli scelta, tre *views*, tra cui due *views* relative, cioè l'investitore ha l'opinione che un titolo performi meglio rispetto ad un altro, e una *view* assoluta, che corrisponde all'opinione dell'investitore che un titolo performi meglio in assoluto su tutti gli altri. Le tre *views* indipendenti prese in considerazione dall'investitore sono:

1. Il titolo ASML riferito al settore degli hardware e attrezzature informatiche, si pensa registrerà una performance maggiore di tutti gli altri *asset* detenuti in portafoglio pari al 10% annuo. Questa aspettativa viene realizzata dopo la raccolta di informazioni sul mercato da parte dell'investitore, che vanno a constatare la grande crescita del settore informatico, e affini, sul mercato e guardando inoltre alla grande capitalizzazione sul mercato della società pari a 323.721B¹⁰⁷. Per la *view* espressa viene considerata un'incertezza pari a 0,001, questa è una visione assoluta dell'investitore e quindi debole a causa della sua elevata incertezza.
2. Il titolo SAPG registrerà una performance migliore rispetto al titolo HSBA dello 5% annuo. Questa visione è dovuta al fatto che il settore bancario di

¹⁰⁶ HE e LITTERMAN, «The Intuition Behind Black-Litterman Model Portfolios».

¹⁰⁷ Dati di mercati riferiti alla data 05/02/2024 visibili su <https://it.finance.yahoo.com/>

cui fa parte HSBA è visto in difficoltà sul mercato, ma soprattutto guardando ai rendimenti medi dei due titoli in portafoglio che, a pari varianza dello 0,024%, il titolo HSBA ha ottenuto un rendimento inferiore. In questo caso l'incertezza considerata è pari a 0,00001, in quanto essendo una visione relativa su due titoli solamente è forte a causa della sua bassa incertezza.

3. Il titolo NESN registrerà una performance migliore rispetto al titolo ROG dello 5% annuo. Tale view in quanto si pensa che un'azienda ormai affermata da anni nel settore dei prodotti alimentari come Nestlé possa continuare ad offrire ottimi rendimenti, contando anche alla varianza più bassa registrata nel campione di *asset*, pari a 0,010%, in relazione alla società connazionale svizzera Roche Holding AG che, occupata nel settore farmaceutico, ha visto i suoi utili in leggero decremento negli anni successivi alla pandemia da COVID-19¹⁰⁸. Anche in questo caso la view è relativa con un'incertezza pari a 0,00001, considerata più forte e quindi con bassa incertezza.

A seguito delle tre views si possono visualizzare nella tabella 13 la matrice P ($v \times k$), il vettore Q ($v \times 1$) con il tasso di incertezza della view Ω .

SAPG	HSBA	ASML	NESN	ROG	TOTALE	Rendim. view (Q)	Incertezza view (Ω)
0	0	1	0	0	1	10%	0,001
1	-1	0	0	0	0	5%	0,00001
0	0	0	1	-1	0	5%	0,00001

Tabella 13. Variabili relative alle views del portafoglio sostenibile.

Successivamente sono state convertite le views sui rendimenti annuali, poiché i rendimenti del campione di *asset* sono rendimenti giornalieri quindi è stato necessario portare anche le views per avere dei riferimenti su rendimenti giornalieri.

$$Q_{giorn} = Q_{annuo} \times \left(\frac{1}{252} \right)$$

¹⁰⁸ Si fa riferimento a dati osservati su <https://it.investing.com/>

$$\Omega_{giorn} = \Omega_{annuo} \times \left(\frac{1}{252} \right)$$

Il modello BL presuppone a questo punto il calcolo di uno dei dati che andrà a completare l'output del modello, vale a dire $\tau\Sigma$. La struttura di questo elemento è proporzionale alla covarianza Σ , pertanto quando più τ è un costante piccola, tanto più indica una maggiore fiducia nella credenza precedente dei rendimenti μ .

Nel seguente elaborato, come specificato in precedenza nel paragrafo 6.2.1, si assegna a τ un valore pari a 1, come suggerito da diversi autori (Meucci (2005) e Satchen & Scowfort (2000)).

Per quanto riguarda il rendimento di equilibrio del mercato identificato dall'elemento π , esso è una variabile dei rendimenti del modello BL, dove in assenza di punti di vista, i rendimenti di equilibrio π sono probabilmente uguali ai rendimenti impliciti della detenzione di portafoglio di equilibrio. In pratica, la quota di portafoglio di equilibrio applicabile può essere qualsiasi portafoglio ottimale che il soggetto investitore utilizzerebbe in assenza di ulteriori punti di vista sul mercato, come il valore di riferimento del portafoglio, un indice o persino il portafoglio attuale. Nell'esempio in questo elaborato si utilizza la regressione lineare per trovare un portafoglio di mercato che replica i rendimenti del *benchmark* FTSE4Good Europe, quindi è utilizzato il portafoglio di mercato come portafoglio di equilibrio e i rendimenti di equilibrio sono impliciti dal portafoglio di mercato. Verranno poi utilizzati i rendimenti storici degli *asset* e i rendimenti di riferimento come input e output del portafoglio di mercato e dei corrispondenti rendimenti impliciti.

Il rendimento implicito è calcolato mediante ottimizzazione inversa, in questo caso per effettuare il calcolo il tasso privo di rischio è considerato pari a zero. La formulazione generale di un'ottimizzazione del portafoglio è data dal seguente problema di ottimizzazione di Markowitz:

$$\operatorname{argmax}_w w^T \mu - \frac{\delta}{2} w^T \Sigma w$$

Dove:

- w è un vettore con n elementi rappresentanti i pesi delle attività;
- μ è un vettore con n elementi rappresentante i rendimenti attesi delle attività;

- Σ è la matrice di covarianza (n x n) rappresentante i rendimenti delle attività;
- δ è un parametro di avversione al rischio positivo.

Dato δ , in assenza di vincoli una soluzione al problema è $w = \frac{1}{\delta} \Sigma^{-1} \mu$. Pertanto con un portafoglio di mercato, il rendimento implicito atteso è uguale a:

$$\pi = \delta \Sigma w_{mkt}$$

Quindi per calcolare il rendimento implicito atteso π , è necessario trovare:

- Σ come matrice delle covarianze dai rendimenti storici degli *assets*;
- Il portafoglio di mercato, trovato regredendo contro il *benchmark* FTSE4Good Europe. I vincoli imposti sono pienamente investiti e solamente a lungo $\sum_{i=1}^n w_i = 1, 0 \leq w_i, \forall i \in \{1, \dots, n\}$;
- il parametro di avversione al rischio calcolato come $\delta = \frac{\text{Sharpe Ratio}}{\sigma_M}$.

Qui si presume che il *benchmark* massimizzi il rapporto dello Sharpe Ratio e il valore corrispondente viene utilizzato come Sharpe Ratio di mercato. Il valore σ_M rappresenta la deviazione standard del mercato.

Azione	Pesi di mercato
SAPG	16,5%
HSBA	19,5%
ASML	11,0%
NESN	35,4%
ROG	17,7%

Tabella 14. Pesi di mercato (w) assegnati a ogni titolo in base alle views¹⁰⁹.

¹⁰⁹ Per calcolare i pesi è stato usato MATLAB.

	SAPG	HSBA	ASML	NESN	ROG
SAPG	0,0244%	-0,0003%	0,0036%	0,0003%	0,0001%
HSBA	-0,0003%	0,0237%	0,0001%	0,0003%	0,0009%
ASML	0,0036%	0,0001%	0,0394%	0,0006%	-0,0001%
NESN	0,0003%	0,0003%	0,0006%	0,0102%	0,0066%
ROG	0,0001%	0,0009%	-0,0001%	0,0066%	0,0150%

Tabella 15. Matrice delle covarianze dei rendimenti storici degli assets (Σ).

Adesso è possibile calcolare il rendimento implicito atteso π , con la supposizione che il portafoglio di mercato massimizzi lo Sharpe Ratio, il rendimento implicito viene calcolato come $\pi = \delta \Sigma W^{110}$.

A questo punto è possibile ricavare gli output del modello BL¹¹¹, vale a dire il rendimento medio stimato (μ_{BL}) e la covarianza del modello (Σ_{BL}) come mostrato nelle tabelle 16 e 17, utilizzando i dati calcolati precedentemente in questo paragrafo P , Q , Ω , π e $\tau\Sigma$.

$$\mu_{BL} = [P^T \Omega^{-1} P + (\tau \Sigma)^{-1}]^{-1} [P^T \Omega^{-1} Q + (\tau \Sigma)^{-1} \pi]$$

$$\Sigma_{BL} = [P^T \Omega^{-1} P + (\tau \Sigma)^{-1}]^{-1}$$

Azione	μ_{BL}
SAPG	0,0064%
HSBA	-0,0135%
ASML	0,0392%
NESN	0,0006%
ROG	-0,0192%

Tabella 16. Rendimenti attesi del modello BL.

¹¹⁰ Per l'elaborazione dei dati è stato usato MATLAB.

¹¹¹ Per il calcolo degli output del modello BL è stato usato MATLAB.

	SAPG	HSBA	ASML	NESN	ROG
SAPG	0,01180%	0,01180%	0,00002%	0,00032%	0,00032%
HSBA	0,01180%	0,01180%	0,00002%	0,00032%	0,00032%
ASML	0,00002%	0,00002%	0,00039%	0,00000%	0,00000%
NESN	0,00032%	0,00032%	0,00000%	0,00908%	0,00908%
ROG	0,00032%	0,00032%	0,00000%	0,00908%	0,00909%

Tabella 17. Matrice varianza-covarianza del modello BL.

VI.2.4 *Analisi risultati*

Una volta ottenuti i due dati di output del modello si può ottenere il rendimento atteso dal modello BL unito con la visione precedente del rendimento atteso implicito π , e si può evincere che il ritorno atteso del modello BL è in effetti una miscela di opinioni precedenti e opinioni degli investitori. Come mostrato nella tabella seguente (tabella 18) raffigurante i rendimenti miscelati del modello BL, le aspettative precedenti presupponevano rendimenti simili per ASML, HSBA e ROG, ma nel rendimento atteso misto del modello, ASML ha un rendimento superiore a ROG e HSBA di oltre il 9%. Questa differenza è dovuta dal punto di vista dell'investitore tramite la view assoluta su ASML.

Azione	Aspettativa precedente dei rendimenti attesi	Rendimenti attesi miscelati modello BL
SAPG	-1,30%	1,60%
HSBA	-1,40%	-3,40%
ASML	-1,40%	9,89%
NESN	-1,43%	0,15%
ROG	-1,49%	-4,85%

Tabella 18. Rendimenti del modello BL miscelati alle opinioni dell'investitore¹¹².

¹¹² Per il calcolo è stato usato MATLAB.

Quando si utilizzano i valori per il rendimento delle attività miscelate e la covarianza del modello Black-Litterman in un'ottimizzazione della varianza media, le allocazioni ottimali riflettono direttamente le opinioni dell'analista di investimento, ottenendo un'allocazione dal modello Black-Litterman più diversificata. Inoltre, i pesi tra le attività nel modello Black-Litterman concordano con le opinioni dell'investitore. Come ad esempio nel portafoglio di titoli sostenibili analizzato, si ha una forte convinzione che il titolo ASML abbiamo in assoluto un rendimento maggiore e supererà gli altri titoli.

VI.3 Performance di portafogli azionari tradizionali

Come visto per il portafoglio azionario di titoli scelti nel panorama sostenibile, nel paragrafo 6.2, adesso si andrà a valutare un investimento in un portafoglio azionario di titoli tradizionali. Con riguardo a ciò, non si andrà più a vedere l'impatto che una determinata azienda ha sull'ambiente o sulla gestione delle proprie risorse, ma bensì si porrà l'attenzione in questo capitolo dell'elaborato, su di un investimento finalizzato al rendimento facendo moderatamente attenzione ai fattori sostenibili di operatività delle società in cui si investe, seguendo quindi quelle che potrebbero essere le scelte di un investitore non professionale con un normale accesso alle informazioni del mercato per l'allocazione delle proprie risorse.

Anche in questo capitolo si farà riferimento al modello Black-Litterman per migliorare l'*asset allocation* generata dalla *Modern Portfolio Theory*, quindi andranno a vedere le aspettative dell'investitore sui titoli che selezionerà in portafoglio, andandoli dunque a pesare maggiormente.

Come già detto precedentemente, il *benchmark* che sarà utilizzato in questa selezione rappresenta il punto di partenza per la misurazione del rischio del portafoglio tradizionale, dunque l'investitore lo utilizzerà come strumento per valutare le performance del portafoglio ottenuto e per verificare l'impatto delle proprie opinioni sul rischio complessivo del portafoglio, valutando l'andamento delle proprie scelte mirate al massimizzare i rendimenti e osservando in che misura queste abbiano influenzato il risultato.

VI.3.1 Metodologia usata per costruire il portafoglio

Con la stessa logica del processo utilizzato nel precedente paragrafo 6.2, in riferimento al modello Black-Litterman verrà applicato di nuovo per calcolare il portafoglio azionario tradizionale, seguendo gli stessi passaggi sopracitati e riassunti nella figura 37 del paragrafo 6.2.1 da T.M. Idzorek (2007) per l'applicazione del modello.

La metodologia applicata in questa fase è l'attuazione del modello BL come descritto in tutto il paragrafo 6.2.1, con la specificazione del valore della costante τ rappresentante sempre il grado di incertezza che l'investitore ha rispetto alle proprie aspettative, che verrà posta uguale a 1, come suggerito da diversi autori come Meucci (2005, 2010¹¹³) e Satchen & Scowfort (2000). Questa tecnica è la più diffusa nella letteratura in quanto permette all'investitore di non incorrere in errori di stima affidando alla costante un valore diverso da 1 derivato da ulteriori modelli di calcolo.

Un altro chiarimento riguardo alla metodologia utilizzata in questa fase, riguarda la matrice varianza-covarianza delle views dell'investitore Ω . Si sceglie anche per questa costruzione di portafoglio, di seguire il metodo Proporzionale alla varianza della Priori per determinare la matrice Ω . Quindi la matrice varianza-covarianza delle views è calcolata come di seguito:

$$\Omega = \text{diag}(P(\tau\Sigma)P^T)$$

Dove:

- Σ è la matrice (n x n) che rappresenta le varianze-covarianze dei titoli;
- τ è la costante che rappresenta il grado di incertezza delle views;
- P è la matrice (k x n) che rappresenta la mappature delle views dell'investitore.

VI.3.2 Scelta dei titoli da inserire in portafoglio

Per la selezione degli *asset* che andranno a comporre il portafoglio azionario tradizionale, la scelta dei strumenti finanziari è stata effettuata andando a ricercare tra

¹¹³ A. Meucci, «The Black-Litterman approach: original model and extensions», *Working Paper*, 2010, ssrn.com/abstract=1117574.

i titoli di società affermate con dei buoni rendimenti e un'ottima capitalizzazione di mercato, per riuscire ad arrivare a profitti maggiori.

La scelta dei titoli del portafoglio ha considerato *asset* di società appartenenti anche in questo caso allo STOXX Europe 600, il quale è composto dalle 600 principali capitalizzazioni di mercato europee, contemporaneamente alla loro presenza all'interno del FTSE Eurotop 100¹¹⁴, l'indice che rappresenta la performance delle 100 società *blue-chip*¹¹⁵ a maggiore capitalizzazione in Europa e facente parte del FTSE European Index Series. Andando a scegliere i titoli guardando come *benchmark* al FTSE Eurotop 100¹¹⁶, si fa ricadere la scelta dell'investitore su titoli di aziende europee anche in questo caso, scegliendo tra le società ad elevata capitalizzazione presenti nell'indice.

Come nel paragrafo 6.2.2, vengono selezionati cinque *asset* che andranno a comporre il portafoglio azionario tradizionale, per la semplicità di calcolo. Quanto alla diversificazione di portafoglio invece, è stata altrettanto mantenuta grazie alla scelta di *asset* appartenenti a cinque settori economici diversi. Di seguito vengono riportati i titoli selezionati con il relativo settore economico di riferimento (tabella 19).

Azione	Ticker	Settore economico
Deutsche Bank	DBK	Bancario
Rolls-Royce Hldgs PLC	RR	Aerospaziale e difesa
Astrazeneca	AZN	Farmaceutica e biotecnologie
Coca-Cola HBC	CCH	Bevande
Glencore PLC	GLEN	Estrazione materie prime

Tabella 19. Azioni componenti il portafoglio tradizionale.

¹¹⁴ «Costituenti del FTSE Eurotop 100», 2024, <https://www.dividendmax.com/market-index-constituents/ftse-eurotop-100>.

¹¹⁵ Ci si riferisce a società ad elevata capitalizzazione inserita nel listino maggiore di una Borsa.

¹¹⁶ FTSE Russell, «FTSE European Index Series», febbraio 2024, <https://www.lseg.com/en/ftse-russell/indices/european>.

I rendimenti storici giornalieri del campione sono riferiti ad un periodo storico di 10 anni¹¹⁷ compreso dal 01/01/2014 al 01/01/2024, con cui si è calcolato il rendimento continuo giornaliero storico di ogni *asset* utilizzando il logaritmo del rapporto tra il prezzo al tempo t+1 e quello al tempo t, come in formula:

$$Rend_{giorn\ continuo} = LN\left(\frac{P_{t+1}}{P_t}\right)$$

Una volta ottenuti tutti i rendimenti giornalieri riferiti ad ogni *asset* si è proseguito con la stima del rendimento medio storico del periodo preso in considerazione, equivalente a 10 anni, utilizzando la media aritmetica dei rendimenti logaritmici ottenuti in precedenza. Nella tabella 20 sono rappresentate le caratteristiche del campione di *asset*, rendimento medio storico, varianza e deviazione standard per il periodo preso in considerazione.

Azione	Rendimento medio storico degli asset	σ_p^2	σ_p
DBK	-0,01%	0,060%	2,449%
RR	0,01%	0,109%	3,309%
AZN	0,06%	0,024%	1,553%
CCH	0,03%	0,030%	1,736%
GLEN	0,06%	0,076%	2,751%
FTSE Eurotop100	0,02%	0,011%	1,040%

Tabella 20. Caratteristiche del campione di riferimento¹¹⁸.

Come si può notare nella tabella 11, l'indice *benchmark* FTSE Eurtotop 100 si caratterizza per un basso rendimento medio dello 0,02%, a favore di una varianza altrettanto bassa che indica una ridotta volatilità sul mercato.

Si nota anche come i titoli AZN e GLEN posseggano i più alti rendimenti storici del campione di riferimento, tuttavia in relazione ad una volatilità tendenzialmente differente, infatti il titolo GLEN presenta una volatilità di 0,06 punti percentuali più alta. Mentre il titolo DBK registra nel periodo storico indicato, un rendimento medio storico negativo, pari a -0,01%, il più basso del campione.

¹¹⁷ I dati storici utilizzati sono stati scaricati da <https://it.investing.com/>

¹¹⁸ Elaborazione dati con MATLAB.

Anche per il seguente campione di titoli è utile calcolare lo *Sharpe Ratio* al fine di valutare l'extra-rendimento rispetto ad un investimento *risk-free*. Viene preso in considerazione anche in questa analisi, il rendimento medio decennale di Bund tedeschi pari a 1,83%¹¹⁹, con il quale è possibile individuare il rendimento medio giornaliero con la seguente formula:

$$Rend_{giorn} = \sqrt[3650]{(1 + Rend_{10Y})} - 1$$

Da notare che nel calcolo, la radice è di ordine 3650 dato che in 10 anni sono presenti 3650 giorni.

Quindi come tasso del titolo *risk-free*, viene considerato un rendimento medio giornaliero pari a 0,0005%, con cui vengono calcolati i rispettivi *Sharpe Ratio* degli *asset* del campione, raffigurati nella tabella 21.

Azioni	Sharpe Ratio
DBK	-0,43%
RR	0,30%
AZN	3,83%
CCH	1,70%
GLEN	2,16%
FTSE Eurotop100	1,88%

Tabella 21. Indice di Sharpe relativo ai titoli nel portafoglio tradizionale.

Si può osservare come il titolo AZN restituisca all'investitore il premio a rischio maggiore, pari a 3,83%, in termini di rendimento atteso per il rischio; mentre DBK quello minore, pari a -0,43%.

VI.3.3 Costruzione del portafoglio

Una volta definito il *benchmark* e l'universo degli *asset*, ed estratti i rendimenti medi, si può procedere alla costruzione del portafoglio con il metodo BL, descritto nel paragrafo 6.2.1. In particolare il processo richiede, a questo punto di specificare le *view* dell'investitore sui titoli nel mercato anche per il portafoglio tradizionale, che andranno a comporre la matrice della mappatura delle *view* $P\mu \sim (Q, \Omega)$. Le *view*,

¹¹⁹ Rendimento decennale di riferimento a febbraio 2024.

come detto in precedenza e come visto nel portafoglio sostenibile nel paragrafo 6.2.3, rappresentano le opinioni soggettive dell'investitore sugli investimenti in merito ai futuri cambiamenti del mercato, espresse come:

$$Q = P\mu + \varepsilon ; \text{dove } \varepsilon \sim N(0, \Omega)$$

$$\Omega = w_1, w_2, \dots, w_v$$

Dove v è il numero totale di visualizzazioni dell'investitore.

Con le v *views* e k *assets*, viene creata la matrice P ($v \times k$), il vettore Q ($v \times 1$) e la matrice delle varianze diagonale Ω ($v \times v$) che rappresenta l'incertezza indipendente nelle *views*¹²⁰. Le opinioni non devono necessariamente essere indipendenti tra loro e la struttura di Ω può essere scelta per tenere conto dei pareri delle incertezze degli investitori sugli investimenti. Più piccola è la w_i in Ω , minore è la varianza nella distribuzione della i -esima *view* e più forte o più certa è la *view* i -esima dell'investitore.

In questo elaborato si considerano, per la composizione di titoli scelta all'interno del portafoglio tradizionale, tre *views*, tra cui due *views* relative, cioè l'investitore ha l'opinione che un titolo performi meglio rispetto ad un altro, e una *view* assoluta, che corrisponde all'opinione dell'investitore che un titolo performi meglio in assoluto su tutti gli altri. Le tre *views* indipendenti prese in considerazione dall'investitore sono:

1. Il titolo AZN riferito al settore di farmaceutica e biotecnologie, secondo l'opinione dell'investitore registrerà una performance maggiore rispetto a tutti gli altri *asset* detenuti nel portafoglio pari al 5% annuo. Questa aspettativa viene realizzata dopo una raccolta di informazioni sul mercato da parte dell'investitore, che vede la società Astrazeneca in grande crescita nell'ultimo periodo, con una capitalizzazione sul mercato pari a 150,62B¹²¹. Per la *view* espressa viene considerata un'incertezza pari a 0,001, questa a causa dell'elevata incertezza data dalla visione debole della *view* assoluta.
2. Il titolo CCH registrerà una performance migliore rispetto al titolo DBK pari al 3% annuo. Questa visione è dovuta al fatto che l'azienda Coca-Cola

¹²⁰ HE e LITTERMAN, «The Intuition Behind Black-Litterman Model Portfolios».

¹²¹ I dati di mercato sono visibili su <https://it.investing.com/>

ha raggiunto molti traguardi negli anni, diventando una società leader del settore alimentare per le bevande, presentando un ottimo rendimento storico e una volatilità molto inferiore a quella della società Deutsche Bank nel settore bancario. Queste informazioni fanno sì che l'investitore abbia una visione più ottimistica per il titolo CCH. In questo caso l'incertezza considerata è pari a 0,00001, in quanto si tratta di una view relativa su due titoli e quindi possiede una visione più forte e meno incerta.

3. Il titolo GLEN registrerà una performance migliore rispetto al titolo RR pari al 1%. Questa aspettativa dell'investitore viene realizzata guardando ai dati dei due titoli, in quanto il titolo GLEN appartenente alla società di estrazione e commercio di materie prime e minerarie Glencore PLC, presenta un rendimento maggiore a favore di una volatilità minore rispetto a quelle presentate dal titolo RR, inoltre guardando anche al rendimento per il rischio delle due società, la Glencore PLC mostra uno *Sharpe Ratio* maggiore rispetto al titolo della società Rolls-Royce Hldngs PLC. Anche in questo caso si tratta di una view relativa, quindi considerata come una visione più forte con un'incertezza pari a 0,00001.

A seguito delle tre views si possono visualizzare nella tabella 22 la matrice P ($v \times k$), il vettore Q ($v \times 1$) con il tasso di incertezza della view Ω .

DBK	RR	AZN	CCH	GLEN	TOTALE	Rendim. view (Q)	Incertezza view (Ω)
0	0	1	0	0	1	5%	0,001
-1	0	0	1	0	0	3%	0,00001
0	-1	0	0	1	0	1%	0,00001

Tabella 22. Variabili relative alle views del portafoglio tradizionale.

Successivamente sono state convertite le views sui rendimenti annuali, poiché i rendimenti del campione di *asset* sono rendimenti giornalieri quindi è stato necessario portare anche le views per avere dei riferimenti su rendimenti giornalieri.

$$Q_{giorn} = Q_{annuo} \times \left(\frac{1}{252} \right)$$

$$\Omega_{giorn} = \Omega_{annuo} \times \left(\frac{1}{252} \right)$$

Il modello BL presuppone a questo punto il calcolo di uno dei dati che andrà a completare l'output del modello, vale a dire $\tau\Sigma$. La struttura di questo elemento è proporzionale alla covarianza Σ , pertanto quando più τ è un costante piccola, tanto più indica una maggiore fiducia nella credenza precedente dei rendimenti μ .

Come indicato all'inizio del paragrafo 6.3.1, il valore della costante τ rappresentante sempre il grado di incertezza che l'investitore ha rispetto alle proprie aspettative, è posto uguale a 1 come specificato da gran parte della letteratura.

Per quanto riguarda il rendimento di equilibrio del mercato identificato dall'elemento π , esso è una variabile dei rendimenti del modello BL, dove in assenza di punti di vista, i rendimenti di equilibrio π sono probabilmente uguali ai rendimenti impliciti della detenzione di portafoglio di equilibrio. In pratica come evidenziato nel paragrafo 6.2.3, la quota di portafoglio di equilibrio applicabile può essere qualsiasi portafoglio ottimale che il soggetto investitore utilizzerebbe in assenza di ulteriori punti di vista sul mercato, come il valore di riferimento del portafoglio, un indice o persino il portafoglio attuale. Nell'esempio in questo elaborato si utilizza la regressione lineare per trovare un portafoglio di mercato che replica i rendimenti del *benchmark* FTSE Eurotop 100, quindi è utilizzato il portafoglio di mercato come portafoglio di equilibrio e i rendimenti di equilibrio sono impliciti dal portafoglio di mercato. Verranno poi utilizzati i rendimenti storici degli *asset* e i rendimenti di riferimento come input e output del portafoglio di mercato e dei corrispondenti rendimenti impliciti.

Il rendimento implicito è calcolato mediante ottimizzazione inversa, in questo caso per effettuare il calcolo il tasso privo di rischio è considerato pari a zero. La formulazione generale di un'ottimizzazione del portafoglio è data dal seguente problema di ottimizzazione di Markowitz:

$$\operatorname{argmax}_w w^T \mu - \frac{\delta}{2} w^T \Sigma w$$

Dove:

- w è un vettore con n elementi rappresentanti i pesi delle attività;

- μ è un vettore con n elementi rappresentante i rendimenti attesi delle attività;
- Σ è la matrice di covarianza (n x n) rappresentante i rendimenti delle attività;
- δ è un parametro di avversione al rischio positivo.

Dato δ , in assenza di vincoli una soluzione al problema è $w = \frac{1}{\delta} \Sigma^{-1} \mu$. Pertanto con un portafoglio di mercato, il rendimento implicito atteso è uguale a:

$$\pi = \delta \Sigma w_{mkt}$$

Quindi per calcolare il rendimento implicito atteso π , è necessario trovare:

- Σ come matrice delle covarianze dai rendimenti storici degli *assets*;
- Il portafoglio di mercato, trovato regredendo contro il *benchmark* FTSE Eurotop 100. I vincoli imposti sono pienamente investiti e solamente a lungo $\sum_{i=1}^n w_i = 1, 0 \leq w_i, \forall i \in \{1, \dots, n\}$;
- il parametro di avversione al rischio calcolato come $\delta = \frac{\text{Sharpe Ratio}}{\sigma_M}$.

Qui si presume che il *benchmark* massimizzi il rapporto dello Sharpe Ratio e il valore corrispondente viene utilizzato come Sharpe Ratio di mercato. Il valore σ_M rappresenta la deviazione standard del mercato.

Azione	Pesi di mercato
DBK	19,8%
RR	2,2%
AZN	42,6%
CCH	29,0%
GLEN	6,4%

Tabella 23. Pesi di mercato (w) assegnati a ogni titolo in base alle views¹²².

¹²² Per calcolare i pesi è stato usato MATLAB.

	DBK	RR	AZN	CCH	GLEN
DBK	0,0615%	-0,0015%	-0,0002%	-0,0005%	0,0005%
RR	-0,0015%	0,2414%	0,0033%	0,0175%	0,0269%
AZN	-0,0002%	0,0033%	0,0244%	0,0067%	0,0060%
CCH	-0,0005%	0,0175%	0,0067%	0,0306%	0,0134%
GLEN	0,0005%	0,0269%	0,0060%	0,0134%	0,0795%

Tabella 24. Matrice delle covarianza dei rendimenti storici degli assets (Σ).

Adesso è possibile calcolare il rendimento implicito atteso π , con la supposizione che il portafoglio di mercato massimizzi lo Sharpe Ratio, il rendimento implicito viene calcolato come $\pi = \delta \Sigma W^{123}$.

A questo punto è possibile ricavare gli output dl modello BL¹²⁴, vale a dire il rendimento medio stimato (μ_{BL}) e la covarianza del modello (Σ_{BL}) come mostrato nelle tabelle 25 e 26, utilizzando i dati calcolati precedentemente in questo paragrafo P, Q, Ω , π e $\tau \Sigma$.

$$\mu_{BL} = [P^T \Omega^{-1} P + (\tau \Sigma)^{-1}]^{-1} [P^T \Omega^{-1} Q + (\tau \Sigma)^{-1} \pi]$$

$$\Sigma_{BL} = [P^T \Omega^{-1} P + (\tau \Sigma)^{-1}]^{-1}$$

Azione	μ_{BL}
DBK	-0,0119%
RR	-0,0050%
AZN	0,0194%
CCH	0,00003%
GLEN	-0,0010%

Tabella 25. Rendimenti attesi con il modello BL.

¹²³ Per l'elaborazione dei dati è stato usato MATLAB.

¹²⁴ Per il calcolo degli output del modello BL è stato usato MATLAB.

	DBK	RR	AZN	CCH	GLEN
DBK	0,0194%	0,0087%	0,0001%	0,0194%	0,0087%
RR	0,0087%	0,0662%	0,0001%	0,0087%	0,0662%
AZN	0,0001	0,0001%	0,0004%	0,0001%	0,0001%
CCH	0,0194%	0,0087%	0,0001%	0,0194%	0,0087%
GLEN	0,0087%	0,0662%	0,0001%	0,0087%	0,0662%

Tabella 26. Matrice varianza-covarianza del modello BL.

VI.3.4 *Analisi risultati*

Una volta ottenuti i due dati di output del modello si può ottenere il rendimento atteso dal modello BL unito con la visione precedente del rendimento atteso implicito π , e si può evincere che il ritorno atteso del modello BL è in effetti una miscela di opinioni precedenti e opinioni degli investitori. Come mostrato nella tabella seguente (tabella 27) raffigurante i rendimenti miscelati del modello BL.

Le aspettative precedenti presupponevano rendimenti simili per RR, AZN e CCH, ma nel rendimento atteso misto del modello BL, AZN ha un rendimento superiore a RR e CCH di oltre il 4%. Mentre il titolo CCH ha un rendimento atteso miscelato del modello BL superiore di quasi il 3% rispetto al titolo DBK. Questa differenza è data dal fatto che l'investitore possiede una view assoluta sul titolo AZN e una view relativa a favore del titolo CCH nei confronti del titolo DBK.

Azione	Aspettativa precedente dei rendimenti attesi	Rendimenti attesi miscelati modello BL
DBK	-2,15%	-2,991%
RR	-2,38%	-1,264%
AZN	-2,30%	4,885%
CCH	-2,31%	0,009%
GLEN	-2,20%	-0,264%

Tabella 27. Rendimenti del modello BL miscelati alle opinioni dell'investitore¹²⁵.

¹²⁵ Per il calcolo è stato usato MATLAB.

Quando vengono utilizzati i valori per il rendimento delle attività miscelate e la covarianza del modello Black-Litterman in un'ottimizzazione della varianza media, le allocazioni ottimali riflettono direttamente le opinioni dell'analista di investimento, ottenendo un'allocazione dal modello Black-Litterman più diversificata, come successo per il portafoglio campione contenente *asset* sostenibili. Inoltre, i pesi tra le attività nel modello Black-Litterman concordano con le opinioni dell'investitore. Come ad esempio nel campione di portafoglio azionario tradizionale analizzato, si ha una forte convinzione che il titolo AZN abbiamo in assoluto un rendimento maggiore e supererà gli altri titoli.

Capitolo VII

RENDIMENTO DEI DUE PORTAFOGLI AZIONARI

In questo capitolo conclusivo si procede con il confronto dei rendimenti ottenuti nelle analisi del capitolo precedente, che precederanno le conclusioni dell'elaborato.

Verranno confrontati prima i rendimenti ottenuti per il portafoglio composto da *assets* ritenuti sostenibili dall'investitore, basandosi sulla media dei rendimenti logaritmici dei dati storici considerati, che fanno riferimento a un periodo di 10 anni, con i rendimenti attesi miscelati del portafoglio sostenibile ottenuti tramite il modello BL, considerando le views dell'investitore per la scelta dei pesi da assegnare agli *assets*. Successivamente verrà effettuata la stessa analisi, confrontando i rendimenti del portafoglio azionario tradizionale ottenuti dalla media dei rendimenti logaritmici dei dati storici, sempre facendo riferimento a un periodo di 10 anni, con i rendimenti attesi miscelati ottenuti tramite il modello BL, cioè miscelando le views dell'investitore; anche qui i pesi degli *assets* per il calcolo dei rendimenti attesi BL sono stati calcolati considerando le views dell'investitore.

Infine, saranno confrontati i rendimenti attesi dei due portafogli ottenuti utilizzando il modello Black-Litterman, facendo delle considerazioni sui risultati e sul modello stesso.

VII.1 Confronto tra portafogli azionari sostenibili e portafogli azionari tradizionali

È possibile confrontare i rendimenti del portafoglio con *assets* sostenibili, ottenuti con l'utilizzo del modello Black-Litterman con i risultati ottenuti in precedenza, vale

a dire i rendimenti storici dei titoli¹²⁶, come mostrato nella tabella seguente (tabella 28).

Portafoglio	Rendimenti attesi ($E[R]$)
Portafoglio sostenibile considerando la media dei dati storici	0,044%
Portafoglio sostenibile con il metodo Black-Litterman	-0,116%

Tabella 28. Confronto dei rendimenti attesi calcolati con il metodo BL e con la media dei rendimenti storici logaritmici¹²⁷.

Confrontando i risultati ottenuti si possono notare delle differenze significative tra i due rendimenti attesi. In particolare come visto anche tra i rendimenti attesi miscelati, osservati nel paragrafo 6.2.4, il modello BL prevede, in base alle opinioni dell'investitore, dei rendimenti attesi negativi (come si nota per il titolo HSBA e ROG) in confronto ai rendimenti attesi dati dalle medie storiche dei titoli. Tuttavia si può notare che il valore dei rendimenti attesi miscelati di portafoglio del modello BL si avvicina molto ai rendimenti di portafoglio dati dalle medie storiche, con uno scarto dello 0,16%.

Vengono adesso confrontati i rendimenti attesi dei portafogli azionari tradizionali ottenuti considerando la media dei rendimenti logaritmici dei dati storici¹²⁸ e tramite l'utilizzo del modello BL, cioè considerando le views dell'investitore. I risultati sono presentati nella tabella 29 sottostante.

¹²⁶ Per ottenere i rendimenti attesi di portafoglio dati dalla media dei dati storici, sono stati assegnati ai titoli i pesi in base alla loro capitalizzazione di mercato.

¹²⁷ Per l'elaborazione dati è stato usato MATLAB.

¹²⁸ Per ottenere i rendimenti attesi di portafoglio dati dalla media dei dati storici, sono stati assegnati ai titoli i pesi in base alla loro capitalizzazione di mercato.

Portafoglio	Rendimenti attesi ($E[R]$)
Portafoglio tradizionale considerando la media dei dati storici	0,047%
Portafoglio tradizionale con il metodo Black-Litterman	1,447%

Tabella 29. Confronto dei rendimenti attesi calcolati con il metodo BL e con la media dei rendimenti storici logaritmici¹²⁹.

Anche in questo caso, confrontando i rendimenti dei due portafogli ottenuti si possono notare delle sostanziali differenze. Come visto già tra i rendimenti attesi miscelati, osservati nel paragrafo 6.3.4, il modello BL prevede, in base alle opinioni dell'investitore, dei rendimenti attesi per la maggior parte dei titoli, negativi (come osservato nella tabella 27 per DBK, RR e GLEN), in confronto ai rendimenti attesi dati dalle medie storiche dei titoli. Nonostante ciò in questa seconda analisi, il valore dei rendimenti attesi miscelati di portafoglio del modello BL si discosta di più dai rendimenti di portafoglio dati dalle medie storiche, arrivando a sovraperformarli di un valore pari a 1,4%.

Adesso si mettono a paragone i due campioni di portafoglio oggetto di analisi dell'elaborato, creati seguendo lo stesso procedimento del metodo Black-Litterman, mostrando le performance dei rendimenti attesi miscelati, sempre considerando che in questi i pesi dei titoli sono stati ricavati applicando le opinioni dell'investitore sul mercato, come consentito dalla peculiarità principale del modello (tabella 30).

Portafoglio	Rendimenti attesi miscelati del modello BL
Portafoglio sostenibile con il metodo BL	-0,116%
Portafoglio tradizionale con il metodo BL	1,447%

Tabella 30. Confronto dei rendimenti attesi miscelati con il metodo BL sui due portafogli analizzati¹³⁰.

¹²⁹ Per l'elaborazione dei dati è stato usato MATLAB.

¹³⁰ Per l'elaborazione dei dati è stato usato MATLAB.

Confrontando i rendimenti ottenuti applicando lo stesso modello ai due campioni di portafoglio con temi ed obiettivi differenti, possiamo osservare come con il modello BL si stimi un rendimento atteso maggiore per il campione di portafoglio azionario tradizionale pari a 1,447%, miscelando le aspettative di mercato dell'investitore per gestire i pesi dei due portafogli.

Il modello Black-Litterman che è stato analizzato per eseguire questa analisi risulta estremamente favorevole per quanto riguarda l'applicazione pratica, laddove l'investitore abbia interessi e opinioni riguardo ad una specifica tematica di investimento, questo nonostante il risultato delle analisi dei due campioni di portafoglio, dove gli *assets* che li componevano sono risultati per la maggior parte con un rendimento negativo.

Questo approccio si distingue dagli altri per l'utilizzo di un *benchmark* di riferimento, limitando di conseguenza l'esposizione al rischio che riguarda l'analisi di scenario, dunque una tecnica di valutazione che viene utilizzata per identificare e misurare la probabilità che eventi di rischio operativo si verifichino, per stimare l'impatto di perdite operative possibili e per valutare l'accuratezza della visione dell'investitore. Tuttavia, questo scenario si verifica nel caso in cui l'investitore considerato non abbia formulato delle *views*, con un grado di incertezza minore, o presenti un'avversione al rischio elevata.

In conclusione si considera anche il fatto che gestire nel lungo periodo un portafoglio di investimenti utilizzando come approccio quello descritto precedentemente, cioè basato sulle aspettative dell'investitore stesso, non è una soluzione ottimale. Questo poiché piano a piano che l'orizzonte di investimento aumenta, la probabilità che le opinioni dell'investitore si verifichino sarà sempre minore, esponendolo a un livello di rischio più elevato.

CONCLUSIONI

Nel corso di questo elaborato sono stati approfonditi i punti chiave dei criteri ESG e degli indici SRI, con particolare riguardo al concetto di sostenibilità applicata al settore finanziario ed evidenziando il panorama relativo all'allocazione delle risorse in investimenti etici. All'interno del secondo capitolo, è stato chiarito il quadro storico di riferimento della finanza verde, ponendo all'attenzione alcuni tra i più importanti documenti previsti dalla letteratura, in materia di sostenibilità. Sono state inoltre specificate e discusse le fasi riguardanti il percorso, nazionale, sovranazionale e globale, che ha portato ad una visione più o meno omogenea della sostenibilità in finanza.

Il terzo capitolo è stato dedicato all'analisi delle politiche di investimento che un soggetto operante nei mercati finanziari può applicare, al fine creare un portafoglio investimenti orientato ad investire in determinate classi di strumenti finanziari, secondo i principi e i valori del soggetto investitore. Le strategie elencate rappresentano i meccanismi più comuni per un investitore per allocare le risorse in modo responsabile.

Nel quarto capitolo si discusso degli impatti della finanza sostenibile nel mercato degli ETF, dunque del loro funzionamento e di tutte le caratteristiche fondamentali che permettono ad un ETF di replicare un indice. Come è stato evidenziato all'interno del capitolo, questa categoria comprende dei specifici fondi che risultano particolarmente utili nel caso in cui un soggetto voglia allocare risorse in una specifica tematica, in quanto permettano di seguire degli indici focalizzati esclusivamente su alcuni argomenti, rendendo l'investimento di facile gestione.

Il quinto capitolo ha trattato il mondo delle agenzie di rating, dando particolare rilievo ai rating ESG e alla loro costruzione. Si è notato che anche tra le agenzie di rating più famose a livello globale, che svolgono le loro analisi di valutazione sulla maggioranza delle società di grandi dimensioni di diversi settori economici, il rating

adottato è tendenzialmente differente. Difatti i *provider* di rating seguono per lo più metodi di costruzione del rating non omologati, pensando che questo derivi dal fatto che il mondo della responsabilità sostenibile in ambito finanziario sia un mondo relativamente nuovo, quindi in piena evoluzione. Riferendosi ai meccanismi di rating ESG, per questi esiste ancora ampio margine di miglioramento sia per quanto riguarda le metodologie di rating utilizzate, sia per alzare gli standard di qualità dei criteri impiegati, oltre a una maggiore trasparenza verso società e investitori, in modo da conquistare maggiore fiducia e credibilità agli occhi di chi utilizza o riceve queste particolari forme di rating.

Per quanto riguarda l'analisi pratica svolta sui campioni di portafoglio nel sesto capitolo e il confronto di questi nel settimo, la metodologia Black-Litterman è risultata fondamentale per questo tipo di analisi, racchiudendo in pieno lo scopo di questo elaborato, grazie alla sua considerazione delle opinioni che i soggetti investitori hanno dei titoli sul mercato. Questo modello rappresenta un valore aggiunto disponibile per gli operatori finanziari altamente informati e si rivela un valido strumento di allocazione degli *assets* per coloro che si basano sulle aspettative di mercato, pur mantenendo l'opportunità di esprimere le proprie opinioni. L'obiettivo principale dei due omonimi autori del modello Black-Litterman, si discosta da quello usato nel metodo di ottimizzazione di Markowitz che consiste nel trovare i pesi ottimi per il portafoglio di investimento, ma piuttosto si concentra nel trovare il rendimento atteso miscelato alle aspettative che verrà impiegato come input per stimare i pesi ottimali del portafoglio. Questo approccio utilizzato dal metodo è definito come tecnica di ottimizzazione inversa di portafoglio poiché l'idea su cui si basa è quella che i pesi ottimali siano già osservati nel mercato e siano riflessi nel portafoglio di mercato¹³¹.

In conclusione, nell'analisi dei risultati svolta nel settimo capitolo si evince che la scelta di un portafoglio basato solamente su investimenti orientati totalmente alla responsabilità sostenibile non è ottimale in un ottica di massimizzazione del guadagno, come osservato nel confronto dei rendimenti attesi miscelati del modello

¹³¹ Zvi BODIE, Alex KANE, e Alan J. MARCUS, *Investments*, Twelfth, International Student edition (New York: New York, N.Y. : McGraw-Hill Education, 2021).

BL nel campione dei due portafoglio azionari, nella tabella 30, riscontrando dei rendimenti leggermente maggiori per il portafoglio azionario tradizionale. Questa analisi guarda comunque ad un campione diversificato ma poco numeroso, dove le aspettative dell'investitore hanno giocato un ruolo fondamentale per il calcolo dei pesi e dei rendimenti del portafoglio. Si pensa che con una maggiore diversificazione e molte più aspettative riguardanti informazioni raccolte operando nei mercati finanziari, si sarebbero trovati risultati più simili in termini di rendimento tra investimento sostenibile e tradizionale.

A seguito di questa analisi anche se non sono state riscontrate sostanziali differenze tra investimenti tradizionali e investimenti sostenibili, va comunque ricordato che anche a parità di performance investire in un prodotto ESG che segue gli indici di sostenibilità, ha un effetto benefico verso il pianeta e verso la comunità, spostando i capitali verso società più socialmente responsabili, così che si possano comprendere le problematiche riguardanti il pianeta anche all'interno di un settore che usualmente guarda solo all'aspetto quantitativo.

BIBLIOGRAFIA

1. Bibliografia ulteriore

- AitElMekki, Ouassil. «Is Socially Responsible Investment Outperforming Conventional Investment or Not? A Meta—Analysis». *American Journal of Industrial and Business Management* 10, fasc. 11 (23 novembre 2020): 1760–84. <https://doi.org/10.4236/ajibm.2020.1011110>.
- Banca d'Italia. «Banca d'Italia - Carta degli investimenti sostenibili». Banca d'Italia, 2023. <https://www.bancaditalia.it/compiti/riserve-portafoglio-rischi/cis/https%3A%2F%2Fwww.bancaditalia.it%2Fcompiti%2Friserve-portafoglio-rischi%2Fcis%2Findex.html%3Fcom.dotmarketing.htmlpage.language%3D102>.
- Becchetti, Leonardo, e Luigi Fucito. *La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche*. Università degli Studi di Roma "Tor Vergata", 1999. <https://www.academia.edu/download/30332329/02becche.pdf>.
- Black, Fischer, e Robert Litterman. «Global Portfolio Optimization». *Financial Analysts Journal* 48, fasc. 5 (settembre 1992): 28–43. <https://doi.org/10.2469/faj.v48.n5.28>.
- BlackRock. «Cosa sono gli ETF e funzionamento», s.d. <https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/etf-e-indicizzazione/risparmiare-con-gli-etf/educazione-finanziaria-etf>.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, e Alan J. Marcus. *Investments*. Twelfth, International Student edition. New York: New York, N.Y. : McGraw-Hill Education, 2021.
- Borsa Italiana. «Le aziende al mondo più esposte a rischi socio-ambientali, Rapporto RepRisk 2015». Borsa Italiana, 2016. <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/forum/rischi-esg.htm>.
- Borsa Italiana. «Cosa sono i Green Bond», s.d. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>.

- Capital Group. «ESG Global Study», 2023.
<https://www.capitalgroup.com/eacg/esg/it/esg/capital-group-esg-global-study-2023.html>.
- Cavallito, Matteo, Emanuele Isonio, Mauro Meggiolaro, e Andrea Baranes. «La finanza etica e sostenibile in Europa». *Primo rapporto*, 2017, 59 pp.
- Consiglio Europeo. «Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici», 29 novembre 2023. <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>.
- Consiglio Europeo. «COP 28 - Vertice mondiale sull'azione per il clima, Dubai, Emirati arabi uniti, 1 e 2 dicembre 2023», 1 dicembre 2023.
<https://www.consilium.europa.eu/it/meetings/international-summit/2023/12/01-02/>.
- Consiglio Europeo. «Green Deal europeo», 10 novembre 2023.
<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/green-deal/>.
- COP28 UAE e United Nations Climate Change. «COP28 World Climate Action Summit – Presidency Summary», 2023. <https://www.cop28.com/en/wcas>.
- Dal Maso, Davide, e Giorgio Fiorentini. *Creare valore a lungo termine: Conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile*. EGEA spa, 2013.
- Derwall, Jeroen, Kees Koedijk, e Jenke Ter Horst. «A Tale of Values-Driven and Profit-Seeking Social Investors». *Journal of Banking & Finance* 35, fasc. 8 (agosto 2011): 2137–47. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.009>.
- Dividendmax. «Costituenti del FTSE Eurotop 100», 2024.
<https://www.dividendmax.com/market-index-constituents/ftse-eurotop-100>.
- Enel. «Bilancio di Sostenibilità 2022», 2022.
<https://www.enel.com/it/investitori/sostenibilita>.
- Epstein, Marc J., e Karen E. Schnietz. «MEASURING THE COST OF ENVIRONMENTAL AND LABOR PROTESTS TO GLOBALIZATION: An Event Study of the Failed 1999 Seattle WTO Talks». *The International Trade Journal* 16, fasc. 2 (maggio 2002): 129–60.
<https://doi.org/10.1080/08853900252901396>.

- ESMA. «Uso Dell'intelligenza Artificiale Nei Mercati Europei Delle Securities», 1 febbraio 2023.
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-164-6247-AI_in_securities_markets.pdf.
- EUROSIF. «Corporate Sustainability Reporting Directive». *EUROSIF*, s.d.
<https://www.eurosif.org/policies/sustainable-reporting/>.
- EUROSIF. «Eurosif 2018 SRI Study», 2018. <https://www.eurosif.org/news/eurosif-2018-sri-study-is-out/>.
- EUROSIF. «Eurosif Report Climate - May 2023». EURO SIF, maggio 2023.
<https://www.eurosif.org/news/eurosif-report-may-2023/>.
- EUROSIF. «Responsible Investment Strategies». EURO SIF, 2021.
<https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/>.
- Forum per la Finanza Sostenibile. «Engagement: creare valore con dialogo e azionariato attivo». Borsa Italiana, 2018. <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/forum/engagement.htm>.
- Forum per la Finanza Sostenibile, ANASF, e BVA Doxa. «Risparmiatori italiani, investimenti sostenibili e settore agroalimentare - Finanza sostenibile», 2023.
<https://finanzasostenibile.it/attivita/gli-investimenti-sostenibili-dei-risparmiatori-italiani-focus-sul-settore-agroalimentare/>.
- FTSE Russell. «FTSE European Index Series», febbraio 2024.
<https://www.lseg.com/en/ftse-russell/indices/european>.
- FTSE Russell. «FTSE4Good Index Series», 25 gennaio 2024.
<https://www.lseg.com/en/ftse-russell/indices/ftse4good>.
- Hale, Jon. «Il Morningstar Sustainability Rating». Morningstar IT, 2016.
<https://www.morningstar.it/it/news/148095/il-morningstar-sustainability-rating.aspx>.
- He, Guangliang, e Robert Litterman. «The Intuition Behind Black-Litterman Model Portfolios». *SSRN Electronic Journal*, 2002, 20 pp.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.334304>.

- Hockerts, Kai, e Lance Moir. «Communicating Corporate Responsibility to Investors: The Changing Role of The Investor Relations Function». *Journal of Business Ethics* 52, fasc. 1 (giugno 2004): 85–98. <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000033109.35980.16>.
- Ibikunle, Gbenga, e Tom Steffen. «European Green Mutual Fund Performance: A Comparative Analysis with Their Conventional and Black Peers». *Journal of Business Ethics* 145, fasc. 2 (ottobre 2017): 337–55. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2850-7>.
- Idzorek, Thomas. «2 - A step-by-step guide to the Black-Litterman model: Incorporating user-specified confidence levels». In *Forecasting Expected Returns in the Financial Markets*, a cura di Stephen Satchell, 17–38. Oxford: Academic Press, 2007. <https://doi.org/10.1016/B978-075068321-0.50003-0>.
- Il Sole 24 ORE*. «Caso Dieselgate, cinque anni dopo». 18 settembre 2020, sez. Motori. <https://www.ilsole24ore.com/art/dieselgate-cinque-anni-dopo-storia-scandalo-volkswagen-che-ha-fatto-tremare-mondo-dell-auto-ADVA1Bq>.
- International Labour Organization. «ILO Declaration on Fundamental Principles and Rights at Work», s.d. <https://www.ilo.org/declaration/lang--en/index.htm>.
- Istat. «Rapporto SDGs 2023. Informazioni statistiche per l'Agenda 2030 in Italia», 25 ottobre 2023. <https://www.istat.it/it/archivio/285778>.
- Meucci, A. «The Black-Litterman approach: original model and extensions». *Working Paper*, 2010. ssrn.com/abstract=1117574.
- Modefinance. «Fintech Credit Rating», s.d. <https://www.modefinance.com/it/soluzioni/agenzia-di-rating>.
- Morningstar. «Il Morningstar Sustainability Rating 3.0». Morningstar IT, 2021. <https://www.morningstar.it/it/news/217626/il-morningstar-sustainability-rating-30.aspx>.
- MSCI. «ESG Investing: ESG Ratings», s.d. <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>.
- MSCI. «ESG Ratings Methodology», dicembre 2023. <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>.

- MSCI. «ESG Ratings: MSCI ESG Ratings Key Issue Framework», s.d.
<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings/esg-ratings-key-issue-framework>.
- MSCI. «MSCI Index ESG Metrics Calculation Methodology», 2023.
- Pastor, Lubos, Robert F. Stambaugh, e Lucian A. Taylor. «Green Tilts». Working Paper. Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, giugno 2023. <https://doi.org/10.3386/w31320>.
- Pedersen, Lasse Heje, Shaun Fitzgibbons, e Lukasz Pomorski. «Responsible investing: The ESG-efficient frontier». *Journal of Financial Economics*, 1 novembre 2021, sez. Volume 142, numero 2.
- Principles for Responsible Investment. «How ESG engagement creates value for investors and companies», 2018.
- Riedl, Arno, e Paul Smeets. «Social preferences and portfolio choice», 2017.
- Ritter, G., e P.N. Kolm. «On the Bayesian Interpretation of Black-Litterman». *European Journal of Operational Research* Vol. 258, Number 2 (2017): 564–72.
- S&P. «Corporate Sustainability Assessment | S&P Global». S&P Global, 2023.
<https://www.spglobal.com/esg/csa/>.
- S&P Global. «Rating del credito | Valutazioni globali di S&P». S&P Global, s.d.
<https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings>.
- S&P Global. «S&P Global Score», 2023.
<https://www.spglobal.com/esg/scores/results>.
- S&P Global. «Valutazioni globali di S&P - principi ambientali, sociali e di governance nei rating del credito». S&P Global, s.d.
<https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/12085396>.
- U. N. Environment. «UNEP - UN Environment Programme». UNEP - UN Environment Programme, s.d. <http://www.unep.org/node>.

UN Department of Economic and Social Affairs. «Division for Sustainable Development: Agenda 21». United Nations, s.d.
https://www.un.org/esa/dsd/agenda21/res_agenda21_00.shtml.

UN Global Compact Network Italia. «Agenda 2030», s.d.
<https://www.globalcompactnetwork.org/it/il-global-compact-ita/sdgs/agenda-2030.html>.

UN Global Compact Network Italia. «United Nations Global Compact», s.d.
<https://www.globalcompactnetwork.org/it/il-global-compact-ita/global-compact/introduzione.html>.

United Nations. «Convention against Corruption». United Nations : Office on Drugs and Crime, s.d. [//www.unodc.org/unodc/en/treaties/CAC/index.html](http://www.unodc.org/unodc/en/treaties/CAC/index.html).

United Nations. «Universal Declaration of Human Rights». United Nations, s.d.
<https://www.un.org/en/about-us/universal-declaration-of-human-rights>.

United Nations. United Nations Global Compact, s.d. <https://unglobalcompact.org/>. 3 dicembre 2023. https://commission.europa.eu/index_it.

2. Sitografia

<https://doi.org/10.4236/ajibm.2020.1011110>.

<https://www.bancaditalia.it/compiti/riserve-portafoglio-rischi/cis/https%3A%2F%2Fwww.bancaditalia.it%2Fcompiti%2Friserve-portafoglio-rischi%2Fcis%2Findex.html%3Fcom.dotmarketing.htmlpage.language%3D102>.

<https://www.academia.edu/download/30332329/02becche.pdf>.

<https://doi.org/10.2469/faj.v48.n5.28>.

<https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/etf-e-indicizzazione/risparmiare-con-gli-etf/educazione-finanziaria-etf>.

<https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/forum/rischi-esg.htm>.

<https://www.capitalgroup.com/eacg/esg/it/esg/capital-group-esg-global-study-2023.html>.

<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>.

<https://www.consilium.europa.eu/it/meetings/international-summit/2023/12/01-02/>.

<https://www.consilium.europa.eu/it/meetings/international-summit/2023/12/01-02/>.

<https://www.cop28.com/en/wcas>.

<https://www.dividendmax.com/market-index-constituents/ftse-eurotop-100>.

<https://www.enel.com/it/investitori/sostenibilita>

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-164-6247-AI_in_securities_markets.pdf.

<https://www.eurosif.org/news/eurosif-2018-sri-study-is-out/>.

<https://finanzasostenibile.it/attivita/gli-investimenti-sostenibili-dei-risparmiatori-italiani-focus-sul-settore-agroalimentare/>.

<https://www.lseg.com/en/ftse-russell/indices/european>.

<https://www.morningstar.it/it/news/148095/il-morningstar-sustainability-rating.aspx>.

<https://www.ilsole24ore.com/art/dieseltgate-cinque-anni-dopo-storia-scandalo-volkswagen-che-ha-fatto-tremare-mondo-dell-auto-ADVAIBq>.

<https://www.ilo.org/declaration/lang--en/index.htm>.

<https://www.istat.it/it/archivio/285778>.

<https://www.morningstar.it/it/news/217626/il-morningstar-sustainability-rating-30.aspx>.

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

<https://www.spglobal.com/esg/csa/>.

<https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings>.

<https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/12085396>.

<http://www.unep.org/node>.

https://www.un.org/esa/dsd/agenda21/res_agenda21_00.shtml.

<https://www.globalcompactnetwork.org/it/il-global-compact-ita/sdgs/agenda-2030.html>.

<https://www.unodc.org/unodc/en/treaties/CAC/index.html>.

<https://www.un.org/en/about-us/universal-declaration-of-human-rights>.

https://commission.europa.eu/index_it.