

LUISS



Dipartimento

di Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Finanza sostenibile e fondi ESG

Relatore

Prof. Gianluca Mattarocci

Candidato

Lorenzo Iriti

Matr. 261181

ANNO ACCADEMICO 2022/2023

Ringrazio il Prof. Mattarocci, mio relatore e guida, per la grande disponibilità e per i preziosi suggerimenti.

Desidero esprimere la mia sincera gratitudine ai miei genitori, Angela e Nicola, per avermi supportato durante questi tre anni, li ammiro ogni giorno.

Alla mia fidanzata, Giulia, per essere stata sempre al mio fianco e per tutto il tempo che mi ha dedicato.

Ai miei zii, Francesca e Tonino, per avermi incoraggiato a raggiungere questo traguardo.

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1	6
GLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI	6
1.1 Introduzione	6
1.2 La definizione di finanza sostenibile.....	6
1.3 Principi e strategie degli investimenti sostenibili.....	14
1.4 Conclusioni.....	18
CAPITOLO 2	19
L'EVOLUZIONE DELLE STRATEGIE DI INVESTIMENTO SRI E I RATING ESG	19
2.1 Introduzione	19
2.2 Le strategie SRI.....	20
2.3 Il concetto di Rating ESG.....	26
2.4 Conclusioni.....	36
CAPITOLO 3	37
L'INCLUSIONE DEGLI INVESTIMENTI ESG IN UN PORTAFOGLIO DIVERSIFICATO	37
3.1 Introduzione	37
3.2 Il modello di media-varianza-ESG	38
3.3 Caso studio: un portafoglio a rischio moderato	48
3.4 Conclusioni.....	53
CONCLUSIONI	55
BIBLIOGRAFIA	57
SITOGRAFIA	60

INTRODUZIONE

La finanza sostenibile ha origine dalla necessità di affrontare le incertezze e le complessità emerse in seguito alle grandi crisi economiche.

L'introduzione del concetto di sostenibilità nei mercati finanziari, in particolare attraverso la finanza sostenibile nel settore finanziario, è stata una risposta a questo bisogno di cambiamento, spostando l'attenzione dall'obiettivo di profitto finanziario a un obiettivo che contempla anche il benessere sociale e la tutela dell'ambiente.

La crescente consapevolezza riguardo ai mutamenti climatici, alla depauperazione delle risorse naturali e alle problematiche sociali ha spinto gli investitori a riconsiderare le proprie pratiche e ad abbracciare un approccio più responsabile verso gli investimenti.

Il primo capitolo del seguente elaborato si prefigge di esaminare il concetto di investimenti sostenibili, mettendo l'accento sulla definizione di finanza sostenibile, i principi che la orientano e le strategie adottate dagli investitori per conseguire obiettivi che coniughino rendimenti finanziari e sostenibilità.

Questo cambiamento di prospettiva non è dettato solamente dall'urgente necessità di affrontare le sfide globali, ma è anche alimentato da un crescente interesse nell'investire in modo etico e responsabile, con l'obiettivo di contribuire a un mondo più equo e stabile per le generazioni future.

L'era contemporanea ha testimoniato profonde trasformazioni nella nostra società, tra cui l'espansione industriale, l'urbanizzazione e l'aumento demografico, tutte dinamiche che, se non gestite in maniera adeguata, possono rappresentare una minaccia per la stessa sopravvivenza del nostro pianeta. Nell'ambito degli investimenti, l'obiettivo è di generare un impatto positivo non solo dal punto di vista finanziario, ma anche dal punto di vista ambientale e sociale. D'altra parte, verranno esplorate anche le criticità e gli aspetti negativi che si celano dietro il concetto di sostenibilità.

Il secondo capitolo si propone di condurre un'analisi approfondita sull'evoluzione delle strategie di investimento SRI (Socially Responsible Investment) e sul concetto di rating ESG (Environmental, Social, Governance). Questo studio si concentrerà sulla loro crescita nel corso del tempo, sugli impatti che hanno avuto e sulle sfide che si trovano ad affrontare nell'attuale contesto finanziario.

L'analisi includerà un'esplorazione storica delle strategie di investimento SRI e di come sono cresciute da una risposta a preoccupazioni crescenti riguardo alle questioni sociali e ambientali. Si metterà in evidenza il loro passaggio da un approccio basato principalmente su valori etici a un approccio più strutturato che integra i fattori ESG nelle decisioni di investimento. Sarà inoltre esaminato il ruolo delle organizzazioni internazionali, degli investitori istituzionali e degli asset manager nel promuovere l'adozione di queste pratiche e nel motivare le imprese a migliorare le proprie performance ESG.

Un elemento centrale dell'analisi sarà il rating ESG, uno strumento cruciale per valutare e comparare le performance delle imprese in termini di sostenibilità e responsabilità sociale. Si esamineranno le diverse metodologie di valutazione ESG utilizzate dai fornitori di rating, insieme alle criticità associate a tali sistemi di valutazione. Saranno descritte anche le implicazioni dei rating ESG per gli investitori, compresa la loro influenza sulle decisioni di allocazione dei capitali e sulla percezione del rischio finanziario.

Infine, il terzo e ultimo capitolo dell'elaborato, tratta il modello di media-varianza-ESG, un approccio che fonde l'analisi finanziaria tradizionale con le considerazioni legate all'ESG (Ambientale, Sociale e di Governance).

Questo approccio innovativo rappresenta un avanzamento significativo nell'ottimizzazione dei portafogli, in quanto tiene conto sia degli obiettivi finanziari che delle preoccupazioni relative alla sostenibilità e alla responsabilità aziendale. Saranno enunciati le diverse teorie e gli indicatori che compongono il modello, come il rendimento atteso, la varianza e la covarianza di un portafoglio ESG, insieme alle diverse metriche utilizzate per valutare la sensibilità ai cambiamenti di un titolo e la relazione tra il rendimento previsto e la gestione del rischio di perdita.

Nella seconda parte di questo capitolo, verrà mostrato un caso di studio relativo ai portafogli a rischio moderato, su come la gestione del rischio e l'allocazione degli asset si siano evolute nel tempo grazie all'integrazione dei criteri ESG. Gli investitori oggi hanno a disposizione nuove alternative all'investimento tradizionale, in grado di offrire risultati migliori con un impatto positivo sull'ambiente, sulla società e sulla governance.

CAPITOLO 1

GLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI

1.1 Introduzione

Negli ultimi decenni, l'attenzione verso le tematiche ambientali e sociali ha assunto un ruolo centrale nella società e nell'economia globale. La crescente consapevolezza riguardo ai cambiamenti climatici, all'esaurimento delle risorse naturali e alle questioni sociali ha spinto l'industria finanziaria a rivedere le sue pratiche e ad adottare un approccio più sostenibile agli investimenti.¹ Questo capitolo si propone di esplorare il concetto di investimenti sostenibili, focalizzandosi sulla definizione di finanza sostenibile, i principi che la guidano e le strategie adottate dagli investitori per raggiungere obiettivi sia finanziari che sostenibili. Questo cambiamento di prospettiva non è solo guidato dalla necessità di affrontare le sfide globali, ma anche da un interesse sempre più maggiore nell'investire in modo etico e responsabile per un mondo più equo e stabile per le generazioni future.

L'era moderna ha portato a profondi cambiamenti nella nostra società, tra cui lo sviluppo industriale, l'urbanizzazione e l'aumento della popolazione, e se non adeguatamente gestiti possono minacciare la sopravvivenza stessa della Terra. Nell'ambito degli investimenti, lo scopo è di generare un impatto positivo non solo in termini finanziari, ma anche ambientali e sociali.

Nel primo capitolo vengono analizzate anche le ombre che si celano dietro l'argomento della sostenibilità, fenomeni come il greenwashing, con cui le aziende modificano i propri parametri attraverso un'ecologia di facciata, non supportandoli con dati e prove concrete pur di attirare nuovi clienti, offrendo un'immagine ingannevole del brand.

1.2 La definizione di finanza sostenibile

La finanza sostenibile è un concetto emergente nell'ambito dell'economia e delle finanze, che sta guadagnando sempre più rilevanza a livello globale.

¹ Fonte: Banca d'Italia.

In un contesto caratterizzato da crescenti preoccupazioni riguardo agli impatti ambientali, sociali e di governance delle attività economiche, la finanza sostenibile mira a integrare considerazioni di sostenibilità e responsabilità sociale nelle decisioni di investimento, nella gestione del rischio e nella pianificazione finanziaria.

La finanza sostenibile² quindi, può essere definita come l'applicazione di criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei processi decisionali relativi agli investimenti, alla gestione finanziaria e allocazione delle risorse.

Il principale obiettivo della finanza sostenibile è quello di massimizzare l'effetto positivo sull'ambiente e sulla società, riducendo al contempo gli impatti negativi e migliorando la flessibilità del sistema economico nel lungo termine, inoltre misurare l'impatto degli investimenti sostenibili è una sfida cruciale per dimostrare l'efficacia delle strategie adottate. In particolare, i cambiamenti climatici e gli aspetti ambientali, sono rilevanti anche per le banche centrali per diverse ragioni, da questi possono derivare rischi che intaccano la stabilità del sistema finanziario ed effetti macroeconomici riguardo la politica monetaria dei Paesi. Per esempio, la Banca D'Italia fornisce dei contributi attivi alla finanza sostenibile in qualità di investitore, di autorità monetaria, supervisione degli intermediari finanziari e di ricerca. Inoltre è stata promossa la creazione del Sustainable Finance Working Group³, che ha lo scopo di incentivare le migliori strategie di finanza sostenibile e lo spostamento verso economie resilienti e green.

L'argomento chiave per la finanza sostenibile, precedentemente affermato, è la consapevolezza della necessità di bilanciare gli obiettivi finanziari con quelli sociali ed ambientali. La finanza tradizionale, invece, ha spesso trascurato o sottovalutato gli effetti collaterali negativi che le attività finanziarie possono avere sull'ambiente e sulla società e non considerati come parte integrante dell'analisi di investimento.

Ciò significa che gli investitori, sia istituzionali che privati, prendono in considerazione le implicazioni ESG delle loro decisioni finanziarie, includendo:

1. Investimenti sostenibili: favorire il finanziamento di progetti e aziende che contribuiscono alla transizione verso un'economia sostenibile, ad esempio le fonti di energia rinnovabili, la mobilità sostenibile e la gestione responsabile delle risorse naturali.

² Fonte: Banca d'Italia.

³ SFWG è un gruppo permanente del G20, nell'ambito del filone finanziario.

2. Responsabilità sociale delle aziende: incoraggiare le aziende a interessarsi sulle conseguenze degli impatti sociali e ambientali delle loro attività e ad adottare pratiche responsabili nel loro operato.
3. Coinvolgimento degli investitori: gli investitori sostenibili influenzano il comportamento delle aziende in cui investono attraverso il dialogo, il voto sulle politiche aziendali e il coinvolgimento attivo nelle decisioni delle società.
4. Reporting ESG: le aziende sono incoraggiate a divulgare in modo trasparente le informazioni relative ai loro impatti sociali e ambientali, consentendo agli investitori di avere informazioni chiare riguardo l'operato.
5. Gestione dei rischi: valutare e ridurre i rischi finanziari correlati ai fattori ESG, analizzati nel capitolo successivo, come i rischi associati ai cambiamenti climatici o alle controversie legate alla governance aziendale.

Nel 2018 la Commissione Europea ha pubblicato un Piano d'azione sulla finanza sostenibile, dotandosi di una tabella di marcia per rafforzare il ruolo della finanza in linea con l'accordo di Parigi⁴ sul clima, per contenere l'incremento della temperatura globale e lo scioglimento dei ghiacciai.

Successivamente il piano ha subito vari aggiornamenti in seguito allo sviluppo del mercato ESG, promuovendo la trasparenza delle informazioni e il monitoraggio della valutazione dei mercati e dei rischi ESG.

La finanza sostenibile va incrementata attraverso un intervento di guida e controllo delle Autorità Nazionali Competenti perciò la stesura di una roadmap è fondamentale per indirizzare i Paesi dell'UE verso i mercati finanziari sostenibili con un'adeguata educazione finanziaria.

Le misure adottate, quindi, puntano a orientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, gestire i rischi finanziari che derivano dal cambiamento climatico o dal consumo di risorse, migliorare la trasparenza e incoraggiare un approccio di lungo-periodo delle attività economico-finanziarie.

La roadmap, contenente 10 passaggi, successivamente modificati in seguito alle necessità attuali, è raffigurata di seguito:

⁴ Trattato internazionale stipulato nel 2015 riguardo la riduzione di emissione di gas serra.

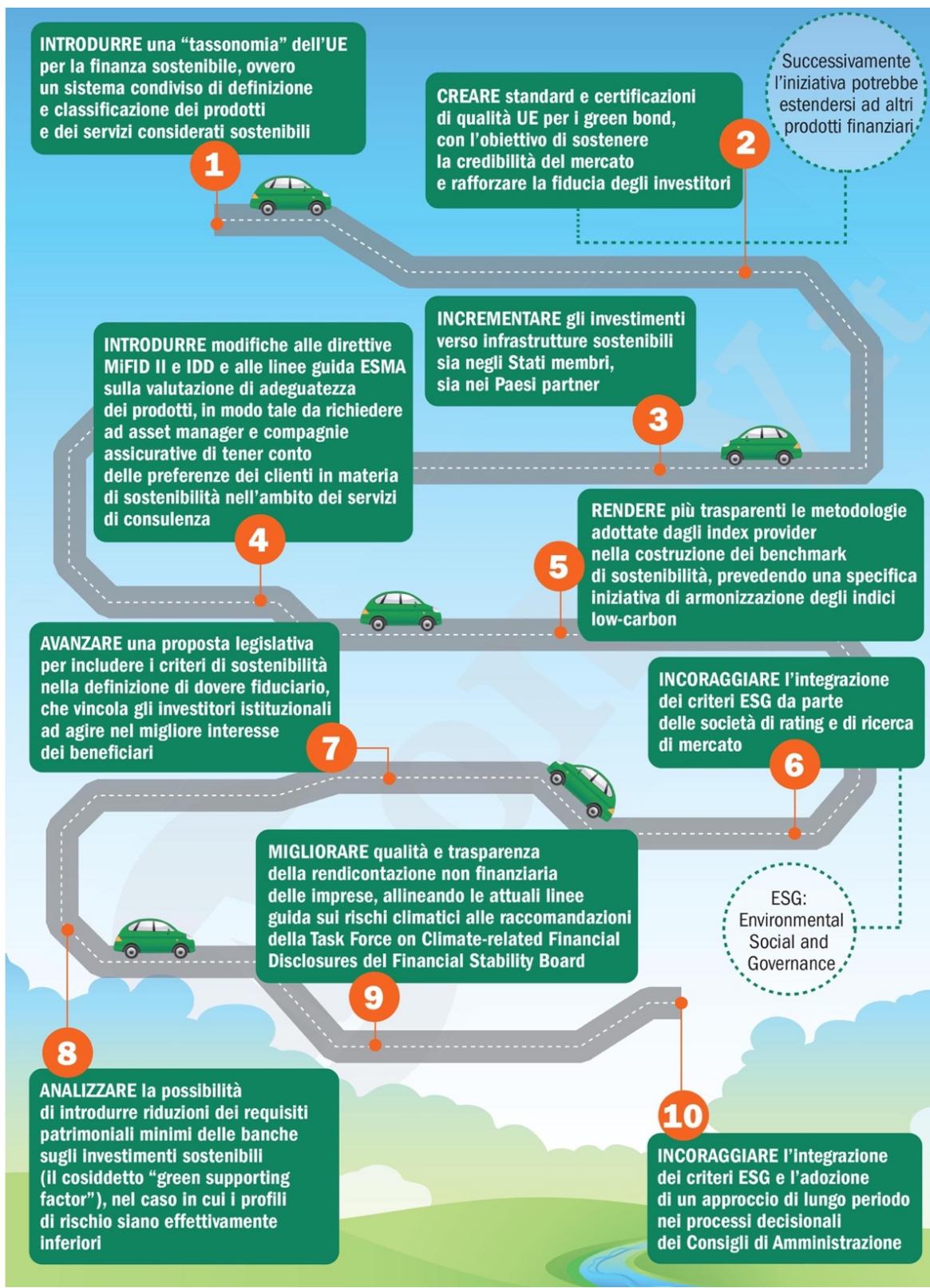


Figura 1. La roadmap dell'Europa per una finanza sostenibile (Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile)

L'economia circolare e la finanza sostenibile sono due concetti interconnessi che stanno guadagnando sempre più rilevanza nella nostra società. Entrambi mirano a promuovere un

approccio responsabile e sostenibile verso lo sviluppo economico e la gestione delle risorse, ma operano su livelli diversi.

L'economia circolare⁵ è un modello economico alternativo che si contrappone al tradizionale approccio lineare dell'economia lineare "prendere, usare e gettare", invece di produrre, consumare e smaltire in modo insostenibile, l'economia circolare si basa sulla riduzione degli sprechi, del consumo delle risorse e sull'ottimizzazione del ciclo di vita dei prodotti.

Questo modello promuove il riutilizzo, il riciclaggio e la rigenerazione delle risorse, creando un circuito chiuso in cui i materiali, i prodotti e le risorse mantengono il loro valore il più a lungo possibile. Ciò contribuisce a ridurre l'esaurimento delle risorse naturali, a minimizzare i rifiuti e l'inquinamento e a mitigare l'impatto ambientale delle attività umane.

L'economia circolare e la finanza sostenibile sono strettamente legate e si influenzano reciprocamente, l'adozione di un sistema economico circolare può fornire opportunità di investimento sostenibili e redditizie. Le aziende che adottano pratiche circolari sono spesso più resilienti e adattabili alle sfide ambientali, sociali e di governance, rendendole interessanti per gli investitori sostenibili. Allo stesso tempo, la finanza sostenibile può svolgere un ruolo cruciale nello sviluppo dell'economia circolare: gli investimenti sostenibili possono finanziare progetti e iniziative, come la ricerca e lo sviluppo di tecnologie sostenibili, l'adozione di processi di produzione più efficienti e la promozione di pratiche commerciali circolari. Unendo l'economia circolare e la finanza sostenibile, è immaginabile costruire un futuro sinergico in cui il progresso economico si sposa con il benessere sociale e la protezione dell'ambiente, l'impiego di pratiche circolari non solo può contribuire a raggiungere gli obiettivi di sviluppo sostenibile, ma può anche creare nuove opportunità di lavoro, stimolare l'innovazione e promuovere la competitività delle aziende.

Tra il 2019 e il 2021 è aumentato il contributo della finanza sostenibile verso un'economia circolare, gli asset gestiti dai fondi azionari con investimenti nel settore sono passati da € 0,3 miliardi a € 9,5 miliardi, sebbene i riscontri siano stati positivi, l'applicazione di questo modello esige un cambiamento delle abitudini dei consumatori e delle imprese, causando incertezza. Da parte dei consumatori la trasmutazione sarà possibile solo attraverso una sensibilizzazione sull'argomento ed una educazione.

Numerosi studi dimostrano che gli investimenti sostenibili possono ottenere performance finanziarie paragonabili o addirittura superiori rispetto agli investimenti tradizionali.

⁵ Fonte: Note tematiche sull'Unione europea, art.191-193 del TFUE.

Ad esempio, un report di Morningstar⁶ del 2020 ha evidenziato che la maggior parte dei fondi comuni di investimento sostenibili negli Stati Uniti ha ottenuto rendimenti migliori rispetto ai loro omologhi non sostenibili durante i primi mesi della pandemia di COVID-19. La finanza sostenibile ha assistito a un notevole aumento dei flussi di capitale negli ultimi anni, nel 2020, dimostrando un crescente interesse degli investitori per le opportunità di investimento sostenibile, sempre più aziende stanno abbracciando la sostenibilità come parte integrante delle loro strategie di business, adottando obiettivi di riduzione delle emissioni di carbonio, promuovendo l'efficienza energetica e pratiche di responsabilità sociale delle imprese. Queste iniziative sostenibili possono migliorare la reputazione aziendale, attirare investitori responsabili e aumentare la fedeltà dei consumatori.

Il percorso intrapreso dalla Commissione Europea ha assunto maggiore significato grazie a due cambiamenti politici, la prima iniziativa ambiziosa risalente al 2019 è il Green Deal Europeo⁷, con l'obiettivo di trasformare l'UE in un'area economica moderna, sostenibile e climaticamente neutra entro il 2050, riducendo le emissioni di gas serra del 55% entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990 e raggiungendo zero emissioni nette di CO² nel 2050.

Il secondo piano è il Next Generation EU, introdotto nel 2020 e lanciato in risposta alla crisi economica e sociale causata dalla pandemia di Covid-19, per sostenere gli Stati membri dell'UE nel superamento degli impatti negativi della pandemia e a promuovere una ripresa economica sostenibile e resiliente. Il programma si basa su prestiti presi a nome dell'UE sui mercati finanziari, e l'importo complessivo è pari a 750 milioni di euro.

Per accedere a questi finanziamenti, gli Stati membri devono presentare piani nazionali di ripresa e resilienza, che devono essere approvati dalla Commissione Europea e successivamente ratificati dal Consiglio Europeo, seguendo la linea del Green Deal Europeo.

Queste direttive rappresentano un'opportunità unica per i Paesi dell'UE per investire in una ripresa ecologica e resistente, condividendo allo stesso tempo la convergenza economica e sociale all'interno dell'Unione, preparandola per un futuro più forte e inclusivo.

⁶ Morningstar (2020), Annual Report, Morningstar Inc., pp. 17-18.

⁷ Bruti E., De Focatiis M., Travi A. (2022), L'attuazione dell'european green deal: i mercati dell'energia e il ruolo delle istituzioni e delle imprese, Wolters Kluwer Italia, pp. 9-10.

La finanza sostenibile ha diversi sottoinsiemi, tra cui la Green Finance⁸, che si concentra esclusivamente sugli investimenti e sulle attività finanziarie mirate a sostenere progetti e iniziative specifiche legate all'ambiente e alla lotta contro il cambiamento climatico. L'intento principale è finanziare progetti e attività che supportano l'evoluzione verso un'economia a basso impatto ambientale e a ridotta emissione di carbonio.

Le caratteristiche distintive della Green Finance includono quindi la focalizzazione sull'ambiente, con investimenti che generano un impatto ambientale positivo come le energie rinnovabili, l'efficienza energetica, il trasporto sostenibile e la protezione della biodiversità. Per garantire l'effettiva sostenibilità e correttezza dei progetti finanziati, si utilizzano standard e certificazioni specifiche, come le obbligazioni verdi e le linee guida della Tassonomia dell'UE sulla sostenibilità, coinvolgendo sia il settore pubblico che quello privato.

Il regolamento UE "Tassonomia"⁹ del 2020 ha il proposito di dar luogo ad un sistema di classificazione idoneo alla creazione di un vocabolario di investimenti sostenibili, utilizzabile da operatori economici ed investitori nella sovvenzione di progetti ed attività economiche aventi un impatto favorevole su ambiente e clima.

La finanza sostenibile, d'altra parte, è un concetto più ampio che incorpora una visione olistica dell'integrazione delle dimensioni ambientali, sociali e di governance nelle decisioni finanziarie, non limitandosi ai cosiddetti investimenti verdi.

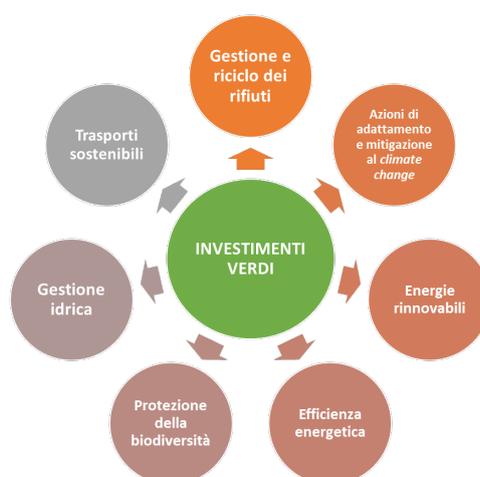


Figura 2. I settori al centro degli investimenti verdi (Fonte: ENERGIA)

⁸ Del Giudice A. (2022), La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali, Giappichelli, pp. 79-81.

⁹ Regolamento UE 2020/852, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, pp. 2-3.

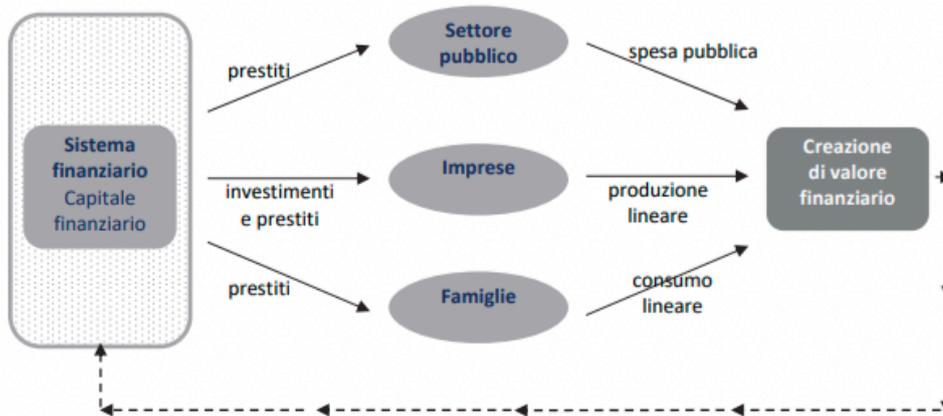


Figura 3. Creazione di valore finanziario nella finanza tradizionale

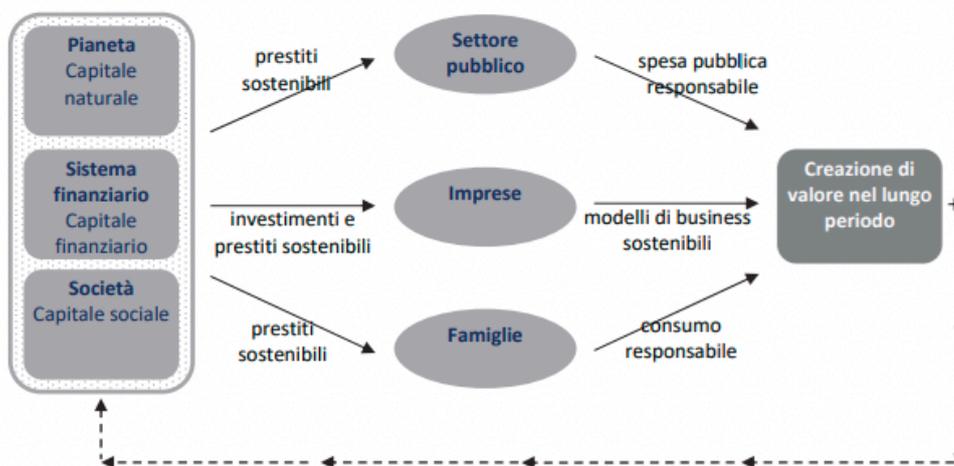


Figura 4. Creazione di valore di lungo periodo nella finanza sostenibile

Dalle immagini è possibile notare i cambiamenti del ciclo di creazione di valore che parte dalle risorse, non concentrandosi sui rendimenti finanziari a breve termine, bensì costruendo valore nel lungo periodo per produrre risultati stabili e duraturi, non soltanto economico ma tenendo conto delle implicazioni sul pianeta e sulla società, per dare origine a effetti positivi e sostenibili.

L'aspetto regolamentare si basa sulla riforma e l'innovazione delle risorse finanziarie esistenti, lo studio dei tipi di politica fiscale e la possibilità di raccogliere fondi per lo sviluppo del finanziamento green. Dal punto di vista degli strumenti finanziari alcuni tra i più utilizzati sono le obbligazioni, come i green bond, e le azioni.¹⁰

¹⁰ Linciano N., Cafiero E., Ciavarella A., Di Stefano G., Levantini E., Mollo G., Nocella S., Santamaria R., Taverna M. (2021), La finanza per lo sviluppo sostenibile, Consob, pp. 32-34.

1.3 Principi e strategie degli investimenti sostenibili

Gli investimenti sostenibili¹¹ sono un approccio alla gestione del portafoglio che tiene conto di fattori ambientali, sociali e di governance oltre ai tradizionali criteri finanziari.

I principi degli investimenti sostenibili sono:

1. **Integrazione ESG:** implica l'integrazione dei fattori ESG nell'analisi di investimento. Questo metodo aiuta a identificare rischi e opportunità al di là dei dati finanziari, valutando come detto in precedenza gli impatti ambientali e sociali creati dall'operato dell'azienda.
2. **Obiettivi a lungo termine:** Gli investimenti sostenibili sono orientati verso un orizzonte temporale nel lungo periodo, non si ha la necessità di avere del guadagno in maniera rapida.
3. **Responsabilità e coinvolgimento degli investitori:** sostenendo iniziative ESG e indirizzando le aziende verso un percorso sostenibile.
4. **Diversificazione:** è un principio fondamentale della gestione del portafoglio, e gli investitori sostenibili cercano di applicare questa pratica anche nei loro investimenti, distribuendo il capitale su diverse categorie di attività e regioni geografiche, in modo da ridurre i rischi specifici legati a singole operazioni finanziarie e promuovere una migliore flessibilità del proprio portafoglio.¹²

	Etica / basata su valori 	Multistrategia 	Integrazione ESG 
Obiettivo principale:	Dare priorità ai valori e agli obiettivi etici degli investitori più che alla performance finanziaria...	Generare performance finanziarie considerando al contempo le strategie ESG...	Generare performance finanziarie combinando opportunità e rischi derivanti dall'integrazione ESG con i fondamentali dell'analisi finanziaria
Metodo:	... applicando processi di selezione negativa allo scopo di escludere società inaccettabili e/o processi di selezione positiva per selezionare quelle considerate migliori a livello di ESG	... combinando esclusioni basate su criteri etici e integrando fattori ESG	... integrando i fattori ESG direttamente nel processo d'investimento, in combinazione con parametri e analisi di cui gli analisti si servono per valutare i titoli

Figura 5. Tabella raffigurante Strategia ESG (Fonte: Invesco)

¹¹ Fonte: Banca d'Italia.

¹² European Banking Authority (2019), Action Plan on Sustainable Finance, EBA, pp. 17-20.

Gli investimenti socialmente responsabili derivano dalle religioni che nel corso del tempo introdussero il divieto di investire in attività non ritenute etiche, questa morale religiosa si espanse in Regno Unito e negli Stati Uniti, difatti il primo fondo etico fu istituito a Boston, il “Pioneer Fund”, nel 1928. Questo fondo era destinato a contrastare le imprese operanti nel settore bellico, del tabacco e del gioco d’azzardo attraverso politiche di investimento. Ad oggi lo scenario attuale è complesso, con principi e piani d’azione attuati dalle istituzioni dei vari Paesi, nel 2015 venne adottato il progetto Agenda 2030¹³ dagli stati membri delle Nazioni Unite per promuovere la pace e la prosperità per il pianeta e per le popolazioni, costituita da 17 goals che mirano a porre fine alla povertà, a lottare contro l’ineguaglianza, ad affrontare i cambiamenti climatici e costruire società che rispettino i diritti umani. Il rapporto sui Sustainable Development Goals offre le misure statistiche finalizzate al monitoraggio dell’agenda 2030:



Figura 6. Rappresentazione degli obiettivi per lo sviluppo sostenibile (Fonte: Istat)

Gli investitori sostenibili possono attuare varie strategie, elencate qui di seguito:

- Investimenti tematici: questa strategia prevede di investire in settori specifici o temi legati alla sostenibilità, come le energie rinnovabili, l’efficienza energetica, la salute,

¹³ Organizzazione delle Nazioni Unite (2015), Trasformare il nostro mondo: Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, Dipartimento per la Pubblica Informazione Nazioni Unite, pp. 2-4.

l'istruzione e altri ambiti che condivido lo sviluppo sostenibile. Questa strategia consente agli investitori di concentrarsi su cause specifiche a cui attribuiscono particolare interesse.

- Filtri ESG: possono essere utilizzati per escludere determinate aziende o settori il cui impatto a livello di sostenibilità è considerato negativo. Ad esempio, potrebbero evitare aziende coinvolte nella produzione di armi o nell'estrazione di combustibili fossili.
- Investimenti a impatto: questa strategia mira a selezionare investimenti capaci di generare un impatto positivo sulla società o sull'ambiente, oltre al raggiungimento dei rendimenti finanziari. Questa tipologia di investimenti è possibile grazie a vari strumenti finanziari come il SIB (Social Impact Bond) o la filantropia.
- Investimenti responsabili: l'investire in aziende e progetti che dimostrano pratiche responsabili e trasparenti nel loro operato. Gli investitori responsabili premiano le aziende che hanno buone performance ESG e incoraggiano gli standard di governance aziendale, purtroppo ci sono dei casi in cui le aziende presentano un'immagine ingannevolmente positiva del loro operato per attrarre nuovi investitori, questo fenomeno è definito greenwashing.
- Finanza a impatto positivo: si concentra sulla canalizzazione di capitali verso programmi o aziende che affrontano temi specifici e cercano di risolversi in modo ecologico. Si tratta di affrontare sfide come la povertà, l'inclusione sociale o la riduzione di emissione di CO².

L'incremento della domanda degli investimenti ESG ha necessitato l'introduzione di criteri uniformi, al fine di garantire trasparenza nel processo decisionale e nella consulenza.

Sono stati richiesti degli obblighi come quello di illustrare, sui siti internet e cartaceo, come le politiche ESG siano integrate nell'attività dell'azienda, secondo il principio del "comply or explain".¹⁴

Nel 2022 la Commissione Europea, attraverso una direttiva sul reporting di sostenibilità aziendale, ha riconsiderato le norme portando sullo stesso livello il reporting di sostenibilità e quello finanziario (la c.d. "Corporate Sustainability Reporting Disclosure"¹⁵).

¹⁴ Questo principio permette di fornire al pubblico una comunicazione chiara e motivata, introdotto dall'art. 20 della Direttiva 2013/34/UE.

¹⁵ Intende rendere più chiare e comparabili le informative non finanziarie da parte delle società europee

Questo progetto è esteso a tutte le grandi società, quotate o meno, e a tutte le società quotate sui mercati regolamentati, obbligandole a report dettagliati per assicurare informazioni affidabili e comparabili.

Gli investitori nonostante le numerose precauzioni, possono trovarsi di fronte ad aziende che offrono un'immagine ingannevole del proprio operato ecologico e sui benefici generati, nella tabella che segue è possibile analizzare le varie dimensioni di questo fenomeno, anche detto *greenwashing*:

Dimensioni	Analisi del fenomeno del <i>greenwashing</i>
Ruolo dei partecipanti al mercato finanziario	<p>Il ruolo che i partecipanti al mercato finanziario possono ricoprire nel generare il fenomeno del <i>greenwashing</i> include tre possibili diverse tipologie di dichiarazioni relative alla sostenibilità.</p> <p>1) Attivatore (<i>trigger</i>). Il <i>greenwashing</i> può essere attivato, intenzionalmente o non intenzionalmente, dall'organizzazione alla quale si riferiscono le comunicazioni di sostenibilità o dall'organizzazione responsabile del prodotto o può essere attivato da terze parti (ad esempio fornitori di <i>rating</i> e di dati ESG o gestori dei <i>benchmarks</i>)</p> <p>2) Diffusore (<i>spreader</i>). Una dichiarazione inesatta può essere comunicata sia dagli <i>asset managers</i>, dagli ESG <i>data providers</i> e/o da altri attori del mercato quali le imprese di assicurazione e gli intermediari</p> <p>3) Destinatario (<i>receiver</i>). I diffusori possono continuare a diffondere la dichiarazione inesatta agli investitori e consumatori finali intesi come i destinatari del <i>greenwashing</i></p>
Tre diverse tipologie di indicazioni sulla sostenibilità	<p>Le indicazioni possono essere intersettoriali ed essere applicate a livello di organizzazione o di prodotto e possono essere raggruppate secondo tre grandi diverse tipologie. Ciò non significa però che tutte e tre le tipologie portino necessariamente al <i>greenwashing</i> in tutti i settori. Le tre tipologie vengono di seguito indicate:</p> <p>Tipologia n. 1: relativa alla governance e la remunerazione di un'organizzazione in materia di sostenibilità e sulle risorse dedicate da un'organizzazione o un prodotto alle tematiche di sostenibilità (ruolo del <i>board</i> e <i>senior management</i> nella sostenibilità, risorse ESG aziendali e competenze, politica retributiva del personale di vendita volta a mitigare il rischio di <i>mis-selling</i>).</p> <p>Tipologia n. 2: relativa alla strategia di sostenibilità, caratteristiche degli obiettivi o qualifiche di una organizzazione, un prodotto, o un servizio (ESG <i>strategy</i>, obiettivi e caratteristiche, sostenibilità delle politiche del <i>management</i>, denominazione ESG, etichette e certificati, attività di <i>engagement</i> con gli <i>stakeholders</i>)</p> <p>Tipologia n. 3: relativa alle metriche di sostenibilità basate su dati storici o obiettivi futuri (<i>performance</i> ESG attuali o impegni per future <i>performance</i> ESG inclusi i <i>targets</i> ESG, interessi <i>net-zero</i>, i piani di transizione e di decarbonizzazione ed i piani di allineamento con la tassonomia)</p>
Indicazioni fuorvianti	<p>Divulgazione selettiva o <i>trade-off</i> nascosto come la selezione accurata di informazioni positive e/o l'omissione di informazioni negative, pertinenti affermazioni esagerate e/o, omissioni o carente divulgazione, comunicazione vaga o ambigua e non chiara</p>
Canali di comunicazione delle indicazioni	<p>I canali attraverso i quali le indicazioni relative alla sostenibilità vengono comunicate ad altri attori della catena del valore sostenibile (ad es. documenti normativi inclusi i prospetti KID, il bilancio annuale, il <i>management report</i> ed eventuali <i>non financial statements</i> i <i>rating</i> ESG, i <i>benchmark</i>, le etichette, le informazioni sui prodotti, i materiali di <i>marketing</i>, <i>reporting</i> volontari quali i bilanci di sostenibilità).</p>

Figura 7. Principali dimensioni di *greenwashing* (Fonte: ESMA)

InfluenceMap, organizzazione di ricercatori nata a Londra nel 2015 per analizzare il condizionamento che le aziende esercitano sulle politiche ambientali dei governi, ha pubblicato un report nel quale sono stati analizzati 723 fondi azionari, il 70% di essi non rispettava gli obiettivi stabiliti nell'Accordo di Parigi, non limitando al di sotto dei 2°C il riscaldamento medio globale.¹⁶

¹⁶ Fonte: <https://influencemap.org/reports/Reports>

1.4 Conclusioni

Argomentare a favore della finanza sostenibile significa sottolineare il suo potenziale per promuovere un cambiamento positivo nella società e nell'ambiente, favorendo una maggiore consapevolezza delle implicazioni a lungo termine delle decisioni finanziarie.

La finanza sostenibile può contribuire a un mondo più equo, riducendo le disuguaglianze, promuovendo la protezione ambientale e incoraggiando comportamenti aziendali responsabili, affiancata tramite un utilizzo corretto dell'economia circolare.

Inoltre, può creare opportunità per investitori e aziende, offrendo soluzioni innovative per affrontare le sfide globali e creando valore a lungo termine.

L'approccio a questo tipo di finanza è diventato sempre più rilevante, poiché le questioni legate al cambiamento climatico, alla scarsità delle risorse e alle disuguaglianze sociali hanno assunto maggiore importanza nell'agenda globale.

Il settore finanziario è indirizzato verso una crescita sempre più green, capace di rispondere alle esigenze delle generazioni presenti e future.

Gli investimenti sostenibili non sono necessariamente privi di rischi, esistono ancora sfide e complessità nel valutare l'impatto ESG e nel misurare l'efficacia delle strategie da utilizzare. Tuttavia, il crescente interesse motiva la continua evoluzione di strumenti finanziari e approcci per realizzare investimenti responsabili e orientati per il bene dell'umanità e del Pianeta.

Aumenteranno le richieste degli investitori per una maggiore trasparenza e rendicontazione ESG da parte delle aziende, allo stesso tempo, i regolatori potrebbero introdurre nuove normative che incoraggino gli investimenti sostenibili e promuovano la divulgazione di informazioni ESG.

In conclusione, gli investimenti sostenibili rappresentano un cambiamento fondamentale nel mondo finanziario. Sono più di una semplice tendenza, sono una risposta alle sfide globali e un modo concreto per costruire un futuro migliore per tutti. I principi guida degli investimenti sostenibili, come l'integrazione ESG e il coinvolgimento attivo, offrono la possibilità di sfruttare il potere del capitale per promuovere il cambiamento positivo e creare valore sia finanziario che sociale. Abbracciando questa visione, è concepibile trasformare l'approccio agli investimenti e lasciare un'impronta duratura sul mondo in cui viviamo.

CAPITOLO 2

L'EVOLUZIONE DELLE STRATEGIE DI INVESTIMENTO SRI E I RATING ESG

2.1 Introduzione

Il presente capitolo si propone di analizzare in modo approfondito l'evoluzione delle strategie di investimento SRI e il rating ESG, con uno sguardo critico alla loro crescita, ai loro impatti e alle sfide che affrontano nel contesto attuale, attraverso un'analisi storica e una panoramica delle attuali pratiche di investimento, comprendendo come queste strategie siano diventate sempre più rilevanti per gli investitori e come abbiano influenzato il comportamento delle imprese.

In particolare, lo studio della crescita del movimento SRI, nato come una reazione alla crescente preoccupazione per le questioni sociali ed ambientali, e il suo passaggio da un approccio basato principalmente su valori etici a una metodologia più strutturata che integra i fattori ESG nelle decisioni di investimento, oltre a come le organizzazioni internazionali, gli investitori istituzionali e gli asset manager abbiano contribuito a promuovere la diffusione di queste pratiche, incoraggiando le imprese a migliorare le loro performance ESG.

Un elemento chiave dell'analisi sarà il rating ESG, uno strumento fondamentale per valutare e confrontare le performance delle imprese in termini di sostenibilità e responsabilità sociale. Si esploreranno le diverse metodologie di valutazione ESG utilizzate dai fornitori di rating, le criticità associate a tali sistemi di valutazione, le implicazioni dei rating ESG per gli investitori, e come queste valutazioni possano influenzare le decisioni di allocazione dei capitali e la percezione del rischio finanziario.

Infine, saranno descritte alcune delle sfide che l'industria SRI ed ESG deve ancora affrontare, ad esempio l'armonizzazione dei criteri ESG, la definizione di standard globali, la necessità di dati affidabili e tempestivi, e l'efficacia delle politiche di engagement con le imprese per promuovere il cambiamento sostenibile.

2.2 Le strategie SRI

Le strategie di investimento SRI (Socially Responsible Investment) hanno avuto origine da diversi movimenti sociali e di advocacy¹⁷ che hanno guadagnato popolarità nel corso del tempo. La nascita delle strategie SRI è rintracciata in alcune importanti tappe storiche:

- Etica religiosa: nel XIX secolo, alcune comunità religiose hanno iniziato a prendere posizione contro investimenti in attività considerate moralmente riprovevoli, questo approccio ha gettato le basi per l'idea di investire in modo coerente con i valori etici e morali.
- Movimenti per i diritti civili: nel corso del XX secolo, con l'emergere dei movimenti per i diritti civili e la crescente consapevolezza delle questioni sociali, molti investitori hanno iniziato a cercare di evitare finanziare aziende coinvolte in discriminazioni razziali o altre pratiche socialmente ingiuste.
- Movimenti ambientalisti: negli anni '60 e '70, con l'incremento della preoccupazione per l'inquinamento ambientale e il degrado del pianeta, alcuni investitori hanno iniziato a escludere aziende che operavano in settori considerati dannosi per l'ambiente, come l'industria dei combustibili fossili o l'industria chimica tossica.
- Crescita dell'attivismo azionario: a partire dagli anni '70, si è sviluppato l'attivismo azionario, dove gli investitori cercano di influenzare le politiche e le pratiche aziendali attraverso l'acquisto di azioni e il coinvolgimento diretto con la dirigenza delle imprese. Questo approccio ha permesso agli investitori di promuovere pratiche più sostenibili e socialmente responsabili all'interno delle aziende.

Le strategie SRI sono un tipo di approccio che seleziona o pesa gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, favorendo gli emittenti migliori.

La Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)¹⁸, un'organizzazione internazionale che mira ad aumentare l'impatto e la visibilità degli investimenti sostenibili su scala mondiale, ha individuato sette strategie d'investimento sostenibile, le quali possono essere distinte in tre categorie, il primo tipo consiste nel supportare finanziariamente aziende che promuovono

¹⁷ L'insieme di azioni con cui un soggetto si fa promotore e sostiene attivamente la causa di un altro.

¹⁸ Global Sustainable Investment Alliance (2020), Global Sustainable Investment Review, GSIA, pp. 6-7.

progetti o azioni positive, con strategie come l'integrazione ESG, il Best-in-class Screening e gli investimenti tematici.

Il primo orientamento si concentra su determinati tipi di business, implementando un'attenta strategia di diversificazione per individuare le imprese con maggiore efficacia e sviluppo sostenibile.

La seconda categoria comprende le strategie che vogliono evitare di finanziare aziende che perseguono politiche e operazioni non etiche e sostenibili, producendo effetti nocivi per la società e l'ambiente. Di questa categoria fanno parte due strategie, il Negative Screening ed il Norms-Based Screening.

Infine, il terzo gruppo di strategie si basa sulla volontà degli investitori di impegnarsi per generare un impatto positivo, tramite l'utilizzo di diritti amministrativi per incoraggiare il progresso sulle questioni ambientali, sociali e di governance affiancati dalla strategia di Engagement and Voting on sustainability matters. Il focus di questo gruppo è veicolare la volontà di cambiamento verso politiche sostenibili direttamente dall'interno della società.

Il fondo ha la libertà di scelta del settore in cui investire, finanziando le aziende che meglio seguono lo sviluppo sostenibile.

Analizzando ogni singola strategia, l'approccio di Positive Screening è associato alla strategia di Integrazione ESG, indica perciò un tipo di processo selettivo degli investimenti secondo i criteri ESG, selezionando soltanto gli emittenti che li rispettano. L'integrazione è una forma evoluta delle strategie che implicano una selezione positiva e negativa, ponendo come obiettivo la riduzione del rischio e la realizzazione di maggiori rendimenti futuri.

Esistono tuttavia dei rischi, di perdita finanziaria o reputazionale legati all'indifferenza o alla mancanza di consapevolezza nell'applicare le normative ai processi produttivi dell'impresa.

Grazie ai dati ESG possono essere individuate opportunità di investimento in grado di performare nel lungo periodo, prendendo come esempio le case automobilistiche è possibile analizzare come queste reagiscano al passaggio del motore elettrico e il conseguente abbandono del motore termico nelle automobili, in modo tale da selezionare l'emittente che non soltanto applica le politiche sostenibili, bensì le integra coi fattori ESG.

La strategia Best-in-class Screening è un criterio che seleziona gli emittenti migliori all'interno di un universo, una categoria o una classe di attivo secondo il Rating ESG, non trascurando il raggiungimento degli obiettivi finanziari. Nell'universo si distinguono quindi le aziende che pongono maggiore attenzione a problematiche ambientali, sociali e di governance, attirando maggiori investimenti e la mitigazione dei rischi.

Gli investimenti tematici rispecchiano temi sostenibili come l'efficienza energetica, le energie rinnovabili, l'invecchiamento della popolazione e la gestione delle risorse idriche. A differenza della Best-in-class si supportano le emittenti che si impegnano ad affrontare sfide sociali e ambientali e specifiche, poste come dei veri e propri obiettivi strategici in funzione dei quali viene adottato il modello di business.

In queste due strategie citate è fondamentale prestare particolare attenzione e tempo allo studio di una strategia di diversificazione efficace per ridurre il rischio degli investitori.

Il Negative Screening, ovvero l'esclusione etica, prevede l'esclusione di singoli emittenti, settori o Paesi dall'universo investibile secondo determinati principi e valori, come la produzione e/o vendita di armi, l'impiego di combustibili fossili. Vengono esclusi quindi, coloro che sono coinvolti in attività non conformi ai valori etici degli investitori e ai standard globali¹⁹, come i diritti umani e la lotta alla corruzione.

Attraverso questa strategia si basa la mitigazione dei rischi ESG e la generazione di impatti positivi, eliminando le aziende non sostenibili dal portafoglio, mentre per gli investitori istituzionali, si ha la possibilità di pareggiare il portafoglio ai valori etici e morali dei privati attraendo nuovi investitori. I criteri alla base dell'esclusione etica sono due, il primo è quello più utilizzato, ossia controllare una blacklist preesistente contenente i nomi delle aziende e settori da considerare fuori dal target degli investitori, mentre il secondo criterio più specifico, l'investitore crede che ci siano delle caratteristiche in comune tra le imprese da evitare, come la generazione del fatturato su settori considerati non etici.

Questa strategia ha dei svantaggi, come la poca efficacia nel produrre impatto positivo, difatti escludere aziende o settori non comporta una pressione necessaria per trovare aziende che siano sostenibili, inoltre si rischia di non finanziare aziende che con il giusto supporto potrebbero produrre benefici sociali. Per sopperire a questi svantaggi, bisogna considerare la materiality²⁰ dell'emittente ritenuto controverso e la natura dell'attività di business, il vantaggio di questa strategia è di poter investire senza avere abbastanza esperienza nell'analisi e impiegare meno tempo nella ricerca di un'azienda/settore che rispecchia gli ideali perseguiti dall'investitore. L'accostamento della strategia di esclusione a quella di integrazione può trarre benefici se basata sulle particolari preferenze degli investitori della

¹⁹ Come le normative ESG definite dalle Nazioni Unite.

²⁰ Un concetto all'interno della revisione contabile e della contabilità relativa all'importanza di un importo, transazione o discrepanza.

prima e sulla valutazione ESG della seconda, in modo tale da diminuire le mancanze di entrambi gli approcci.

Il metodo di Engagement and Voting on sustainability matters è fondato sulla partecipazione attiva degli investitori nella vita aziendale, con l'esercizio del voto delle azioni possedute ed il dialogo diretto con il management, coinvolgendo le questioni ESG. Questa strategia è composta di tre passaggi, il primo è quello di influenzare il percorso aziendale verso la creazione di valore in maniera sostenibile, il secondo è supportare questa decisione e la gestione aziendale per mitigare il rischio ESG, oltre a implementare politiche in grado di soddisfare tali obiettivi. Per attuare questo approccio, bisogna avere una partecipazione particolarmente attiva nel progetto da parte degli investitori, risulta quindi essere impegnativa e dispendiosa, poiché la quota di azioni possedute per avere un'influenza rilevante necessita una spesa di risorse nel medio-lungo periodo, con un ritorno economico nel lungo periodo.

Possono essere create delle sinergie con le strategie precedenti, con sufficienti risultati nella generazione di impatti positivi e in grado di determinare i cambiamenti all'interno di un qualsiasi fondo anche attraverso la "washing-machine", ovvero prendere una quota rilevante di un emittente non sostenibile e trasformarlo per farle acquisire valore e rivenderla al mercato ad un prezzo maggiore.

L'impact investing consiste nell'investire in imprese, organizzazioni e fondi con l'intenzione di produrre un impatto socio-ambientale positivo e soprattutto misurabile, assieme a un ritorno finanziario, può essere realizzato sia in Paesi emergenti sia sviluppati.

Circa il 22% dei fondi pensione in Nord America, Europa, Asia e Australia ha già implementato o sta implementando strategie di impact investing, con un patrimonio complessivo di 3.300 miliardi di euro.²¹

L'avanzata di questo tipo di strategia è dovuta a due fattori: quello di raggiungere entro il 2050 l'obiettivo globale di zero emissioni e di attuare i 17 obiettivi per lo sviluppo sostenibile stipulati nell'agenda 2030, quindi vi è la necessità di mobilitare ingenti somme di capitale grazie ai fondi e gli ETF²².

²¹ *Impact Investing 2.0-Advancing into public markets*, DWS and Create-Research, 2022.

²² Fondi di investimento quotati sui mercati, come ad esempio le azioni.

Tra le principali caratteristiche dell'impact investing c'è quella di offrire agli investitori la possibilità di avere performance finanziarie con soluzioni rispettose dei loro valori, sostenendo società a impatto sociale e misurando parallelamente l'impatto di un investimento ai rendimenti economici, ciò consente all'investire di avere un quadro completo della situazione aziendale.²³

Il Blackrock Investment Institute, una divisione del più grande asset management del mondo, afferma che gli investitori dal 2019 hanno compreso un punto fondamentale, la sostenibilità è il futuro degli investimenti, grazie a una maggiore trasparenza delle informazioni riguardanti questo universo.²⁴

		Low cost SRI	High cost SRI			
		Ex-ante		Ex-post		
Broad SRI	Negative/ exclusionary screening			Corporate engagement & shareholder action		
	ESG integration					
Core SRI	Norms-based screening			Sustainability-themed investing		
	Positive/ best-in-class screening			Impact investing		

Figura 8. Nomenclatura delle strategie SRI (Fonte: EUROSIF)

Nella tabella precedente sono individuate le varie strategie SRI e differenziate a seconda del loro costo, sia di risorse sia temporale, oltre a come viene incentrato all'interno della strategia aziendale il tema della sostenibilità.²⁵

²³ *Principles for Responsible Investment*, United Nations, 2006.

²⁴ Blackrock (2019), *Investment Stewardship Annual Report*, Blackrock, p. 5.

²⁵ Eurosif (2018), *European SRI Study*, Eurosif, pp. 17-21.

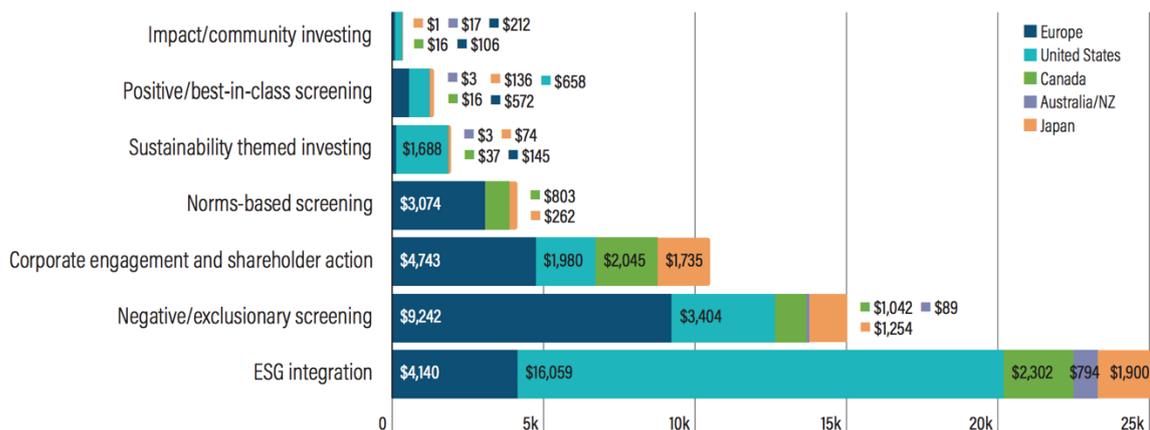


Figura 9. Assets investimenti sostenibili 2020 (Fonte: GSIR, 2020)

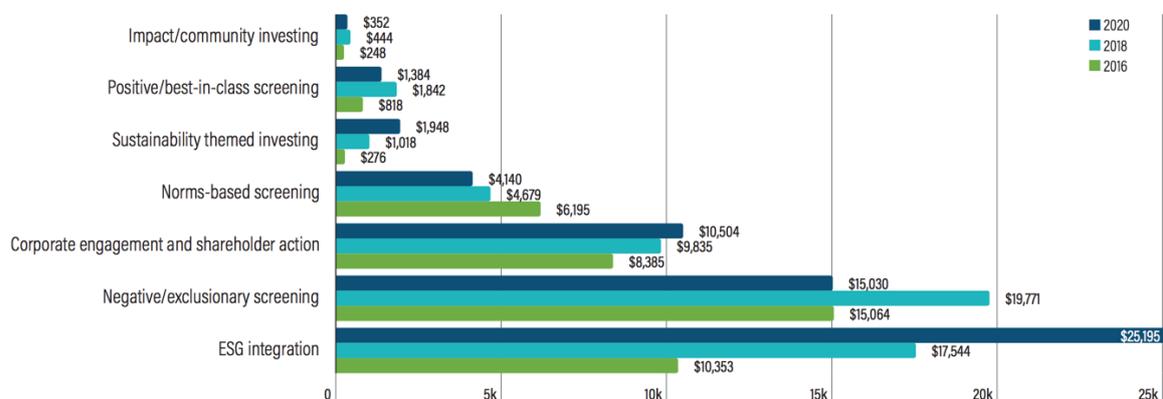


Figura 10. Crescita globale delle strategie SRI 2016-2020 (Fonte: GSIR, 2020)

Dalle tabelle del report pubblicato da GSIA nel 2020 si può notare come l'integrazione ESG sia la strategia SRI più utilizzata dai vari Paesi presenti nell'indice, con un patrimonio complessivo di USD 25,2 trilioni. La seconda strategia più seguita è l'esclusione etica (USD 15,9 trilioni), mentre nel 2018 era la prima.

Questo spostamento verso l'integrazione ESG è stato particolarmente pronunciato in Giappone, in generale però, molte organizzazioni di investimento utilizzano una combinazione di strategie, piuttosto che affidarsi a una sola.

D'altra parte ha registrato una crescita negativa il Norms-based screening, con una traiettoria più variabile.

Nel report di GSIA viene anche mostrato che l'80% degli investimenti sostenibili a livello globale è rappresentato dagli Stati Uniti e dall'Europa, seguiti in piccola parte dal Giappone (8%), Canada (7%) e Nuova Zelanda (3%).

Gli asset under management (AUM)²⁶, etichettati come SRI, hanno avuto un aumento del 15% rispetto al biennio 2018-2020, raggiungendo USD 35,3 trilioni nei mercati dei Paesi precedentemente elencati. Nel 2025 è prevista una crescita annua del mercato degli investimenti socialmente responsabili pari al 15%, raggiungendo un ammontare di AUM pari a USD 50 miliardi.

	2014	2016	2018	2020	GROWTH PER PERIOD			COMPOUND ANNUAL GROWTH RATE (CARG) 2014-2020
					GROWTH 2014-2016	GROWTH 2016-2018	GROWTH 2018-2020	
Europe* (EUR)	€9,885	€11,045	€12,306	€10,730	12%	11%	-13%	1%
United States (USD)	\$6,572	\$8,723	\$11,995	\$17,081	33%	38%	42%	17%
Canada (CAD)	\$1,011	\$1,505	\$2,132	\$3,166	49%	42%	48%	21%
Australasia* (AUD)	\$203	\$707	\$1,033	\$1,295	248%	46%	25%	36%
Japan (JPY)	¥840	¥57,056	¥231,952	¥310,039	6,692%	307%	34%	168%

Figura 11. Crescita degli asset di investimento sostenibili (Fonte: GSIR, 2020)

Osservando i dati della tabella nel 2020, è possibile notare come il Canada ha registrato il maggior aumento degli asset gestiti in maniera sostenibile, pari al 48%, mentre nel periodo 2016-2018 l'Australasia ha avuto la crescita maggiore con il 46%.

Fa scalpore il biennio 2018-2020 per l'Europa, con un trend negativo del 13%, legata a norme particolarmente stringenti riguardo il modo con cui venivano definiti gli investimenti sostenibili.

2.3 Il concetto di Rating ESG

“Oggi per valutare un'impresa o un investimento non basta più guardare ai soli dati finanziari. Sempre più spesso le decisioni di investimento e le valutazioni sui piani aziendali tengono conto dei fattori extra-finanziari, ovvero dei fattori ESG, che giocano un ruolo

²⁶ Il volume di risparmio gestito, inclusi fondi comuni, gestioni patrimoniali in fondi o mobiliare, il risparmio assicurativo e il risparmio amministrato.

fondamentale nel determinare la strategia di sostenibilità di un investimento nel medio-lungo periodo”.²⁷

Le agenzie di Rating sono degli intermediari finanziari che si posizionano tra gli enti che emettono titoli (aziende, società pubbliche/private, Stati) e gli investitori (privati o pubblici), producendo valutazioni delle caratteristiche economico-finanziarie con l'intento di fornire agli investitori le informazioni circa il valore dei titoli stessi.

In italiano il significato della parola rating è “valutazione”, oltre a ciò, le agenzie offrono un altro strumento dal nome “outlook”, cioè “previsione” a medio-lungo termine su uno Stato o un'azienda riguardo le sue condizioni future, con un outlook positivo l'emittente avrà dei progressi e delle condizioni migliori rispetto al presente, viceversa avrà dei peggioramenti se pronosticato un outlook negativo.²⁸

L'obiettivo delle agenzie è di esprimere un giudizio il più possibile vicino alla realtà e corretto, nonostante questo, la valutazione espressa potrà essere verificata soltanto nel futuro, non avendo certezza che possa compiersi, gli investitori devono riporre la propria fiducia in queste previsioni. Può accadere che queste valutazioni vengano revisionate con il passare del tempo e dei fatti, aggiungendo nuovi dati e informazioni.

Le agenzie di Rating ESG si differenziano dalle tradizionali agenzie di rating per l'analisi e il tipo di informazioni che vengono valutate, oltre a tenere in considerazione gli aspetti di natura finanziaria, sono analizzate tutte le operazioni che l'emittente intraprende o ha intrapreso ai fini della sostenibilità, comportamenti in merito alle tematiche ambientali, sociali e di governance.

A svolgere una parte fondamentale nel divulgare informazioni sui temi ESG sono i data provider, ad oggi circa l'85% del valore di un'azienda deriva da beni immateriali come la proprietà intellettuale e la reputazione, ecco perché bisogna raccogliere e analizzare una grande quantità di dati, l'importanza delle informazioni ESG è in continua crescita.²⁹

Gli ESG Ratings (Environmental, Social and Governance) forniscono agli investitori un metodo standardizzato per valutare le prestazioni di un'azienda o di un'emittente in termini di impatto ambientale, sociale e prassi di governance aziendale:

- Criterio ambientale (Environmental): si riferisce all'impatto delle attività dell'azienda sull'ambiente naturale. Include questioni come l'uso delle risorse

²⁷ Dal Fabbro L. (2022), ESG: la misurazione della sostenibilità, Rubbettino.

²⁸ Fonte: Priamo.

²⁹ Fonte: Finscience.

naturali, l'efficienza energetica, le emissioni di gas serra, la gestione dei rifiuti, la tutela della biodiversità e altre tematiche legate alla sostenibilità ambientale.

- Criterio sociale (Social): Questa componente riguarda il modo in cui l'azienda gestisce le relazioni con i suoi dipendenti, clienti, fornitori e le comunità in cui opera, tratta di aspetti come la diversità e l'inclusione sul luogo di lavoro, la sicurezza e la salute dei dipendenti, le pratiche di gestione delle catene di approvvigionamento responsabili, l'impatto sociale positivo nell'ambito delle comunità locali e altri fattori sociali.
- Governance: si focalizza sulla struttura di governo e di gestione dell'azienda, cioè la qualità della leadership aziendale, la trasparenza delle informazioni finanziarie, la presenza di consigli di amministrazione indipendenti, i meccanismi di controllo interno e la responsabilità dei dirigenti aziendali verso gli azionisti e gli altri stakeholder.

La selezione degli indicatori può variare in base al settore industriale e alle specifiche priorità delle aziende, le agenzie di Rating ESG valutano spesso le aziende tramite una combinazione di questi indicatori, attribuendo loro punteggi e classifiche che riflettono il loro impegno e le loro performance relative rispetto ai fattori ESG. Queste valutazioni aiutano gli investitori, i consumatori e altre parti interessate a prendere decisioni informate in merito agli investimenti, alle partnership commerciali e alle scelte di consumo, inoltre questi report possono evidenziare le aree in cui un'azienda sta facendo progressi e quelle in cui migliorare.

MSCI³⁰ è una delle principali agenzie di Rating ESG ed è nota per i suoi “ESG Ratings”, utilizzano un processo di valutazione che combina dati provenienti da fonti pubbliche e private per valutare le aziende in base a indicatori specifici per ciascuna categoria ESG, i punteggi sono assegnati su una scala da AAA (migliore) a CCC (peggiore). Secondo la recente classifica di P&I, MSCI serve 97 dei 100 più grandi asset managers a livello globale. La metodologia di rating ESG di MSCI³¹ è fondata sull'analisi di rischi e opportunità legati agli argomenti più rilevanti nell'ambito di responsabilità sociale d'impresa, individua le esternalità negative prodotte dalle imprese di uno specifico settore che si trasformeranno in

³⁰ Morgan Stanley Capital International.

³¹ MSCI ESG Research (2022), MSCI ESG Ratings Methodology, Morgan Stanley Capital International, pp. 34-36.

un costo inatteso nel medio-lungo termine e, le opportunità che potranno essere sfruttate per capitalizzare. Il modello risponde a quattro domande chiave:

1. Per ogni settore di riferimento, quali sono i rischi e le opportunità più rilevanti che le aziende devono affrontare, relativamente ai fattori ESG?
2. Quanto è esposta, ciascuna impresa, a tali rischi e opportunità?
3. Come vengono gestiti da ogni azienda tali rischi e opportunità?
4. Qual è l'immagine complessiva dell'organizzazione e come si posiziona in relazione dei suoi industry peer?

La tematica di governance è sempre considerata rilevante all'interno della valutazione, indipendentemente dal settore preso in esame, la metodologia è strutturata secondo un approccio per settori attraverso la classificazione GICS³².

Ogni pilastro ESG è composto da varie tematiche, scomponibili in set di fattori chiave:

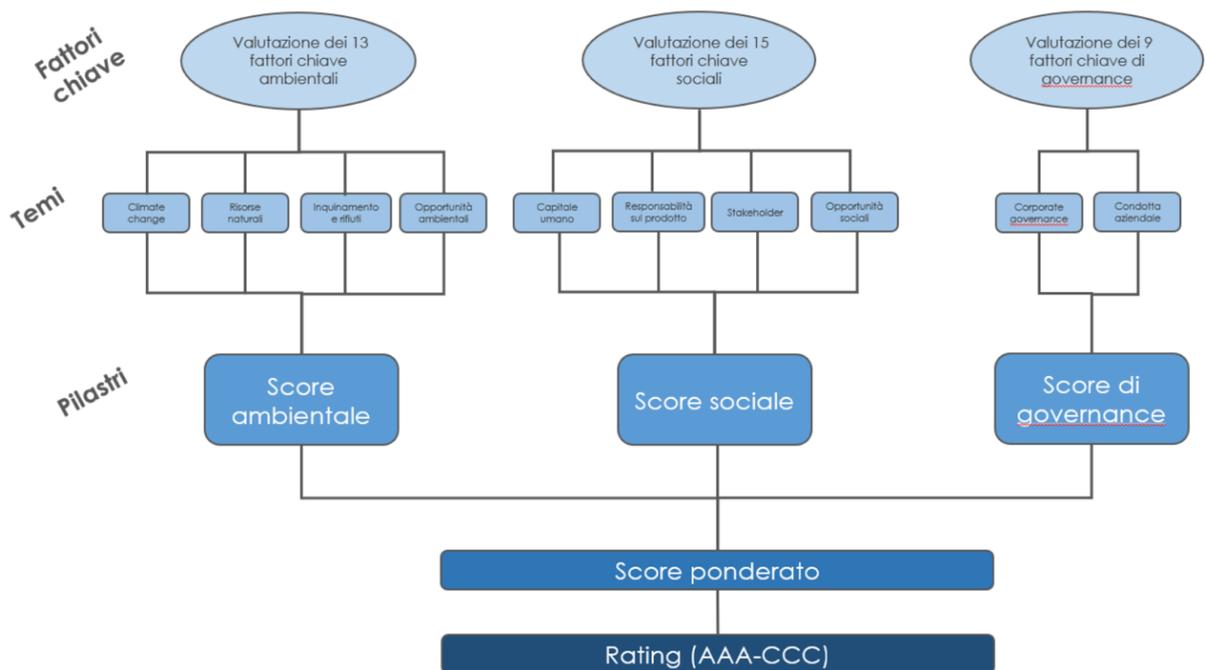


Figura 12. Livelli di analisi della metodologia MSCI (Fonte: MSCI)

I temi ambientali sono per esempio il cambiamento climatico, le risorse naturali e l'inquinamento, che sono riassunti dallo score ambientale, mentre i temi sociali come il capitale umano, gli stakeholder e la responsabilità sul prodotto sono racchiusi nello score

³² Standard di classificazione settoriale pubblicati da MSCI e Standard & Poor's a beneficio della comunità finanziaria globale.

sociale. Infine, fanno parte dello score di governance la corporate governance dell'impresa e la condotta aziendale. Per arrivare al rating finale, lo score ponderato viene confrontato su un intervallo determinato contenente una media degli score realizzati negli ultimi tre anni dalle aziende che appartengono al settore preso in analisi, il range è compreso tra i percentili 2,5 e 97,5. Riassumendo, la metodologia di MSCI non intende fornire una valutazione assoluta bensì relativa e commisurata ai peer³³ di settore.

Per determinare i rischi e le opportunità che l'azienda presa in esame potrebbe avere nel medio-lungo termine, la prima parte di analisi riguarda i trend su scala globale come la crescente attenzione riguardo il cambiamento climatico, la scarsità di risorse e il mutamento demografico, mentre la seconda parte include la natura specifica dell'operatività del settore e dell'aziende che ne fanno parte. Un rischio o un'opportunità vengono considerati rilevanti quando è probabile che comportino un costo o un profitto significativo per l'azienda, sono analizzate esternalità come la quantità di emissione di carbonio da parte dell'emittente, o la quantità di risorse utilizzate per la produzione di un'unità di un dato prodotto o servizio. Ogni fattore chiave di un determinato settore assume un peso compreso tra il 5% e il 30% del rating complessivo e la sua ponderazione avviene secondo la seguente tabella:

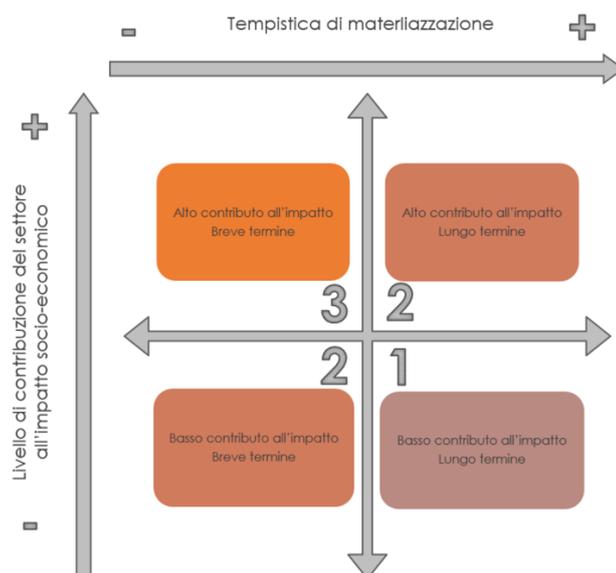


Figura 13. Approccio di rilevazione dei pesi per i fattori chiave (Fonte: Una valutazione su misura per le PMI)

Il modello di MSCI valorizza la comprensione del livello di esposizione dell'impresa al rischio esaminato e la modalità di gestione del rischio stesso, per ottenere un buon punteggio

³³ Gruppo di aziende o titoli finanziari che operano nello stesso settore o in settori simili che vengono utilizzati come punto di riferimento per valutare la performance e le caratteristiche di un'azienda o titolo specifico.

su un determinato fattore chiave, l'azienda deve mettere in pratica una strategia di gestione commisurata al grado di intensità che il rischio relativo al fattore chiave assume rispetto al suo campo di azione, per esempio un'azienda con un alto livello di esposizione deve essere caratterizzata da un'ottima gestione per raggiungere una buona valutazione dell'operato.³⁴ Nel report annuale del 2022, MSCI ha affermato lo sviluppo di soluzioni convenienti per gli investitori, introducendo diversi prodotti per aiutare a chiarire i rischi e le opportunità legati al clima, per esempio lo strumento “Total Portfolio Footprinting (TPF)” fornisce dati riguardanti le emissioni di carbonio su oltre 4 milioni di titoli finanziari. TPF ha svolto un ruolo fondamentale per chiudere accordi strategici con asset managers, proprietari di asset, banche e compagnie assicurative.

Un'altra nuova soluzione offerta dall'agenzia MSCI per far allineare le società finanziarie con le banche europee è il quadro prudenziale “ESG Pillar 3”, che richiede alle società di divulgare i rischi climatici. Mentre, gli indici MSCI Climate Action individuano le aziende di tutto il mondo che adottano misure concrete per ridurre le loro emissioni e reinventare le loro operazioni per un mondo net-zero. Per l'intero anno, è stata registrata una crescita dell'80% del tasso di esecuzione del clima in tutti i segmenti di prodotti, inclusa una crescita del 94% nelle Americhe.

Gli investitori focalizzati sul cambiamento climatico si affidano all'analisi per identificare i principali fattori di rischio e ritorno finanziario, quindi non sorprende che i prodotti climatici siano diventati una fonte importante di crescita per il segmento Analytics di MSCI, le vendite in questo ambito hanno raggiunto nuovi massimi rispetto agli anni precedenti.

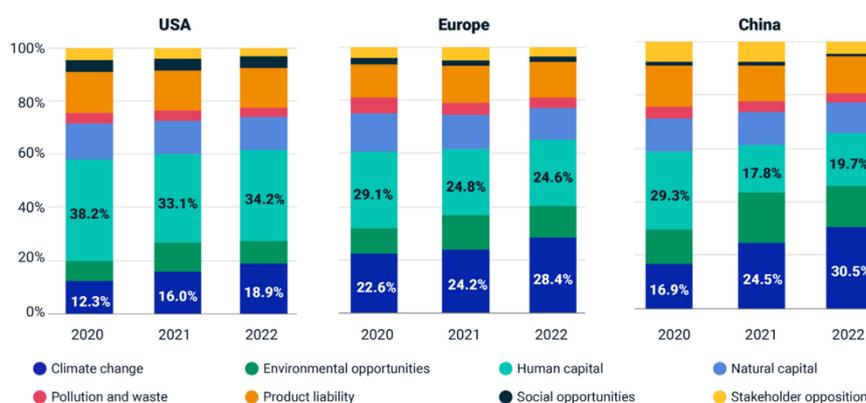


Figura 14. Trends in news mentions globally (Fonte: MSCI Report)

Dal punto di vista aziendale, chi si presenta al mercato come azienda “sostenibile” attira molti investitori, portando loro benefici in termini di gestione del rischio, riduzione dei costi,

³⁴ ALTIS (2019), Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI, Alta Scuola Impresa e Società, pp. 5-7.

accesso al capitale, relazioni con i clienti, gestione delle risorse umane e capacità di innovazione.

Thomson Refinitiv è stata una società che forniva una vasta gamma di servizi e soluzioni per aiutare gli investitori, le aziende e gli esperti finanziari a prendere decisioni informate. Nel 2020. È stata acquistata da London Stock Exchange Group e ora opera come parte di tale.

I rating di Refinitiv risultano più dettagliati rispetto a quelli di MSCI, con 12 classi che vanno dalla valutazione di A+ a quella di D-.³⁵

Questi punteggi si basano su oltre 630 indicatori chiave di performance per avere una valutazione più uniforme possibile, il modello di rating è basato su due tipi di punteggi, il punteggio ESG, che misura la performance ESG dell'azienda con dati e informazioni di dominio pubblico, mentre il secondo è il punteggio ESGC, che sovrappone la precedente misurazione alle controversie legate ai fattori ESG per verificare la sostenibilità nel tempo da parte dell'emittente. Nel 2021, Refinitiv ha annunciato che sul proprio sito web i punteggi ESG delle società sono disponibili gratuitamente, promuovendo la trasparenza sulle informazioni ESG di oltre 10.000 aziende.³⁶

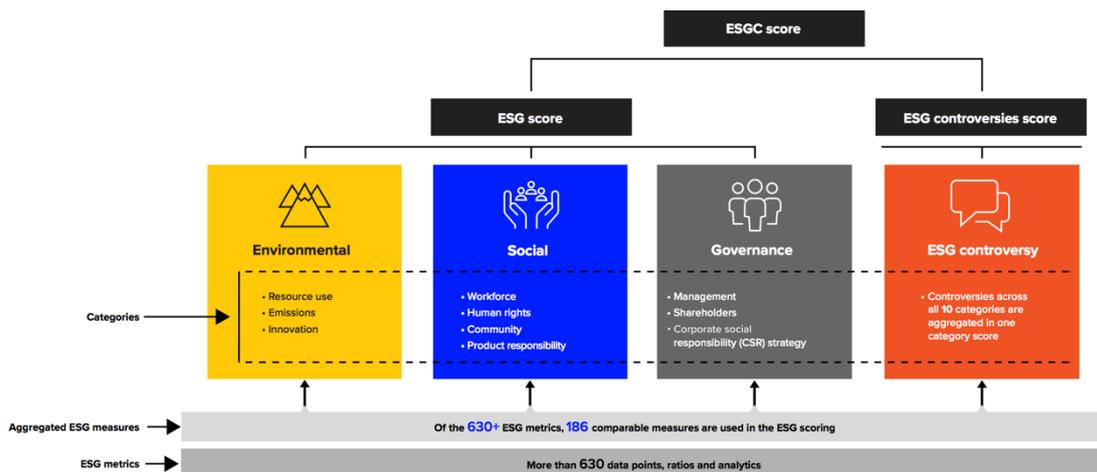


Figura 15. Modello di rating di Refinitiv (Fonte: ESG Scores from Refinitiv)

³⁵ Refinitiv ESG (2020), Company Report View, Refinitiv, pp. 10-13 .

³⁶ Refinitiv ESG (2022), ESG Scores from Refinitiv, Refinitiv, pp. 3-5.

Score range	Grade	Description
0.0 <= score <= 0.083333	D -	'D' score indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.083333 < score <= 0.166666	D	
0.166666 < score <= 0.250000	D +	
0.250000 < score <= 0.333333	C -	'C' score indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.333333 < score <= 0.416666	C	
0.416666 < score <= 0.500000	C +	
0.500000 < score <= 0.583333	B -	'B' score indicates good relative ESG performance and above-average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.583333 < score <= 0.666666	B	
0.666666 < score <= 0.750000	B +	
0.750000 < score <= 0.833333	A -	'A' score indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.833333 < score <= 0.916666	A	
0.916666 < score <= 1	A +	

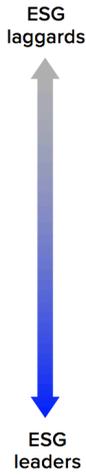


Figura 16. Punteggio assegnato da Refinitiv (Fonte: ESG Scores from Refinitiv)

Il punteggio corrispondente ad “A” indica una performance ESG relativa eccellente e un elevato grado di trasparenza nel riportare pubblicamente i dati ESG rilevanti. Il punteggio peggiore è “D”, che indica delle performance ESG relative scarse e un grado di trasparenza nel pubblicare dati ESG insufficiente.

I 630 indicatori utilizzati sono raggruppati in 186 gruppi, a loro volta divisi in 10 categorie che costituiscono i tre criteri, ambientale, sociale e governance.

Il pilastro ambientale è costituito dalle categorie dell’uso delle risorse, emissioni e innovazioni, quello sociale è calcolato in base ai dipendenti, i diritti umani, comunità locali e la responsabilità dei prodotti, infine il criterio della governance è valutato attraverso l’analisi della gestione aziendale, degli azionisti e della strategia di corporate social responsibility (CSR)³⁷.

La metodologia di scoring utilizzata è basata sul percentile, che viene applicato ad ognuna delle dieci categorie e alle controversie, mentre MSCI copre essenzialmente gli aspetti di governance classici, ovvero la composizione del board, la remunerazione dei manager, i controlli sull’amministrazione e il codice etico di condotta, Refinitiv attribuisce una forte importanza alle controversie legate ai vari criteri, per esempio i diritti umani che non sono presi in analisi da parte di MSCI.

³⁷ Definita dall’Unione Europea come “Integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate”.

PILASTRO	ASPETTO MSCI	ASPETTO Thomson Refinitiv
Ambiente	Cambiamento climatico	
	Risorse naturali	Utilizzo delle risorse
	Inquinamento e rifiuti	Emissioni
	Opportunità ambientali	Innovazione
Società	Capitale umano	Lavoratori
	Responsabilità sul prodotto	Responsabilità sul prodotto
	Contrasti con gli stakeholder	
	Opportunità sociali	Comunità locali
		Diritti umani
Governance	Corporate <i>governance</i>	
	Condotta aziendale	Gestione aziendale
		Azionisti
		Strategia di CSR

Figura 17. Confronto aspetti MSCI / TR (Fonte: Una valutazione su misura per le PMI)

Osservando la tabella è evidente che la Governance rappresenti l'elemento più distintivo tra i rating elaborati dalle due agenzie, d'altra parte il tema Società presenta molti punti in comune ma con delle differenze: in primo luogo MSCI definisce a parte le controversie di carattere sociale, mentre TR le integra nel modello come possibile vedere nella figura 17.

Il pilastro dell'Ambiente è quello che presenta maggiore convergenza riguardo le aree tematiche, solamente il cambiamento climatico viene valorizzato da MSCI e non da Refinitiv, sulla sostenibilità ambientale c'è un'ampia e consolidata storia finanziaria dalla quale sono scaturite le riflessioni circa gli altri aspetti che oggi compongono il concetto di sostenibilità.³⁸

La modalità di assegnazione dei punteggi di MSCI è di tipo valutativo, sulla base di quanto risulta essere rilevante il rischio o l'opportunità a seconda dei casi, e quanto viene reputata efficace la strategia adottata dalla società per affrontare l'esposizione.³⁹

La metodologia di valutazione di Refinitiv invece, è quella di attribuire punteggi sulla base di numerosi indicatori per ogni tipo di settore, in modo tale da assegnare punteggi comparabili e non assoluti.

MSCI attribuisce pesi diversi a seconda dell'industria esaminata facendo riferimento alle due dimensioni, di tempistica di materializzazione e di livello di contribuzione all'impatto, TR non pondera gli indicatori ma utilizza una media aritmetica dei fattori.

³⁸ ALTIS (2019), Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI, Alta Scuola Impresa e Società, pp. 19-20.

³⁹ Billio M., Costola M., Hristova I., Latino C., Pelizzon L. (2020), Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and Performance, Leibniz Institute, pp. 9-12.

Ci sono diverse criticità associate alle metodologie di valutazione ESG, la prima è che le aziende possono scegliere di comunicare soltanto le informazioni ESG che ritengono favorevoli, inoltre alcune informazioni potrebbero non essere facilmente accessibili o verificabili, il che può portare a una mancanza di dati accurati e completi.

Non esiste un'unica definizione di cosa costituisca una buona performance ESG, le agenzie di Rating ESG possono utilizzare criteri diversi e dare peso diverso agli indicatori, portando a valutazioni inconsistenti e difficoltà nell'effettuare confronti tra aziende e settori diversi (mancanza di standardizzazione). Oltre a ciò, le performance ESG variano tra i settori industriali, questo significa che una valutazione ESG di un'azienda all'interno di un settore specifico potrebbe non essere direttamente confrontabile con un'altra azienda in un diverso settore; gli indicatori ESG possono cambiare nel tempo a causa di sviluppi aziendali o nuove informazioni, causando l'aggiornamento delle metodologie di valutazione delle agenzie.⁴⁰

Alcune aziende potrebbero cercare di migliorare artificialmente i loro punteggi ESG attraverso comunicazioni ingannevoli o superficiali, come citato precedentemente il fenomeno del greenwashing.

Le questioni ESG sono spesso complesse e interconnesse, i metodi di valutazione potrebbero non catturare completamente l'impatto delle azioni aziendali su vari aspetti ESG poiché molti indicatori sono basati su dati quantitativi, ma alcune questioni come la cultura aziendale o la gestione del rischio sono difficili da quantificare e possono richiedere valutazioni qualitative.

In conclusione, tra gli ultimi svantaggi, c'è il fatto che le valutazioni ESG richiedono un certo periodo di dati per essere significative, le aziende giovani e quelle con poca storia potrebbero non avere abbastanza dati per ottenere una valutazione dettagliata e le valutazioni possono concentrarsi anche su fattori non finanziari, sollevando interrogativi sul loro impatto diretto sulle performance finanziarie e sulla loro rilevanza per gli investitori.

La Commissione Europea sta lavorando alla creazione di principi per attribuire la qualifica di attività economiche sostenibili, mentre l'investitore per tutelarsi dai rischi può leggere attentamente la documentazione dei prodotti offerti, verificare la correttezza delle informazioni fornite e la trasparenza. La maggior parte delle società di gestione sigla partnership con più provider ESG contemporaneamente, questo perché permette sia di aumentare la copertura per classe di attività e per area geografica, sia di ricevere diversi tipi di valutazioni ESG da enti differenti.⁴¹

⁴⁰ ALTIS (2019), Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI, Alta Scuola Impresa e Società, p. 41.

⁴¹ IOSCO (2021), ESG Ratings and Data Products Providers Consultation Report, IOSCO, pp. 36-37.

2.4 Conclusioni

Nel secondo capitolo dell'elaborato, l'evoluzione delle strategie di investimento SRI e il Rating ESG, emerge chiaramente come i fattori ambientali, sociali e di governance abbiano guadagnato importanza nell'arena degli investimenti.

Le strategie SRI, incentrate sull'integrazione di criteri etici e valori sociali nelle decisioni finanziarie, rappresentano un passo in avanti significativo nell'allineare gli obiettivi finanziari con l'impatto sociale e ambientale. L'evoluzione dell'industria dell'investimento ha visto l'adozione sempre maggiore di rating ESG come strumento per valutare le aziende sotto una luce più ampia, andando oltre i tradizionali indicatori finanziari. I rating ESG consentono agli investitori di valutare le performance delle aziende non solo in termini di profittabilità, ma anche in termini di sostenibilità e responsabilità sociale. Tuttavia, mentre l'interesse per i rating ESG è cresciuto, sono emerse diverse sfide, tra cui la necessità di armonizzare i criteri ESG, stabilire standard globali e garantire dati affidabili e tempestivi.

Le strategie SRI e i rating ESG hanno dimostrato il loro impatto sia sulle decisioni di investimento sia sul comportamento delle aziende stesse. Gli investitori ora cercano di selezionare aziende che rispettino criteri ESG elevati, riconoscendo che tali pratiche possono influenzare positivamente la performance finanziaria a lungo termine. Le aziende, d'altra parte, stanno rispondendo all'interesse degli investitori migliorando le loro pratiche sostenibili e promuovendo una maggiore trasparenza, stimolate dalle agenzie di rating come MSCI e Refinitiv, con metodologie diverse ma entrambe efficienti.

Tuttavia, è importante riconoscere che le sfide persistono, la definizione di standard globali, la raccolta di dati affidabili e l'efficacia dell'engagement con le aziende richiedono ancora attenzione e sforzi collettivi. Nonostante ciò, le strategie SRI e i rating ESG continuano a guidare l'industria verso una maggiore integrazione di considerazioni etiche e sostenibili nell'ambito degli investimenti.

In definitiva, il capitolo sottolinea come le strategie SRI e i rating ESG stiano plasmando il futuro dell'investimento, spingendo verso una maggiore consapevolezza degli impatti sociali e ambientali delle scelte finanziarie. Con una crescente attenzione alla sostenibilità e alla responsabilità sociale, gli investitori possono contribuire a promuovere un cambiamento positivo sia nei mercati finanziari che nella società nel suo complesso.

CAPITOLO 3

L'INCLUSIONE DEGLI INVESTIMENTI ESG IN UN PORTAFOGLIO DIVERSIFICATO

3.1 Introduzione

Nel terzo e ultimo capitolo dell'elaborato si propone di esplorare in modo approfondito il modello di media-varianza-ESG, una metodologia che unisce il potere dell'analisi finanziaria tradizionale con le considerazioni ESG.

Questo approccio ibrido rappresenta un passo in avanti nell'ottimizzazione dei portafogli, in quanto tiene conto sia dei traguardi finanziari che delle preoccupazioni legate alla sostenibilità e alla responsabilità aziendale.

Saranno dimostrate le varie teorie degli indicatori di cui è composto il modello, tra cui il rendimento atteso, la varianza e la covarianza di un portafoglio ESG, oltre alle varie unità di misura che vengono utilizzate per calcolare la sensibilità ai cambiamenti di un titolo e la relazione tra il rendimento atteso e la gestione del rischio di perdita.

Nella seconda sezione del capitolo verrà illustrato un caso di studio riguardante i portafogli a rischio moderato, come la gestione del rischio e l'allocazione degli asset siano cambiati nel corso del tempo. Grazie all'integrazione dei criteri ESG gli investitori hanno nuove alternative rispetto all'investimento tradizionale, in grado di offrire gli stessi risultati del precedente ma salvaguardo l'ambiente, la società e la governance.

In sintesi, il capitolo presenta una finestra sul futuro degli investimenti, che integra le considerazioni ESG con gli aspetti finanziari. Attraverso il caso studio di un portafoglio a rischio moderato, verrà illustrato come il modello di media-varianza-ESG possa essere una guida preziosa nella creazione di portafogli che rispondano alle esigenze complesse degli investitori moderni, con una focalizzazione sul bilanciamento di rendimenti, rischio e sostenibilità.

3.2 Il modello di media-varianza-ESG

Il modello di media-varianza è un concetto fondamentale nella teoria moderna del portafoglio sviluppata da Harry Markowitz⁴², questo modello aiuta gli investitori a selezionare un portafoglio ottimale che massimizzi il rendimento atteso per un dato livello di rischio e minimizzi il rischio per un determinato livello di rendimento atteso.

Per ogni titolo nel portafoglio viene stimato il rendimento atteso, che rappresenta la media ponderata dei possibili rendimenti futuri, ciascuno pesato dalla probabilità di realizzazione. Di ogni titolo viene calcolata la varianza, che misura la dispersione dei rendimenti attesi rispetto alla loro media, inoltre vengono calcolate le covarianze per studiare come i rendimenti di un titolo si muovono in relazione agli altri. Viene creata la cosiddetta “frontiera efficiente”, ovvero una curva che rappresenta tutte le possibili combinazioni di portafoglio in grado di offrire il massimo rendimento atteso per un dato livello di rischio, o viceversa. La diversificazione riduce il rischio complessivo di un portafoglio, investendo in titoli con covarianza negativa (che si muovono in direzioni diverse) aiuta a mitigare il rischio sistemico.⁴³

Il modello di media-varianza-ESG è un'estensione del classico modello precedentemente spiegato, che tiene conto dei fattori ESG oltre degli obiettivi finanziari prefissati. Inizialmente vengono selezionati i titoli che soddisfano criteri ESG specifici, basandosi su dati e punteggi forniti dalle agenzie di rating ESG o da altre fonti attendibili. Seguendo le orme del modello tradizionale, vengono stimati i rendimenti attesi futuri e le varianze di ciascun titolo ESG selezionato (le stime possono derivare da analisi storiche, previsioni finanziarie o modelli statistici). Nel processo di ottimizzazione della curva della frontiera efficiente, oltre ai tradizionali vincoli di rischio e rendimento, vengono applicati vincoli legati ai tre pilastri ESG, come l'imposizione di una soglia minima per i punteggi ESG dei titoli inclusi nel portafoglio.

L'investitore può quindi selezionare un portafoglio ottimale dalla frontiera efficiente che soddisfi i suoi obiettivi finanziari e le considerazioni ESG; poiché i dati riguardo la sostenibilità e le condizioni di mercato cambiano nel tempo, è importante monitorare e aggiornare regolarmente il portafoglio per mantenere l'allineamento con gli obiettivi finanziari ed ESG. Gli investitori hanno la possibilità di ottenere un rendimento più alto

⁴² Economista statunitense, vincitore del premio Nobel per l'economia nel 1990.

⁴³ Elton E., Gruber M., Brown S., Goetzmann W. (2007), *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo Education-Maggioli Editore.

aumentando il rischio, ma il modello aiuta a identificare il punto in cui i benefici del rendimento aggiuntivo superano i costi del rischio maggiore.

Il rendimento atteso, nella teoria degli indicatori nel modello di media-varianza, è una stima del guadagno o della perdita che ci si aspetta da un investimento nel corso di un periodo specifico; esso è una misura centrale poiché riflette le aspettative degli investitori riguardo ai risultati futuri.⁴⁴

Si può calcolare il rendimento atteso di un investimento come una combinazione ponderata dei rendimenti attesi degli asset nel portafoglio, con rendimenti attesi $E(R_p)$ del portafoglio, e $E(R_i)$, dell'asset i , ω_i sono i pesi degli asset nel portafoglio, perciò il rendimento atteso è dato dalla seguente formula:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n \omega_i * E(R_i)$$

Nel modello di media-varianza-ESG il rendimento atteso continua a essere una misura chiave dell'aspettativa di guadagno da un investimento, tuttavia il rendimento atteso può variare in base a come un'azienda gestisce le questioni ESG, un'azienda con forti performance ambientali potrebbe avere un rendimento atteso superiore se il settore in cui opera è influenzato da regolamentazioni ambientali più rigide.

Gli emittenti che gestiscono al meglio gli aspetti ESG possono essere ritenuti meno rischiosi o più resilienti, riflettendosi in un rendimento atteso superiore alla media.

Un ulteriore esempio è un'azienda con una forte governance, grazie alla quale potrebbe essere vista come più stabile e attirare investitori a lungo termine, viceversa, aziende con problemi ESG significativi potrebbero essere considerate più rischiose e avere un rendimento atteso inferiore.

L'indicatore corrispondente alla varianza è una misura di dispersione o volatilità dei rendimenti di un investimento, indica quanto i rendimenti si discostano dalla loro media.

Il rischio è rappresentato dalla varianza, gli investitori cercano di minimizzarlo in modo tale da evitare grandi fluttuazioni nei rendimenti che possono portare a perdite significative.

La formula per calcolare la varianza $Var(R_p)$ del portafoglio è la seguente:

$$Var(R_p) = \sum_{i,j=1}^n \omega_i * \omega_j * Cov(R_i, R_j)$$

⁴⁴ Elton E., Gruber M., Brown S., Goetzmann W. (2007), Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti, Apogeo Education-Maggioli Editore.

Dove ω_i e ω_j sono i pesi degli asset i e j nel portafoglio, moltiplicati per la covarianza.

Questa covarianza misura la relazione tra le performance finanziarie degli asset e gli aspetti ESG, indica se i rendimenti di due asset si muovono insieme (covarianza positiva) o in direzioni opposte (covarianza negativa), ad esempio una covarianza negativa tra gli aspetti sociali e di governance potrebbe indicare che le aziende con buone pratiche di governance tendono ad avere meno problemi sociali.

La formula generale è la seguente:

$$Cov(R_i, ESG_i) = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_i) * (ESG_{it} - \overline{ESG}_i)$$

Dove $Cov(R_i, ESG_i)$ è la covarianza tra il rendimento finanziario dell'asset i e il suo punteggio ESG, R_{it} è il rendimento finanziario dell'asset i al tempo t, \bar{R}_i è il rendimento atteso dell'asset i, ESG_{it} è il punteggio ESG dell'asset i al tempo t mentre \overline{ESG}_i è il punteggio ESG atteso dell'asset i.

Eseguendo una sostituzione, la formula della varianza ESG del portafoglio può essere scritta come:

$$Var_{ESG}(R_P) = \sum_{i,j=1}^n \omega_i * \omega_j * Cov_{ESG}(R_i, R_j)$$

Il beta ESG è una misura di quanto un titolo o un portafoglio sia sensibile ai cambiamenti nei fattori ESG rispetto a un indice di riferimento, ottenuto dal rapporto tra la covarianza e la varianza. Un beta ESG superiore a 1 indica che il portafoglio o il titolo è più sensibile ai fattori ESG rispetto all'indice di riferimento. Un beta ESG inferiore a 1 indica che il titolo o il portafoglio è meno sensibile alle fluttuazioni del mercato ESG rispetto all'indice di riferimento, mentre un beta negativo suggerisce che il titolo o il portafoglio tende a reagire in modo opposto alle variazioni del mercato ESG.⁴⁵

In generale, il beta ESG fornisce agli investitori informazioni sulla relativa sensibilità di un titolo o di un portafoglio ai fattori ESG rispetto al mercato, questa misura è utile per gli investitori che cercano di comprendere come un investimento possa essere influenzato dalle

⁴⁵ Keeley T. (2022), Sustainable: Moving Beyond ESG to Impact Investing, Columbia Business School Publishing.

considerazioni di sostenibilità e responsabilità sociale e come può differire dal comportamento del mercato generale.

La relazione tra rendimento e rischio suggerisce l'esistenza di un trade-off tra queste due variabili: un aumento del rendimento atteso spesso comporta un aumento del rischio o viceversa.

La relazione tra rendimento e rischio è rappresentata graficamente dalla curva di frontiera efficiente, dove vengono mostrate tutte le possibili combinazioni di portafogli che offrono il massimo rendimento atteso per un dato livello di rischio o la minima varianza per un dato livello di rendimento atteso.⁴⁶

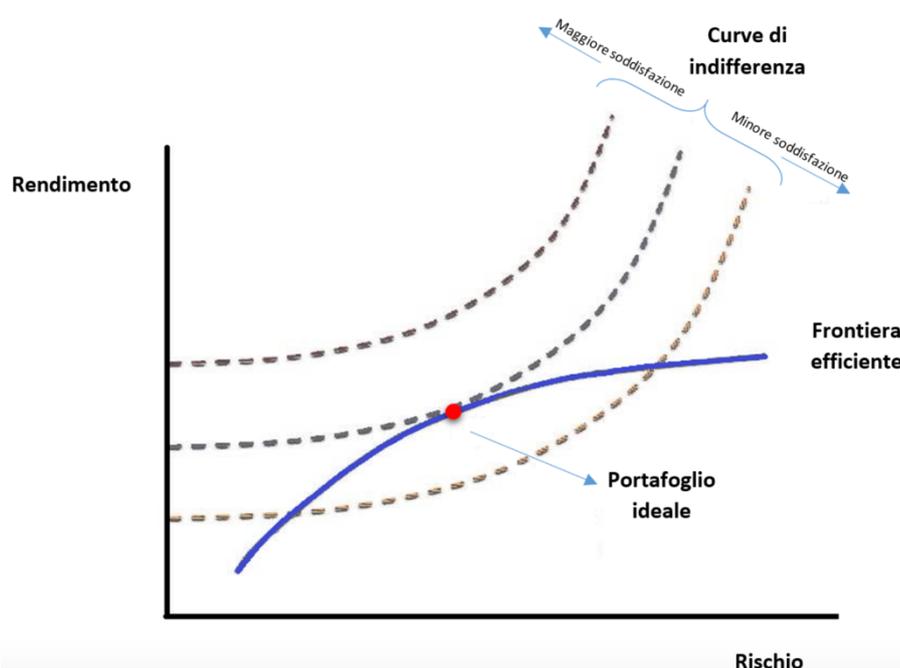


Figura 18. Rappresentazione della curva di frontiera efficiente

La frontiera efficiente si colloca al di sopra del tasso privo di rischio, se si sposta verso l'alto (a rendimenti più elevati) il rischio del portafoglio aumenta, al contrario, la curva tendente verso il basso comporta rischi minori con un rendimento atteso del portafoglio inferiore.

Ogni investitore è associato ad un insieme di curve di indifferenza, che associa per ogni livello di soddisfazione delle coordinate di rischio e di rendimento, variabili da investitore ad investitore perché ne esprimono il profilo soggettivo psicologico e comportamentale riguardo le questioni ESG. Queste curve hanno forma convessa, come conseguenza

⁴⁶ Black F. (1993), Journal of Portfolio Management, Frank J. Fabozzi.

dell'investitore in genere avverso al rischio, che pone una soglia massima di rischio, oltre la quale nessun premio, per quanto grande, verrebbe considerato remunerativo.⁴⁷

Il portafoglio ideale è quello tangente la curva di indifferenza più desiderata e appartenente alla frontiera efficiente. In definitiva, la relazione tra rendimento e rischio nel modello di media-varianza-ESG evidenzia l'importanza della diversificazione del portafoglio per bilanciare le attenzioni rivolte ai temi ESG con la necessità di proteggersi da fluttuazioni e perdite di valore significative, la gestione del portafoglio mira a trovare il giusto equilibrio tra queste due dimensioni per soddisfare gli obiettivi degli investitori.

Un ulteriore misura di performance utilizzata nella teoria della media-varianza è l'indice di Sharpe, per valutare il rendimento di un investimento o di un portafoglio in rapporto al rischio assunto⁴⁸. Il calcolo dell'indice di Sharpe nel contesto ESG è:

$$\text{indice di Sharpe} = \frac{\text{Rendimento atteso del portafoglio ESG} - \text{Rendimento privo di rischio}}{\text{Rischio del portafoglio ESG}}$$

Grazie a questa valutazione gli investitori determinano se gli investimenti presi in considerazione contribuiscono in modo positivo agli effetti ambientali, sociali e di governance, mentre gestiscono il rischio in modo adeguato.

Disponendo di un grafico di portafogli efficienti, per trovare il miglior portafoglio efficiente basta partire dall'asse verticale nel punto R_f e tracciare una retta tangente alla curva di frontiera efficiente, il portafoglio di mercato più efficiente è quello corrispondente al punto di tangenza:

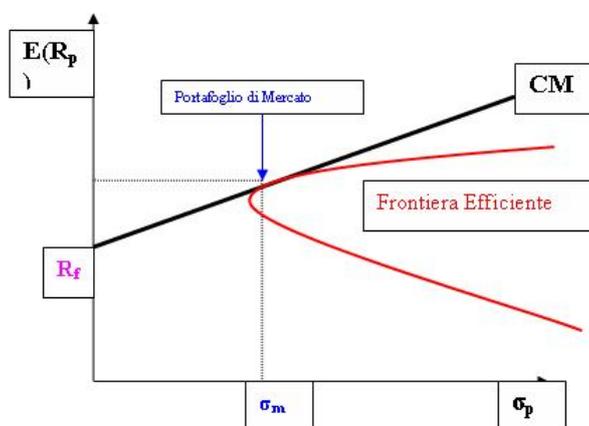


Figura 19. Rappresentazione grafica della CML (Fonte: BankPedia)

⁴⁷ Zerbinati M. (2017), "Rischio e rendimento: trade off e relazione", in FIDA, Torino.

⁴⁸ Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2020), Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill Education, pp. 226-228.

Nel contesto dell'investimento finanziario, la gestione del portafoglio gioca un ruolo fondamentale nel bilanciare il potenziale rendimento con il livello di rischio accettabile per l'investitore. Un portafoglio a rischio moderato è progettato per offrire un equilibrio tra la crescita del capitale e la protezione dal rischio.

Come esempio è stato scelto un investitore istituzionale con sede in Regno Unito che ha come obiettivo un portafoglio con un target di volatilità del 7%.

Si specifica di volere investire soltanto in reddito fisso, azioni, immobilizzazioni e infrastrutture, non in fondi speculativi o private equity⁴⁹, questa esclusione è dovuta alla mancanza di una classificazione ESG esaustiva per questa tipologia di fondi.

Nella figura 20 sono raffigurati i risultati dell'asset allocation⁵⁰ degli investimenti riguardanti il reddito fisso, le azioni e investimenti alternativi, pesati in maniera differente dalla valutazione ESG: un peso equivalente a 1 significa che un investimento con un ranking di sostenibilità pari a 100 ottenga un aumento del rendimento dello 0,5% rispetto a un investimento con ranking di sostenibilità di 50, viceversa, un investimento con un ranking di peso 0 ottiene una diminuzione del rendimento di 0,5%, con l'aumentare del ranking ESG i rendimenti salgono a loro volta.

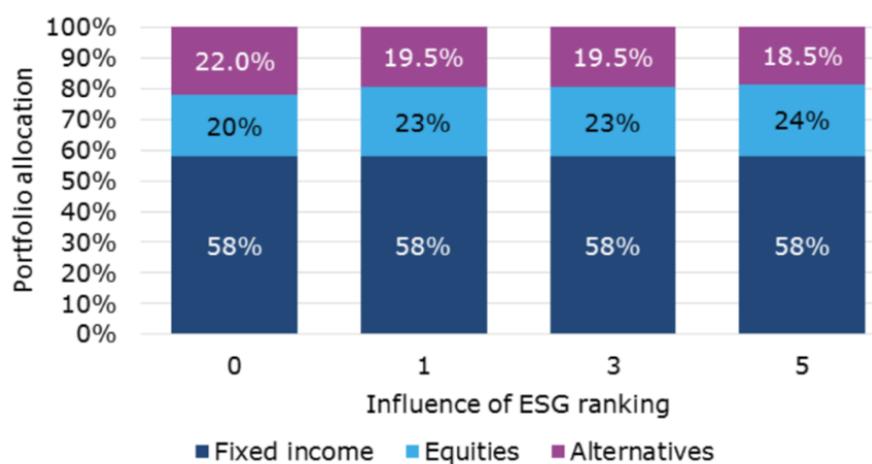


Figura 20. Influenza della classificazione ESG nel portafoglio (Fonte: Fidante Partners)

⁴⁹ Una forma di investimento in cui i capitali vengono raccolti da investitori istituzionali o privati qualificati al fine di acquisire partecipazioni nel capitale di società generalmente non quotate in borsa (Fonte: 24ORE Business School).

⁵⁰ Processo mediante il quale vengono decise le percentuali delle varie tipologie di investimento con cui verrà costruito il portafoglio, al fine di massimizzare i proventi e minimizzare i rischi (Fonte: Fidelity).

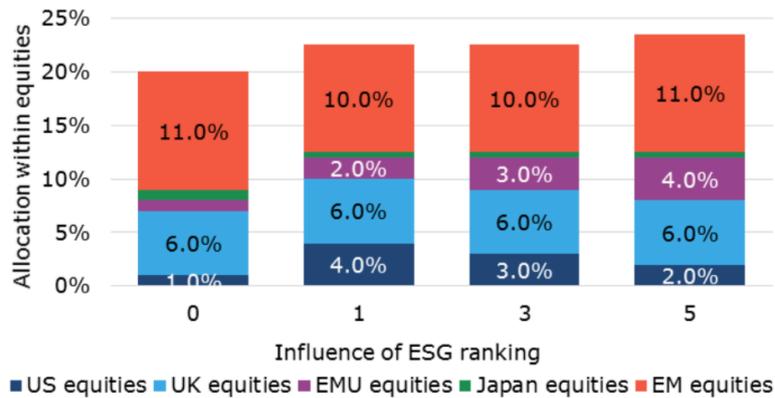


Figura 21. Influenza della classificazione ESG nel portafoglio (Fonte: Fidante Partners)

Nella figura 21 è possibile osservare chiaramente come le classifiche ESG abbiano un significativo impatto sull'allocazione degli asset, in particolare per quanto riguarda le azioni, un punto chiave di questa analisi comprende la performance storica delle azioni nei mercati emergenti rispetto a quelle nei mercati sviluppati. Storicamente, le azioni dei mercati emergenti hanno superato quelle dei mercati sviluppati con un ampio margine, il che ha portato a una quota significativa di mercati emergenti nel portafoglio; anche se le azioni dei mercati con un elevato ranking ESG offrono un incremento di rendimento, questo non è stato sufficiente a superare il vantaggio di rendimento dei mercati emergenti. Di conseguenza, l'allocazione ai mercati emergenti rimane elevata in tutti e quattro i portafogli mostrati nel grafico precedente. Un'altra osservazione importante è la crescente allocazione alle azioni dell'Eurozona, questo aumento è dovuto al fatto di aver ottenuto punteggi ESG più elevati rispetto alle altre regioni prese in considerazione. Le aziende dell'Eurozona dimostrano un forte impegno verso la sostenibilità ambientale, sociale e di governance, il che le rende più attraenti agli investitori che tengono conto di questi criteri, perciò, le loro azioni ricevono un'allocazione maggiore all'interno del portafoglio.⁵¹

Le azioni statunitensi presentano un basso rating di sostenibilità e, a differenza delle azioni dei mercati emergenti, in passato hanno mostrato solo un marginale vantaggio in termini di rendimento rispetto alle azioni europee. Pertanto, man mano che l'influenza delle valutazioni ESG aumenta, l'allocazione alle azioni statunitensi diminuisce progressivamente, questi cambiamenti comportano riallocazioni nell'asset allocation azionaria che, sebbene possano apparire relativamente minori a prima vista, presentano impatti significativi.

⁵¹ Klement J. (2018), ESG: Does ESG matter for asset allocation?, Fidante Partners, p. 7.

In particolare, l'allocazione alle azioni dell'Eurozona cresce dal 5% dell'intero portafoglio azionario al 17%, mentre l'allocazione alle azioni statunitensi scende dall'18% all'8%. È importante sottolineare che questi spostamenti rappresentano variazioni significative all'interno della componente azionaria del portafoglio, quindi gli investitori dovrebbero prestare attenzione a questi cambiamenti, poiché riflettono l'evoluzione delle loro strategie di investimento per incorporare criteri ESG più elevati e sostenibilità nell'assegnazione dei loro capitali.

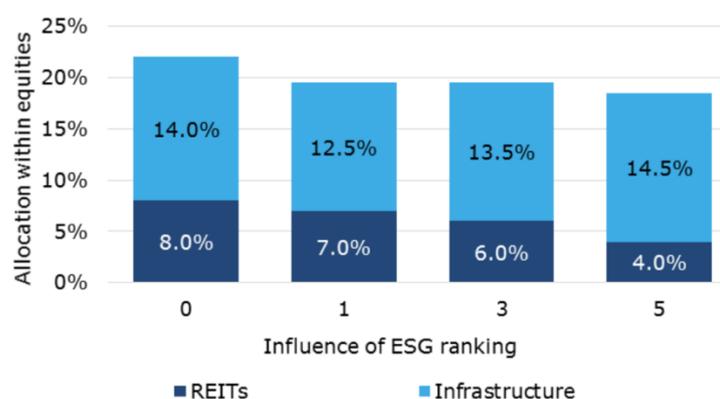


Figura 22. Influenza della classificazione ESG nel portafoglio (Fonte: Fidante Partners)

La figura 22 offre un'analisi dettagliata della distribuzione della distribuzione tra immobili e infrastrutture, l'aumento dell'influenza delle valutazioni ESG nell'ottimizzazione del portafoglio comporta una crescente penalizzazione degli investimenti immobiliari e la distribuzione tra gli investimenti alternativi si orienta sempre più verso le infrastrutture.

Il basso punteggio dell'indice REIT⁵² evidenzia che le principali società immobiliari quotate tendono a presentare valutazioni ESG molto scarse, tuttavia, è importante notare che gli investimenti diretti nel settore immobiliare o gli investimenti in società immobiliari quotate con una strategia ESG dedicata (come il settore dell'immobiliare verde) possono notevolmente migliorare il punteggio ESG medio e alterare le dinamiche tra il settore immobiliare e gli altri investimenti alternativi.⁵³

Il settore dell'immobiliare verde si riferisce a una pratica di sviluppo e di gestione immobiliare attraverso l'utilizzo di tecnologie e materiali a basso impatto ambientale ed efficienti.⁵⁴

⁵² Real Estate Investment Trust, ovvero titoli immobiliari negoziati in borsa.

⁵³ Klement J. (2018), ESG: Does ESG matter for asset allocation?, Fidante Partners, p. 8.

⁵⁴ Casertano G. (2018), Finanza immobiliare, Cedam, p. 118.

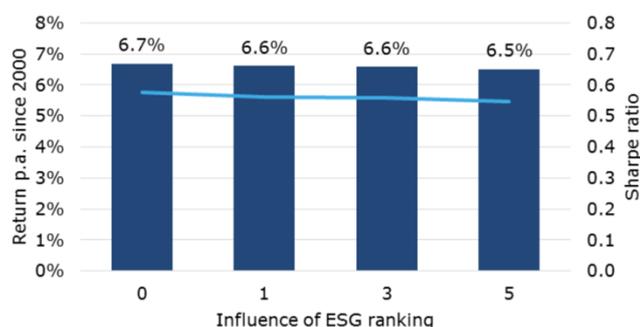


Figura 23. Portafogli con integrazione ESG (Fonte: Fidante Partners)

Nella tabella sopraesposta sono rappresentate le performance di quattro portafogli (dagli anni 2000) espressi in sterline, sono valutati sia in base ai rendimenti assoluti annuali sia ai rendimenti corretti per il rischio, misurati attraverso gli indici di Sharpe. Sebbene l'aumento dell'influenza delle valutazioni ESG conduca a una riduzione delle performance storiche, va notato che questa riduzione è così minima che il suo costo viene giustificato per gli investitori che desiderano integrare sistematicamente i criteri ESG nelle loro decisioni di allocazione degli asset.

Per avere una prospettiva sui possibili costi a lungo termine di questa leggera riduzione del rendimento, nella tabella inferiore vengono illustrati i rendimenti indicizzati di tutti e quattro i portafogli dal 2000. Le differenze tra i portafogli sono così ridotte da risultare appena visibili: 100 sterline investite in un portafoglio senza integrazione ESG si sarebbero tradotte in 326 sterline entro la fine di giugno 2018, mentre in un portafoglio con integrazione ESG e un fattore di influenza ESG pari a 5, il valore sarebbe stato di 316 sterline. Questo dimostra che, nonostante una leggera riduzione delle performance, l'integrazione dei criteri ESG può ancora offrire un rendimento competitivo nel lungo periodo, mentre contribuisce a sostenere obiettivi di investimento socialmente responsabili.⁵⁵

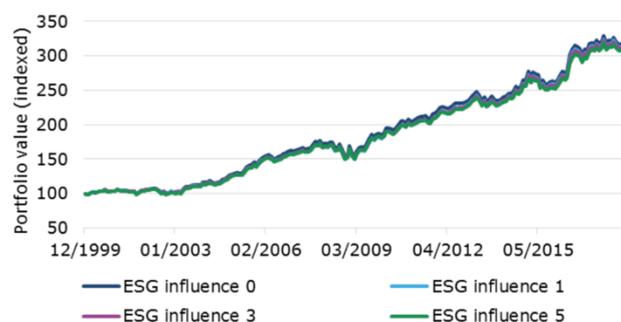


Figura 24. Performance dei portafogli con o senza integrazione ESG (Fonte: Fidante Partners)

⁵⁵ Klement J. (2018), ESG: Does ESG matter for asset allocation?, Fidante Partners, p. 8.

Considerando diverse misure di rischio per i quattro portafogli, non mostrano alcuna variazione significativa con l'aumento dell'influenza delle valutazioni ESG. La misura utilizzata nella gestione del rischio finanziario è il "Value at Risk" (VaR), per stimare il rischio di mercato di un investimento sulla base dei rendimenti e delle stime di volatilità.⁵⁶ Il VaR, considerato un periodo di un mese, è costante e pari a 3,1% per i quattro portafogli, mentre la massima perdita storica a partire dagli anni 2000 è stata del 13,6% per il portafoglio ottimizzato senza integrazione ESG, e del 13,5% per i portafogli ottimizzati con integrazione ESG. Questi termini però, sono basati sulla volatilità passata delle diverse classi di attività, ovvero la volatilità storica⁵⁷, non rispecchiando il rischio atteso per il futuro.

Se i rischi legati ai fattori ESG non sono adeguatamente incorporati nei prezzi dei mercati finanziari, il VaR atteso per gli investimenti ad alto punteggio ESG potrebbe essere inferiore rispetto a quello degli investimenti a basso punteggio ESG. Questo perché esiste sempre la possibilità che eventi come una fuoriuscita di petrolio, uno scandalo di corruzione o cambiamenti climatici possano causare perdite significative in un singolo asset o in un'intera classe di asset (un esempio sono i titoli di Stato greci e brasiliani, i quali hanno maggiore volatilità a causa della mancanza di una buona governance dei Paesi).⁵⁸

Un'ulteriore conferma dell'assenza di perdite materiali di rendimento o aumenti significativi di rischio degli investimenti ESG è data dalle curve di frontiera efficiente dei portafogli, le differenze tra esse sono marginali e ritenute indifferenti:

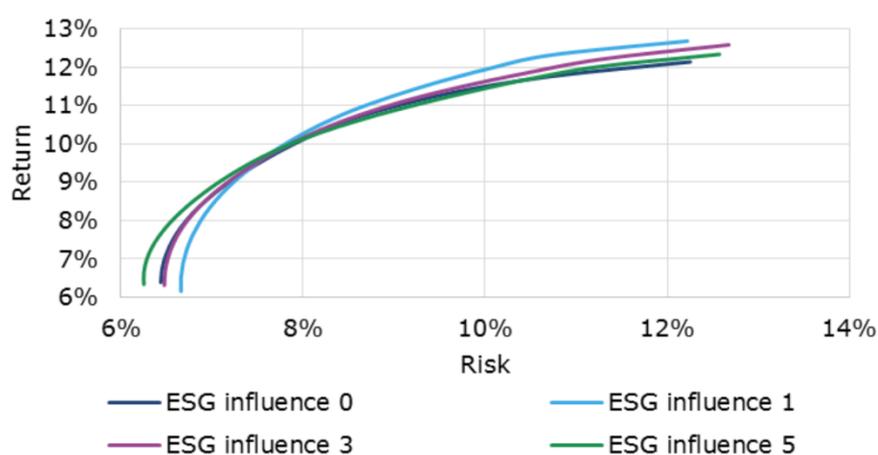


Figura 25. Curve di frontiera efficiente dei portafogli con o senza integrazione ESG (Fonte: Fidante Partners)

⁵⁶ Rotella A., Blasizza E. (2018), Safety Risk Management, Wolters Kluwer, p. 164.

⁵⁷ Una misura statistica della volatilità di un titolo o di altri strumenti finanziari in riferimento ad un determinato periodo di tempo.

⁵⁸ Klement J. (2018), ESG: Does ESG matter for asset allocation?, Fidante Partners, p. 9.

Da un lato, sembra che i criteri ESG non abbiano un'influenza sostanziale sulla distribuzione tra asset class difensive e orientate alla crescita, che determina il profilo di rischio complessivo di un portafoglio. D'altra parte, l'influenza dei criteri ESG sull'allocazione regionale o settoriale all'interno di una classe di asset può essere significativa. Nel contesto del reddito fisso, delle azioni e degli investimenti alternativi, è stato dimostrato che è possibile integrare sistematicamente e coerentemente le valutazioni ESG tra le diverse classi di attività e che questa inclusione può spostare in modo sostanziale l'allocazione a favore degli investimenti con un elevato rating di sostenibilità, allontanandosi dagli investimenti con un basso rating di sostenibilità.

L'integrazione dei criteri ESG può essere effettuata senza necessariamente rinunciare al rendimento o aumentare il rischio, l'importanza dei fattori ESG nell'asset allocation dipende dalle preferenze e dagli obiettivi specifici degli investitori, ma è verificato il fatto che possa essere attuata in modo efficiente senza compromettere le prestazioni degli investimenti.

Un benchmark ESG è uno strumento utilizzato per valutare le performance di investimenti o portafogli finanziari in relazione ai tre pilastri, ossia un indice di riferimento per misurare quanto un investimento o un portafoglio rispetti le considerazioni ESG e come si confronti con il mercato.⁵⁹

Gli investitori hanno la possibilità di controllare se il loro portafoglio supera o meno il benchmark in termini di adesione agli standard ESG, se il portafoglio lo supera costantemente può essere considerato come un segno positivo. Inoltre, colui che investe, può utilizzare i risultati dei benchmark ESG per comunicare in modo trasparente e dimostrare il proprio impegno verso gli investimenti sostenibili e responsabili agli stakeholder, inclusi i clienti e i regolatori.

Le aziende usufruiscono dei benchmark ESG per orientare le proprie strategie di sostenibilità e di governance, identificando aree in cui è necessario migliorare per allinearsi meglio con gli standard ESG.

3.3 Caso studio: un portafoglio a rischio moderato

L'S&P 500 è un indice azionario che comprende le 500 principali società quotate negli Stati Uniti in termini di capitalizzazione di mercato, molte di esse hanno adottato pratiche ESG

⁵⁹ Minutiello V., Tettamanzi P. (2023), ESG: Bilancio di sostenibilità e integrated reporting, Wolters Kluwer, p.84.

nelle loro operazioni aziendali e sono divise in 11 settori: Servizi di comunicazione, Beni di consumo discrezionali, Beni di consumo, Energia, Finanziario, Materiali, Immobili, Tecnologia e Servizi di pubblica utilità.⁶⁰

Come caso di studio sono scelti e confrontati due portafogli, uno caratterizzato dalla presenza di titoli ESG mentre l'altro tradizionale, entrambi appartenenti al settore della Sanità di S&P 500 e supponendo una quantità totale di titoli acquistati pari a 500.000 di dollari in un periodo di 5 anni partendo dal 2018.

I titoli del portafoglio ESG sono di seguito rappresentati:

TITOLO	RATING	QUANTITÀ (Q_i)	PESO (ω_i)
J&J	A+	150.000	30%
ABT	A-	125.000	25%
CERN	B+	125.000	25%
DVI	B-	100.000	20%

Le aziende selezionate adottano pratiche ESG e si impegnano per una maggiore sostenibilità e responsabilità sociale nel settore della cura della salute.

I titoli sono giudicati tramite un rating fornito da S&P, basato sul loro rendimento all'epoca di investimento, il rating maggiore è A, il minore è D, il segno positivo indica che la volontà dell'emittente di rispettare il suo obbligo è molto forte.

⁶⁰ Fonte: Plus500.

TITOLO	RATING	QUANTITÀ (Q_i)	PESO (ω_i)
ZBH	A+	150.000	30%
VTRS	A-	125.000	25%
AGI	B+	125.000	25%
UHS	B-	100.000	20%

Il secondo portafoglio è composto da titoli non ritenuti ESG di aziende coinvolte in controversie legate al tabacco, alla sicurezza dei dispositivi medici prodotti e alla qualità dei servizi offerti.

Successivamente si calcolano i rendimenti dei rispettivi portafogli:

TITOLO	RENDIMENTO	QUANTITÀ (Q_i)	PESO (ω_i)	$R*Q_i$
J&J	1,25 \$	150.000	30%	187.500 \$
ABT	0,92 \$	125.000	25%	115.000 \$
CERN	1,08 \$	125.000	25%	135.000 \$

MDT	-0,34 \$	100.000	20%	-34.000 \$
TOTALE		500.000	100%	403.500 \$

Il medesimo procedimento avviene per il secondo portafoglio:

TITOLO	RENDIMENTO	QUANTITÀ (Q_i)	PESO (ω_i)	$R*Q_i$
ZBH	0,24 \$	150.000	30%	36.000 \$
VTRS	-0,03 \$	125.000	25%	-3.750 \$
ALTRIA	0,47 \$	125.000	25%	58.750 \$
UHS	0,31 \$	100.000	20%	3.100 \$
TOTALE		500.000	100%	94.100 \$

Per ottenere il rendimento totale dei due portafogli bisogna fare il rapporto tra il totale della colonna “ $R*Q_i$ ” e la quantità totale di titoli acquistati. Quindi:

$$R_{P(esg)} = \frac{403.500}{500.000} = 0,807 \cong 80,7 \%$$

$$R_p = \frac{94.100}{500.000} = 0,1882 \cong 18,82 \%$$

Osservando i risultati ottenuti il portafoglio che tiene conto dei fattori ESG otterrà un rendimento superiore del portafoglio tradizionale, nel medio-lungo termine.

La formula analitica per trovare la varianza di un portafoglio è:

$$Var = \frac{1}{n-1} * \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2$$

Dove \bar{R} è il rendimento medio dei titoli presenti nel portafoglio e R_i è il rendimento singolo di un titolo.

La varianza di un portafoglio è data dalla sommatoria di tutti gli elementi presenti in una matrice, in questo caso 4x4.

La covarianza è fondamentale nel calcolo della varianza, contenuta nelle caselle esterne alla diagonale principale della matrice (considerando il peso e il rendimento di ciascun titolo):

$$Cov = \frac{1}{n-1} * \sum_{i,j=1}^n (R_i - \bar{R}) * (R_j - \bar{R})$$

	J&J	ABT	CERN	MDT
J&J	0,002730	0,002515	0,004605	-0,01115
ABT	0,002515	0,003088	0,001413	-0,003424
CERN	0,004605	0,000413	0,00035	-0,006271

MDT	-0,01115	-0,003424	-0,006271	0,07597
-----	----------	-----------	-----------	---------

La varianza del primo portafoglio è pari a 0,05651.

La seconda matrice appartenente al portafoglio tradizionale è la seguente:

	ZBH	VRTS	ALTRIA	UHS
ZBH	0,023765	0,00005203	-0,000041718	-0,000009375
VRTS	0,00005203	0,006417187	-0,001286328	0,000354853
ALTRIA	-0,000041718	-0,001286328	0,00412552	0,00023177
UHS	-0,000009375	0,000354853	0,00023177	0,000260416

La varianza del secondo portafoglio è pari a 0,0332, minore perciò del primo esempio citato. In base a questi risultati in un periodo medio-lungo, risulta conveniente includere titoli ESG all'interno del proprio portafoglio poiché si ottengono rendimenti superiori in relazione al rischio assunto dall'investitore.

3.4 Conclusioni

Il modello di media-varianza-ESG rappresenta una risorsa preziosa per gli investitori che cercano di integrare con successo le considerazioni ESG nelle loro decisioni di asset allocation, offre un approccio equilibrato per ottimizzare portafogli che rispecchiano non solo le esigenze finanziarie, ma anche quelle etiche e sociali degli investitori. La vigilanza

continua e l'adattamento alle sfide future sono fondamentali per massimizzare il potenziale di questa metodologia e assicurare che continui a soddisfare le aspettative degli investitori nel contesto in continua evoluzione degli investimenti sostenibili.

La metodologia di ottimizzazione dei portafogli, basata sui punteggi ESG delle agenzie di rating, consente di identificare una combinazione di asset che bilancia in modo efficace le previsioni di rendimento e i rischi insieme alle questioni ESG.

Sono stati descritti i vari componenti del modello, ognuno indispensabile per misurare l'aspetto finanziario e quello sostenibile di un titolo o di un portafoglio.

Inoltre, in questo capitolo sono stati esaminati attentamente l'importanza e l'impatto dell'inclusione degli investimenti ESG in un portafoglio diversificato, l'influenza dei criteri ESG sull'asset allocation varia notevolmente a seconda del contesto, diventa significativa quando si tratta di allocare risorse tra regioni o settori all'interno di una classe di asset specifica.

L'inclusione dei criteri ESG è calibrata in base alle preferenze e agli obiettivi degli investitori, un aspetto rassicurante è che gli spostamenti nell'asset allocation a favore degli investimenti ESG ad alto punteggio non sembrano avere un impatto rilevante sui rendimenti assoluti o adeguati al rischio dei portafogli.

Implementando la strategia ESG è fondamentale monitorare l'evoluzione dei rischi associati a eventi straordinari come catastrofi ambientali o scandali aziendali, in modo tale da garantire flessibilità e resilienza agli investitori che vogliono far coincidere gli interessi finanziari con quelli sostenibili, grazie anche a strumenti come il benchmark.

CONCLUSIONI

In conclusione, questa tesi ha esaminato in dettaglio il mondo della finanza sostenibile e dei fondi ESG, evidenziando l'importanza crescente di questi approcci nell'attuale panorama finanziario.

Sostenere la causa della finanza sostenibile significa evidenziare il suo potenziale trasformativo, capace di generare un impatto positivo sulla società e sull'ambiente. Questo approccio promuove una maggiore consapevolezza delle conseguenze a lungo termine delle decisioni finanziarie, spingendo verso un mondo più equo, la mitigazione delle disuguaglianze, la tutela ambientale e l'incoraggiamento di comportamenti aziendali responsabili, in linea con i principi dell'economia circolare.

L'industria finanziaria sta compiendo passi importanti verso una transizione sempre più ecocompatibile, in grado di rispondere alle esigenze delle generazioni attuali e future. Tuttavia, è importante riconoscere che gli investimenti sostenibili non sono privi di sfide e complessità. La valutazione dell'impatto ESG e la misurazione dell'efficacia delle strategie rimangono questioni da affrontare, nonostante ciò, l'interesse crescente sta stimolando l'evoluzione continua degli strumenti finanziari e degli approcci, mirando a realizzare investimenti responsabili per il bene dell'umanità e del pianeta.

Le strategie SRI, che si focalizzano sull'integrazione di valori etici e sociali nelle scelte finanziarie, rappresentano un notevole progresso nel cercare di allineare gli obiettivi finanziari con quelli sociali ed ambientali.

L'evoluzione dell'industria degli investimenti ha portato a una graduale adozione dei rating ESG come strumento per valutare le aziende in una prospettiva più ampia, che va oltre i tradizionali indicatori finanziari. Questi rating permettono agli investitori di valutare le performance delle aziende non solo in termini di redditività, ma anche in termini di sostenibilità e responsabilità sociale. Insieme all'aumento dell'interesse per i rating ESG, sono emerse alcune sfide come la necessità di uniformare i criteri ESG, stabilire standard globali e garantire la disponibilità di dati affidabili e aggiornati.

Gli investitori ora cercano attivamente aziende che adottino elevati standard ESG, riconoscendo che tali pratiche possono influenzare positivamente la performance finanziaria a lungo termine. Dall'altro lato, le aziende stanno rispondendo all'interesse degli investitori migliorando le loro pratiche sostenibili e promuovendo una maggiore trasparenza, spinte

anche dalle agenzie di rating come MSCI e Refinitiv, ognuna con metodologie proprie ma entrambe efficaci nel promuovere la sostenibilità.

Il modello di media-varianza-ESG rappresenta una risorsa preziosa per gli investitori che desiderano con successo incorporare aspetti ESG nelle loro scelte riguardanti l'allocazione delle risorse, in grado di fornire un metodo bilanciato per ottimizzare i portafogli, tenendo conto non solo degli obiettivi finanziari, ma anche delle considerazioni etiche e sociali degli investitori.

La strategia di ottimizzazione dei portafogli, basata sui punteggi ESG forniti dalle agenzie di rating, consente di individuare una combinazione di attività che equilibra efficacemente le previsioni di rendimento e i rischi, tenendo conto anche delle questioni ESG.

Nella trattazione è stato inoltre dimostrato, attraverso un caso studio, come gli investimenti sostenibili ottengano rendimenti attesi simili o migliori degli investimenti tradizionali, rispettando i tre pilastri ESG.

Confrontando due modelli di portafoglio, uno contenente fattori ESG, l'altro solo titoli tradizionali, è stato dimostrato che i titoli ESG a oggi hanno un rendimento futuro maggiore dei precedenti titoli, seppur la convenienza di un portafoglio ESG dipenda da vari fattori, tra cui l'obiettivo dell'investitore, la performance storica dei portafogli, le commissioni di gestione e altri costi associati. Oltre al fatto che gli investimenti ESG sono appropriati per una visione a lungo termine, gli investitori che attribuiscono un valore significativo agli obiettivi ESG e desiderano un portafoglio che rifletta i loro valori potrebbero considerare il portafoglio ESG più soddisfacente, indipendentemente dalla performance finanziaria, è fondamentale però, effettuare ricerche approfondite e considerare sia la situazione finanziaria che i valori da perseguire prima di prendere una decisione di investimento in questo settore.

La finanza sostenibile emerge come un mezzo di transizione verso l'adozione di un modello economico basato sull'economia circolare, destinato a divenire il paradigma economico del futuro.

BIBLIOGRAFIA

Morningstar (2020), Annual Report, Morningstar Inc., pp. 17-18.

Bruti E., De Focatiis M., Travi A. (2022), L'attuazione dell'european green deal: i mercati dell'energia e il ruolo delle istituzioni e delle imprese, Wolters Kluwer Italia, pp. 9-10.

Del Giudice A. (2022), La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali, Giappichelli, pp. 79-81.

Unione Europea (2020), Regolamento UE 2020/852, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, pp. 2-3.

Linciano N., Cafiero E., Ciavarella A., Di Stefano G., Levantini E., Mollo G., Nocella S., Santamaria R., Taverna M. (2021), La finanza per lo sviluppo sostenibile, Consob, pp. 32-34.

European Banking Authority (2019), Action Plan on Sustainable Finance, EBA, pp. 17-20.

Organizzazione delle Nazioni Unite (2015), Trasformare il nostro mondo: Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, Dipartimento per la Pubblica Informazione Nazioni Unite, pp. 2-4.

Global Sustainable Investment Alliance (2020), Global Sustainable Investment Review, GSIA, pp. 6-7.

Blackrock (2019), Investment Stewardship Annual Report, Blackrock, p. 5.

Eurosif (2018), European SRI Study, Eurosif, pp. 17-21.

Dal Fabbro L. (2022), ESG: la misurazione della sostenibilità, Rubbettino.

MSCI ESG Research (2022), MSCI ESG Ratings Methodology, Morgan Stanley Capital International, pp. 34-36.

ALTIS (2019), *Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI*, Alta Scuola Impresa e Società, pp. 5-7, pp. 19-20, p. 41.

MSCI (2022), *MSCI Annual Report*, MSCI Inc., pp. 8-10.

Refinitiv ESG (2020), *Company Report View*, Refinitiv, pp. 10-13.

Refinitiv ESG (2022), *ESG Scores from Refinitiv*, Refinitiv, pp. 3-5.

Billio M., Costola M., Hristova I., Latino C., Pelizzon L. (2020), *Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and Performance*, Leibniz Institute, pp. 9-12.

IOSCO (2021), *ESG Ratings and Data Products Providers Consultation Report*, IOSCO, pp. 36-37.

Elton E., Gruber M., Brown S., Goetzmann W. (2007), *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo Education-Maggioli Editore.

Keeley T. (2022), *Sustainable: Moving Beyond ESG to Impact Investing*, Columbia Business School Publishing.

Black F. (1993), *Journal of Portfolio Management*, Frank J. Fabozzi.

Zerbinati M. (2017), "Rischio e rendimento: trade off e relazione", in FIDA, Torino.

Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2020), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Education, pp. 226-228.

Klement J. (2018), *ESG: Does ESG matter for asset allocation?*, Fidante Partners, pp. 7-9.

Casertano G. (2018), *Finanza immobiliare*, Cedam, p. 118.

Rotella A., Blasizza E. (2018), *Safety Risk Management*, Wolters Kluwer, p. 164.

Minutiello V., Tettamanzi P. (2023), ESG: Bilancio di sostenibilità e integrated reporting, Wolters Kluwer, p.84.

SITOGRAFIA

<https://economiepertutti.bancaditalia.it/informazioni-di-base/finanza-sostenibile/?dotcache=refresh>

<https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/index.html?dotcache=refresh>

https://www.repubblica.it/green-and-blue/2021/12/16/news/james_gifford_finanza_esg_environment_social_governance_finanza_sostenibile-329563315/

<https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>

https://www.edu365.me/agenda-2030/?gad=1&gclid=Cj0KCQjw_O2lBhCFARIsAB0E8B-yaiVh6eVZ9WnenLGAq0W4kIrO6ZXKkZZawU_1y4n10-eJtn5oIMaAr5TEALw_wcB

<https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/da-esma-priorita-chiare-per-la-finanza-sostenibile/>

<https://www.innolva.it/InSight/investimenti-sostenibili/2022-07--Finanza-sostenibile-e-Rating-ESG>

<https://investiresponsabilmente.it/2018/03/26/infografica-piano-dazione-della-commissione-ue-sulla-finanza-sostenibile/>

https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2018/03/Money.it_21-03-2018_FFS.pdf

<https://fundspeople.com/it/opinione/investimenti-sostenibili-come-scegliere-la-giusta-strategia/>

https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/society/20210128STO96607/economia-circolare-in-che-modo-l-ue-intende-realizzarla-entro-il-2050?at_campaign=20234-

Economy&at_medium=Google_Ads&at_platform=Search&at_creation=DSA&at_goal=TR_G&at_audience=&at_topic=Circular_Economy&gclid=Cj0KCQjwwvilBhCFARIsADvYi7L-dfUTpHS9FL1sEqeYdXhN_U372AGbYm7uVQAhEsi7Nn47cAABegkaAsy1EALw_wcB

<https://investiresponsabilmente.it/2022/07/13/economia-circolare-e-finanza-sostenibile/>

https://www.ansa.it/pressrelease/economia/2023/01/09/il-contributo-della-finanza-sostenibile-nelleconomia-circolare_80ba0e97-54b2-4ae6-b2f1-a514b4caa9c6.html

<https://economiecircolare.com/finanza-sostenibile-tassonomia-ue-green-economy/>

<https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2021/11/Finanza-sostenibile-in-tempo-di-crisi-WEB.pdf>

<https://fchub.it/green-finance-il-framework-comunitario/>

<https://finanzaetica.info/terzo-rapporto-sulla-finanza-etica-e-sostenibile-in-europa/>

https://www.repubblica.it/economia/finanza/2021/08/29/news/fondi_esg_ecco_chi_non_e_allineato_ai_criteri_di_parigi-315671631/

<https://influencemap.org/reports/Reports>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/best-in-class.html>

<https://investiresponsabilmente.it/2015/02/25/sri-un-mercato-promettente-a-livello-globale/>

<https://www.advisoronline.it/esg/67523-vantaggi-e-benefici-dell-sri1.action>

<https://magazine.easim.it/finanza-sostenibile-e-investimenti-esg>

<https://finscience.com/blog/esg/differenza-tra-esg-e-sri/>

<https://fundspeople.com/it/limpact-investing-si-fa-largo-tra-le-strategie-esg-dei-fondi-pensione/>

<https://www.ubp.com/it/know-how-negli-investimenti/impact-investing>

<https://www.dilitrust.com/it/cose-limpact-investing-e-cosa-puo-fare-per-il-tuo-investment-portfolio/>

<https://esgnews.it/social/esg-la-misurazione-della-sostenibilita-il-libro-di-luca-dal-fabbro/>

<https://finanzasostenibile.it/soci/msci/>

<https://www.finanzaonline.com/notizie/rating-esg-pro-e-contro-degli-indicatori-di-sostenibilita>

<https://valori.it/investimenti-responsabili-la-grande-confusione-dietro-le-pagelle/>

<https://www.kventure.it/esg-environmental-social-governance-perche-sempre-piu-importanti/>

<https://www.fondopriamo.it/blog/priamo/agenzie-di-rating>

<https://finscience.com/blog/esg/esg-quali-sono-i-principali-data-provider/>

<https://www.esg360.it/governance/esg-refinitiv-impegnata-nei-servizi-agli-investitori/>

<https://esgnews.it/investimenti/indici/refinitiv-rende-gratuiti-i-punteggi-esg-delle-aziende-e-lancia-lapp-refinitiv-esg-voice/>

<https://www.finanzaonline.com/notizie/investimenti-esg-la-gestione-dei-portafogli-finanziari-tra-sostenibilita-e-ricerca-della-performance>

<https://www.moneycontroller.it/glossario-della-finanza/modello-markowitz/>

<https://uniqua.fidainformativa.it/Editoriali/dettaglioNotizia/190/rischio-e-rendimento-trade-off-e-relazione>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/portafoglio.html>

<https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/finanza-personale/esg-marketing-beneficenza-o-performance/>

https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=20899

<https://www.24orebs.com/news/cos-e-cosa-fa-un-fondo-di-private-equity-2023-05-23>

<https://www.parliamodiinvestimenti.it/reit-immobiliare/>

<https://www.moneyfarm.com/it/glossario-finanza/var-value-at-risk/>

<https://www.mytradingway.com/blog/la-volatilita-implicita-e-la-volatilita-storica>