



Facoltà di Economia
Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Finanza Aziendale

**Finanza d'impatto: studio diacronico dell'impact investing
tramite analisi e confronto tra indici.**

RELATORE

Prof. Massimo Spisni

CANDIDATO

Pierluigi Vetta

Matr. 200921

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

Sommario

Introduzione	1
1.La Finanza d’impatto	4
1.1 Cos’è la Finanza d’ impatto: breve presentazione	4
1.2 SRI e strategie	6
1.3 Impact Investing	7
1.4 Strumenti della finanza d’impatto.....	9
2. Gli indici di sostenibilità.....	15
2.1 Il campione di indici	15
2.2 Breve introduzione degli indici.....	15
2.2.1 MSCI ACWI Sustainable Impact Index	15
2.2.2 MSCI World Index	15
2.2.3 Dow Jones Sustainability World Index	16
2.2.4 FTSE4Good Global Index	16
2.2.5 MSCI ACWI.....	16
2.3 Criteri di selezione	17
2.3.1 MSCI ACWI Sustainable Impact Index	17
2.3.2 MSCI World	19
2.3.3 Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World).....	23
2.3.4 FTSE4Good Global Index	24
2.3.5 MSCI ACWI.....	25
2.4 Parent Index	26
2.4.1 MSCI ACWI Sustainable Impact Index	26
2.4.2 MSCI World Index	26
2.4.3 Dow Jones Sustainability World Index	26
2.4.4 FTSE4Good Global Index	26
2.4.5 MSCI ACWI.....	26
2.5 Index Constituents	28
2.6 Area Geografica.....	32
3.Analisi della performance degli investimenti d’impatto.....	40
3.1 Sharpe Ratio.....	40
3.2 Analisi.....	41
4. Conclusioni	45

Introduzione

Nel corso di questi tre anni di studio ho avuto modo di approfondire l'aspetto economico dello sviluppo, fenomeno che da sempre caratterizza la presenza umana sulla terra e pertanto ritengo affascinante e fondamentale. Pensando a questo fenomeno appare subito chiaro come curiosità, fortuna e sete di conoscenza, siano sicuramente carburanti fondamentali per lo sviluppo sul nostro pianeta, tuttavia sono fattori che da soli non porterebbero a molto, hanno bisogno dei mezzi, mezzi che possono essere forniti solo da investimenti. Per capire meglio come l'investimento sia il tassello fondamentale dello sviluppo possiamo pensare alla scoperta dell'America, senza i finanziamenti dei reali spagnoli e dei banchieri genovesi Colombo sicuramente non si sarebbe mai imbarcato, o possiamo pensare all'invenzione della TAC senza i vari investimenti, fra cui quello di Paul McCartney, oggi non saremmo in grado di visualizzare la situazione interna ai tessuti molli come cuore e cervello. E' quindi evidente la centralità dell'investimento nello sviluppo. Ma cosa significa investire? Investire significa mettere denaro in un'impresa per ottenere un profitto. Da sempre, ciascun investitore nella scelta di come impiegare il proprio capitale prende in considerazione due variabili, rischio e rendimento, con l'obiettivo di ottenere il maggior profitto sostenendo il minor rischio possibile. E se oltre al profitto l'investimento ci consentisse di ottenere anche vantaggi comuni? Ebbene, la finanza d'impatto nasce proprio dal principio che il singolo investimento non influenza solo chi ne beneficia, ma ha effetto anche su tutto ciò che lo circonda e l'intero ecosistema in cui opera, è quindi quella che alle due variabili tradizionali, rendimento e rischio, ne aggiunge una terza: l'impatto sociale che l'investimento genera. Così al ritorno economico, la finanza d'impatto aggiunge anche il bene comune inteso come ottenimento di vantaggi in campi di interesse sociale, come la sanità, l'istruzione, il disagio abitativo, la disoccupazione. L'impact investing (termine coniato da due grandi istituzioni finanziarie quali JP Morgan e Rockefeller Foundation nel 2007) è quindi l'investimento finalizzato all'ottenimento di un rendimento economico accompagnato dal raggiungimento di positivi effetti sociali ed ambientali.

Ciò che caratterizza l'impact investing è dunque l'intenzionalità dell'investitore di generare un impatto sociale, accompagnata dall'aspettativa di un rendimento economico che motiva l'investitore, rendimento costituito da flessibilità, dato che può posizionarsi al di sotto o al di sopra del livello medio di mercato o può allinearsi al

rendimento di mercato. E' inoltre caratterizzato dalla varietà degli strumenti finanziari utilizzati e delle forme di intervento che vanno dal debito fino all'equity. Da non dimenticare, per assicurare trasparenza e accountability, è infine la misurabilità dell'impatto. Se considerassimo solo l'impatto potremmo confondere l'impact investing con la filantropia, bisogna fare quindi attenzione alle differenze fra finanza d'impatto e filantropia. Possiamo dire che la finanza d'impatto nasce dall'evoluzione di quest'ultima, si sta diffondendo infatti un approccio più consapevole alla filantropia con una maggiore attenzione verso i risultati e l'impatto sociale, tuttavia va sottolineata anche l'importanza dell'aspettativa di un rendimento che caratterizza questi nuovi investimenti e li distingue dalla classica filantropia, che è invece costituita da donazioni.

Da un punto di vista storico questa concezione di unire al profitto economico anche dei valori etici non è nuova, infatti un approccio simile è stato già in precedenza adottato dalla chiesa metodista nel Regno Unito che ci fornisce un primo esempio di screening di investimenti, questa infatti sconsigliava ai suoi fedeli di investire in aziende coinvolte nella produzione di alcolici, tabacchi ed armi. Data fondamentale per la finanza d'impatto è il 2013, infatti nel giugno di quell'anno l'allora primo ministro inglese David Cameron lanciò una Taskforce con lo scopo di creare un mercato globale degli investimenti d'impatto per facilitare lo sviluppo sociale. Questo atto ha permesso di delineare meglio il perimetro della finanza d'impatto, definita come "quella finanza che sostiene investimenti legati ad obiettivi sociali misurabili, in grado, allo stesso tempo, di generare un ritorno economico per gli investitori. Nel connubio tra obiettivo sociale e ritorno economico, e nella qualificazione del relativo trade off, si intreccia, pertanto, la specificità di questo nuovo segmento di business" (Social Impact Investment Task Force, 2014)

L'obiettivo di questa tesi di laurea è analizzare la performance degli investimenti ad impatto sociale rispetto a benchmark di mercato. A tal fine, come proxy del mercato impact è utilizzato il Morgan Stanley Capital International All Country World Index Sustainable Impact Index (MSCI ACWI Sustainable Impact Index). Come benchmark si prendono a riferimento l'indice del Financial Times Stock Exchange (FTSE) FTSE4Good Global Index, un altro indice della Morgan Stanley MSCI World Index, il Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World Index), e uno di finanza tradizionale che prenderemo dalla Morgan Stanley MSCI ACWI.

Procederemo all'analisi dei diversi indici utilizzando lo Sharpe ratio che consente di calcolare la performance aggiustata per il rischio.

Grazie a questa metodologia di analisi è infatti possibile mettere a confronto indici omogenei per benchmark. Dato che la misurazione infatti si basa sulla relazione esistente fra rendimento e rischio, si avrà che l'indice con Sharpe maggiore sarà anche quello che avrà registrato un rendimento maggiore in base al suo livello di volatilità.

Il lavoro seguirà la seguente struttura:

Nel primo capitolo verrà introdotta la finanza d' impatto fornendo un quadro che sarà utile per perimetrare al meglio tale settore ed entrare nell'ottica del tema principale di questo elaborato, verranno quindi definiti gli investimenti ad impatto e gli investimenti sustainable and Responsible Investment e alla finanza tradizionale. Nel secondo capitolo verranno poi presentati e messi a confronto gli indici presi in considerazione per lo studio.

Nel terzo capitolo sarà introdotta la metodologia di analisi prescelta, ovvero lo Sharpe Ratio, e successivamente procederemo con l'analisi per giungere alla conclusione sull'andamento registrato dalla finanza d'impatto negli ultimi anni.

CAPITOLO 1

1. La Finanza d'impatto

1.1 Cos'è la Finanza d'impatto: breve presentazione

La finanza d'impatto è la branca della finanza che si propone di superare il classico concetto di investimento, ovvero quello orientato verso il puro guadagno. Rispetto al modello tradizionale, che pone all'attenzione dell'investitore esclusivamente su due variabili classiche, rischio e rendimento, la finanza d'impatto aggiunge una terza variabile: l'impatto sociale che l'investimento genera.

“What we're doing is going to change financial markets. It's going to begin to allocate resources not on the basis of just risk and return, but on risk, return and impact.” (Sir Ronald Cohen).

La finanza d'impatto nasce proprio dal principio che il singolo investimento non influenza solo chi ne beneficia, ma ha effetto anche su tutto ciò che lo circonda e l'intero ecosistema in cui opera, fa leva quindi sul riconoscimento di un ruolo attivo dell'investitore e dell'impresa nella crescita della società. Da un punto di vista storico questa concezione di unire al profitto economico anche dei valori etici non è nuova. Un approccio simile è stato già in precedenza adottato dalla chiesa metodista nel Regno Unito che ci fornisce un primo esempio di screening di investimenti, questa infatti sconsigliava ai suoi fedeli di investire in aziende coinvolte nella produzione di alcolici, tabacchi ed armi. Tuttavia il concetto vero e proprio di Social Impact si è formato nel 2011 grazie a Sir Ronald Cohen, presidente e cofondatore della prima banca d'investimento sociale in Gran Bretagna: la Big Society Capitals. Questa banca si propone di accelerare la crescita del mercato degli investimenti sociali fornendo capitale ad organizzazioni finanziarie socialmente orientate ad un prezzo conveniente. Gli obiettivi più rilevanti della Big Society sono tre essenzialmente: il primo si basa su un'azione sociale, cercando di promuovere una cultura basata sulla filantropia, sul volontariato e sul coinvolgimento sociale; il secondo punta invece ad una riforma dei servizi pubblici; il terzo si focalizza sul concetto di comunità intesa come cittadinanza attiva, implementando la collaborazione e la responsabilità. Altra data di rilevante importanza per la finanza d'impatto è il 2013, infatti nel giugno di quell'anno l'allora primo ministro inglese David Cameron lanciò una Taskforce con lo scopo di creare un mercato globale degli investimenti d'impatto per facilitare lo sviluppo sociale. Questo atto ha permesso di delineare meglio il perimetro della finanza d'impatto, definita come “quella finanza che sostiene investimenti legati ad obiettivi sociali misurabili, in

grado, allo stesso tempo, di generare un ritorno economico per gli investitori. Nel connubio tra obiettivo sociale e ritorno economico, e nella qualificazione del relativo trade off, si intreccia, pertanto, la specificità di questo nuovo segmento di business” (Social Impact Investment Task Force, 2014).

L’obiettivo della finanza d’impatto è quindi quello di indirizzare gli investimenti dei risparmiatori verso società che si occupino di campi di interesse comune quali: povertà, nutrizione, salute e qualità della vita, educazione di qualità, uguaglianza di genere, acqua pulita, energie rinnovabili, sviluppo economico, innovazione industriale, comunità sostenibili, abitazioni sostenibili, consumo e produzione responsabile, azione climatica, preservare la vita marina, preservare la vita terrestre. La tabella 1.1 ne fornisce un raggruppamento per macroaree.

Tabella 1.1 Raggruppamento in macroaree dei campi di interesse comune.

Sociale	Ambientale	Sviluppo
<ul style="list-style-type: none"> • Povertà • Nutrizione • Salute e qualità della vita • Educazione di qualità • Uguaglianza di genere 	<ul style="list-style-type: none"> • Acqua pulita • Energie rinnovabili • Consumo e produzione responsabile • Clima • Preservare la vita marina e terrestre • Prevenzione dell'inquinamento 	<ul style="list-style-type: none"> • Sviluppo economico • Innovazione industriale • Comunità sostenibili • Abitazioni sostenibili

(Fonte: rielaborazione personale dei dati sopra forniti)

Considerando i campi di azione di questa branca della finanza e l’impatto che si vuole creare, facilmente potremmo confonderla con la filantropia; bisogna però fare attenzione. La finanza d’impatto nasce come evoluzione della filantropia o, se vogliamo, a causa del suo sottosviluppo, del suo fallimento. Infatti l’impact investing nasce dal bisogno umano di guadagnare che la filantropia non soddisfa. La differenza rispetto alla finanza d’impatto infatti sta proprio nell’aspettativa di un rendimento che non è presente nella filantropia in quanto caratterizzata da donazioni e non da investimenti.

1.2 SRI e strategie

Gli investimenti socialmente responsabili (Social Responsible Investment SRI) sono quegli investimenti che puntano alla creazione di valore sia per l'investitore, sia per la società tutta, tramite una strategia che prenda in considerazione, oltre all'analisi finanziaria, anche quella ambientale, sociale e governativa (Environment, Social, Governance ESG). Esistono varie strategie per l'investimento socialmente responsabile: esclusioni, convenzioni internazionali, best in class, investimenti tematici, engagement ed impact investing che tratteremo a parte.

La prima strategia detta delle esclusioni, tratta di un approccio che si basa appunto sull'esclusione di specifici emittenti, settori o paesi dall'universo investibile, secondo principi e valori determinati. Le principali escluse sono società che si occupano di pornografia, produzione di armi, società che effettuano test su animali, e che producono tabacco. Ultimamente, a seguito dei problemi climatici scaturiti, vengono sempre più escluse anche società che si occupano di combustibili fossili. A sostegno di questa strategia è partita l'iniziativa Divest-Invest che prevede il disinvestimento dalle imprese che trattano carburanti fossili, in modo da lanciare un chiaro messaggio a queste società, e il finanziamento della green economy. Partita dai campus americani nel 2010 con gli studenti che sollecitavano l'amministrazione a trasformare gli investimenti nei combustibili fossili in investimenti in energia pulita, l'iniziativa è cresciuta in fretta (figura 1.1) e si è presto propagata in tutto il mondo arrivando, nel dicembre 2016, a contare ben 5,5 trilioni di dollari disinvestiti dai combustibili fossili.

Figura 1.1 Divest-Invest crescita



(Fonte: www.divestinvest.org)

La seconda strategia è quella delle convenzioni internazionali, questa si basa sulla selezione degli investimenti a seconda che rispettino o meno norme e standard internazionali. Gli standard internazionali utilizzati più frequentemente, sono quelli definiti in sede OCSE, ONU o delle agenzie ONU, tra cui figurano ILO, UNEP, UNICEF, UNHCR. La terza strategia è quella definita best in class, questa include un'attività di selezione per includere nel portafoglio esclusivamente titoli che rispettino i criteri ESG, così da privilegiare solo gli emittenti migliori di una classe o di un settore. La quarta strategia riguarda gli investimenti tematici, questa seleziona gli emittenti da includere nel portafoglio in base a criteri sociali, ambientali e di governance, ponendo l'attenzione su uno o più temi. Alcuni esempi possono essere la sanità, la nutrizione, le energie rinnovabili. La quinta strategia è l'engagement. Tale attività si concretizza in un processo di lungo periodo di unione di intenti con gli emittenti in materia di sostenibilità e di esercizio del diritto di voto. Lo scopo di tale processo è quindi quello di ottenere un miglioramento nel comportamento dell'impresa e quello di aumentarne il grado di trasparenza. Per quanto riguarda le pratiche di engagement, sono usualmente divise in due macro categorie, soft engagement e hard engagement. Le pratiche incluse nel soft engagement riguardano teleconferenze, periodici incontri fra rappresentanti di investitori e rappresentanti dell'impresa investita. Quelle di hard engagement sono più più invasive per l'impresa rispetto a quelle soft e presuppongono la proprietà di azioni, comprendono infatti interventi in assemblea, presentazioni di mozioni nelle assemblee degli azionisti al fine di integrare l'ordine del giorno, l'esercizio del diritto di voto sui punti all'ordine del giorno. L'ultima strategia è quella dell'impact investing.

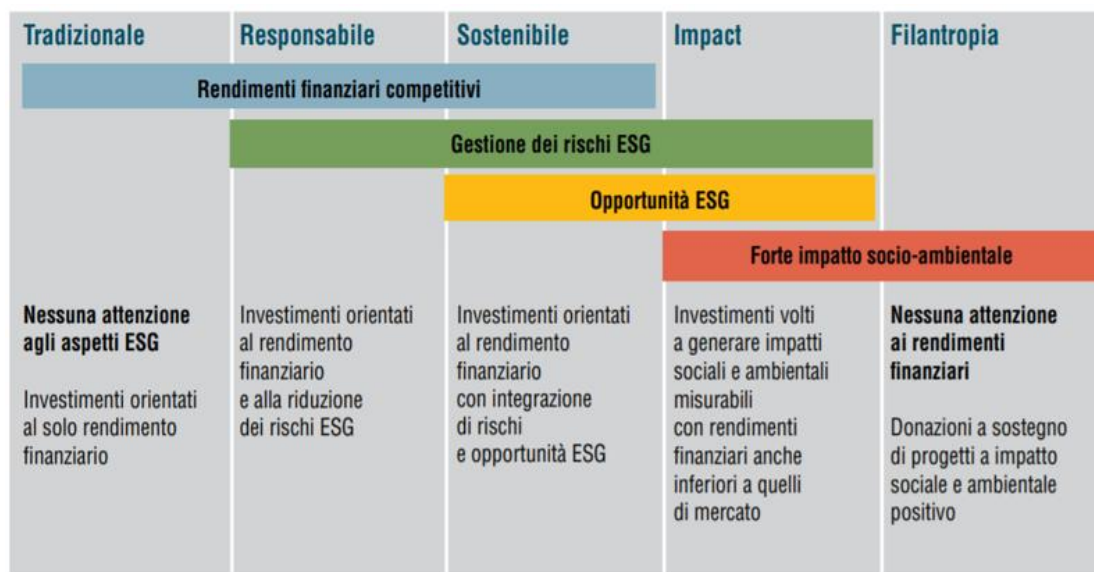
1.3 Impact Investing

“Investments made into companies, organizations, and funds with the intention to generate social and environmental impact alongside a financial return.” (definizione della Global Impact Investing Network-GIIN).

L'impact investing si riferisce quindi a quegli investimenti fatti in imprese, organizzazioni e fondi con l'intenzione di generare un impatto sociale e ambientale insieme ad un ritorno economico. Le caratteristiche di questa strategia sono sicuramente l'intenzionalità, l'aspettativa di rendimento, l'eterogeneità dei rendimenti, la misurabilità dell'impatto. L'intenzionalità è data dall'intenzione dell'investitore di generare, con il proprio investimento, un impatto sociale ed ambientale positivo.

L'aspettativa di rendimento dato che stiamo appunto parlando di un investimento che di per se presuppone un ritorno economico che deve essere pari almeno al capitale investito. L'eterogeneità dei rendimenti, rendimenti che possono essere in linea con quelli del mercato o inferiori. La misurabilità dell'impatto è un segno distintivo dell'impact investing; questo si concretizza nell'impegno dell'investitore a misurare l'impatto sociale ed ambientale del proprio investimento e a misurare il progresso tramite un rendiconto periodico degli impatti generati. L'impact investing possiamo posizionarlo a metà fra le modalità di investimento della finanza tradizionale e la filantropia, in quanto come già detto questa strategia di investimento è caratterizzata dall'intenzionalità propria della filantropia, ma anche dall'aspettativa di un rendimento che appartiene invece all'investimento tradizionale. Quindi questa modalità di investimento è esattamente una via di mezzo fra le due soprariportate che integra aspetti dell'una e dell'altra.

Figura 1.2 Tassonomia degli investimenti



(Fonte: rielaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile da Eurosif 2012, European SRI Study)

E' interessante notare come nella figura 1.2 sia evidente la differenza sottolineata in precedenza fra finanza d'impatto e filantropia, e quella fra finanza tradizionale e finanza d'impatto. La distinzione all'interno della tabella si basa infatti sull'attenzione rivolta a due variabili che sono aspettativa di rendimento e impatto. Nel caso della finanza tradizionale il focus viene posto esclusivamente sul rendimento finanziario, senza dare spazio all'impatto; nella finanza d'impatto vediamo che

l'impatto inizia a rubare terreno al rendimento; nella filantropia invece il focus viene posto totalmente sull'impatto senza aspettative di rendimento finanziario.

1.4 Strumenti della finanza d'impatto

Procederemo con l'illustrazione di alcuni fra i più diffusi strumenti della finanza d'impatto. In particolare saranno illustrati: fondi di investimento, social bond, social impact bond, green bond, microcredito, social housing, crowdfunding. Partendo dai fondi di investimento dobbiamo dire che possono essere investimenti diretti se si investe direttamente nelle organizzazioni ad impatto, o altrimenti investimenti indiretti se si investe in fondi o titoli che investiranno in organizzazioni ad impatto. Con impact intendiamo la strategia dei fondi volta ad investire per ottenere effetti positivi in ambito ESG. Per quanto riguarda i Social Bond questi sono classici titoli obbligazionari emessi da banche von vocazione sociale. La caratteristica fondamentale dei social bond sta nella rinuncia dell'emittente di parte del suo guadagno, e/o la rinuncia del sottoscrittore di una percentuale del suo rendimento. La raccolta obbligazionaria sarà destinata a finanziare progetti sociali di specifiche realtà o sarà destinata ad attivare un plafond di prestiti a favore di enti del terzo settore. I Social Impact Bond (SIB) sono invece obbligazioni destinate alla raccolta di capitale privato per realizzare progetti di pubblica utilità. In questo caso la remunerazione si avrà solo in caso di avvenuta realizzazione di impatto positivo, dato che tale impatto previsto produce un risparmio per il settore pubblico che avrà quindi un margine per remunerare gli investitori. Bisogna quindi fissare dei criteri in base ai quali si dirà raggiunto l'impatto desiderato: da principio una banca in accordo con il settore pubblico emette un SIB per raccogliere quindi i capitali necessari da investitori privati; il denaro raccolto viene conferito agli enti non profit che si occupa dei servizi stabiliti dal progetto trattenendo le commissioni a copertura dei propri costi, dopo la valutazione di un ente indipendente, se l'iniziativa risulta conforme ai requisiti di qualità richiesti ed è stato raggiunto l'impatto desiderato allora si avrà una remunerazione, altrimenti non si avrà alcun compenso. Passando invece ad uno strumento finanziario più innovativo è doveroso illustrare il Green Bond. Sono obbligazioni finalizzate al finanziamento di attività con impatto climatico positivo. Esattamente stiamo parlando di titoli collegati a progetti che abbiano impatto ambientale positivo, come può essere lo sviluppo di energie rinnovabili o la tutela della fauna. La prima emissione di Green Bond è stata nel 2007 ad opera della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) che ha emesso la Climate

Awareness, ovvero un'obbligazione finalizzata al finanziamento di progetti che puntano a trovare soluzioni per ridurre gli effetti dei cambiamenti climatici. Per quanto riguarda i Green Bond l' International Capital Market Association (ICMA) ha fornito delle linee guida che favoriscano la trasparenza e la completezza delle informazioni, i così detti Green Bond Principles (GBP) che si suddividono in quattro aree: utilizzo dei ricavi, valutazione e selezione dei progetti, gestione dei ricavi, rendicontazione. I ricavi devono essere utilizzati per finanziare iniziative ad impatto ambientale; l'ente di emissione dovrebbe dichiarare se il progetto è idoneo ai green bond, i criteri di selezione scelti e gli obiettivi di sostenibilità; i ricavi dei green bond devono essere sempre tracciati; l'emittente dovrebbe fornire aggiornamenti costanti sull' utilizzo dei ricavi. Altro strumento è invece il microcredito, ovvero consistente in un prestito di importo limitato con obbligo di restituzione. Questo viene concesso in assenza di garanzie rilevanti a soggetti economicamente svantaggiati. Tale microcredito può essere concesso "a persone fisiche o società di persone o società a responsabilità limitata semplificata di cui all'articolo 2463-bis codice civile o associazioni o società cooperative, per l'avvio o l'esercizio di attività di lavoro autonomo o di microimpresa, a condizione che i finanziamenti concessi abbiano le seguenti caratteristiche: a) siano di ammontare non superiore a euro 25.000,00 e non siano assistiti da garanzie reali; b) siano finalizzati all'avvio o allo sviluppo di iniziative imprenditoriali o all'inserimento nel mercato del lavoro; c) siano accompagnati dalla prestazione di servizi ausiliari di assistenza e monitoraggio dei soggetti finanziati." (art. 111 Testo Unico Bancario-TUB). Il Social Housing è uno strumento a sostegno della politica abitativa che consiste essenzialmente in interventi di riqualificazione urbana attraverso la collaborazione fra istituzioni, privati ed enti no profit. Svolge quindi funzioni di interesse generale volte al miglioramento della vita degli individui. Altro strumento finanziario innovativo, per lo meno nel panorama italiano, è il Crowdfunding. Questo sta ad indicare come più persone, una folla (crowd), offrono denaro (funding), anche solo piccole somme, con lo scopo di finanziare tramite siti internet progetti imprenditoriali, con l'aspettativa di una ricompensa. Possiamo dividere in due macrocategorie le varie tipologie di crowdfunding: finanziario e non finanziario. Il crowdfunding finanziario è quello in cui le persone ottengono una ricompensa spesso inferiore a quanto dato; il crowdfunding non finanziario invece è quello in cui il finanziamento avviene senza l'aspettativa di un vantaggio.

1.5 Misurare l'impatto sociale e ambientale

Come si può facilmente capire da quanto scritto in precedenza la misurabilità dell'impatto risulta fondamentale, bisogna pertanto valutare in termini numerici i vantaggi apportati alla collettività. Sarà necessario individuare una metrica di riferimento attraverso cui fornire dati quanto più possibile precisi e dettagliati per attirare nuovi investitori, siano essi privati o istituzionali. Tuttavia misurare gli impatti non è facile, è un processo complesso la cui caratteristica principale è la disponibilità di dati. Il problema più grande per effettuare la misurazione è l'amalgamare dati qualitativi e quantitativi, infatti una misurazione prettamente monetaria non sarebbe idonea, quindi potrebbe giovare l'uso anche di altri indicatori di qualità adatti alla valutazione di obiettivi di natura sociale ed ambientale. Per quanto riguarda la misurazione dell'impatto sociale dobbiamo dire che esistono circa 300 standard internazionali, per ogni programma quindi, bisogna scegliere la modalità più adatta tenendo in considerazione le caratteristiche del progetto da finanziare. Se parliamo ad esempio della Pubblica Amministrazione bisognerà sottolineare ciò che l'attività ci consente di risparmiare; mentre se parliamo di un investitore privato sarà meglio sottolineare il rendimento atteso e quello realizzato. Ad ogni modo gli standard di valutazione dell'impatto sociale hanno la necessità di prendere in considerazione tutti gli effetti, siano essi attesi o non attesi, siano essi positivi o negativi. La valutazione dell'impatto può essere quindi letta come individuazione delle connessioni causali tra l'attività a cui è stato destinato il finanziamento e gli effetti scaturiti, studiando in che misura questi effetti siano direttamente collegati all'attività implementata, o se dipendano da altre cause. Solitamente per la misurazione dell'impatto sociale si fa riferimento alla teoria del cambiamento. Questa richiede in primo luogo di stabilire degli obiettivi di lungo periodo, fissare obiettivi intermedi, e definire le attività necessarie per realizzare l'impatto sociale stabilito. Dal punto di vista dell'investitore la misurazione dell'impatto non prende in considerazione gli effetti, ma le aree di impatto. Abbiamo quindi valutazione ex ante con la definizione dell'impatto atteso, e valutazione ex post con la misurazione di quelli generati. Altro tipo di analisi è quella controfattuale che si basa sulla differenza fra ciò che è successo dopo l'investimento e ciò che sarebbe successo invece se non si avesse finanziato quella attività. Questo tipo di analisi vuole quindi stabilire in che modo l'intervento ha contribuito all'ottenimento di quel risultato, indicando quindi come situazione fattuale quella che si ha dopo il finanziamento, e situazione controfattuale quella ipotetica se il finanziamento non ci

fosse stato. Fra quelli più diffusi abbiamo il Global Reporting Initiative (GRI), di cui nel maggio 2013 è stata sviluppata la quarta versione detta G4. In questa versione si è sviluppato un metodo di rendicontazione più preciso, che garantisce di quantificare con più precisione le performance di sostenibilità dell'impresa. Oltre al G4 possiamo contare anche sull' Impact Reporting and Investment Standard (IRIS), sviluppato dal GIIN nel 2008 si concretizza in metriche e indicatori che ci consentono di elaborare report standardizzati in modo tale da aumentare trasparenza, credibilità e accuratezza nella misurazione dell'impatto. Altro standard è il Social Impact Assessment (SIA) questo metodo di misurazione dell'impatto sociale è finalizzato all'analisi, monitoraggio e gestione degli impatti sociali e ambientali utilizzando approcci di tipo statistico-econometrico. Il Social Return On Investment (SROI) invece permette di valutare in termini monetari il valore sociale che viene prodotto da un determinato investimento. Consiste infatti nella stima di euro generati a livello di impatto sociale positivo da ogni euro investito. Il cammino di formazione del SROI si articola in quattro fasi; in un primo momento si ha l'ascolto degli stakeholder e di coloro che beneficeranno del finanziamento, successivamente grazie al supporto di indicatori qualitativi e quantitativi si valuta come le attività finanziate abbiano generato un impatto positivo sulla vita dei beneficiari, poi si passa alla monetizzazione degli indicatori, ed infine si rileva e si misura l'impatto generato dagli investimenti. La capacità di trasformare l'impatto sociale generato in valore monetario è sicuramente uno dei maggiori punti di forza dello SROI, ma va anche detto che la procedura di trasformazione in valore monetario degli indicatori porta a risultati che non rappresentano a pieno gli effetti in quanto sono approssimativi.

Parlando invece degli effetti ambientali degli investimenti, va detto che molti operatori focalizzano i propri sforzi sulla misurazione dell'impronta di carbonio (carbon footprint), ovvero il calcolo di quanto CO₂ viene emesso dalle società che abbiamo inserite in portafoglio. Tuttavia, per rientrare nella categoria dell'impact investing gli investitori non possono limitarsi al semplice controllo delle emissioni, piuttosto devono cercare di finanziare imprese e istituzioni che abbiano la capacità di produrre effetti positivi dal punto di vista ambientale. Parlando del calcolo della carbon footprint, solitamente viene utilizzata la classificazione degli Scope, proposta dal Greenhouse Gas Protocol. Lo Scope 1 comprende le emissioni che provengono da fonti di proprietà o controllate dall'impresa in oggetto, come possono essere i combustibili fossili utilizzati per il riscaldamento degli edifici. Nello Scope 2 sono

incluse solo le emissioni derivanti dall'energia acquistata dall'impresa per il consumo elettrico. Lo Scope 3 invece ingloba tutte quelle emissioni relative all'attività dell'azienda che non sono comprese né nello Scope 1 né nello Scope 2. A titolo esemplificativo possiamo dire che fanno parte dello Scope 3 le emissioni del dipendente che raggiunge il lavoro in macchina. Negli accordi internazionali spesso viene citata la riduzione di emissioni, in quei casi si sta parlando soprattutto delle emissioni comprese nello Scope1, infatti, nonostante le imprese siano responsabili anche delle emissioni inglobate in Scope2 e Scope3, va detto che la misurazione delle emissioni per tutti gli Scope può essere ostico. In effetti considerando lo Scope2 si presenta subito il problema del doppio conteggio, dato che le emissioni che rientrano nello Scope2 e Scope3 di un'impresa, sono già incluse nello Scope1 di altre imprese.

Figura 1.3 Come si verificano i doppi conteggi delle emissioni

Categoria	Si verifica quando...	Esempio con due società in portafoglio, A e B
Produttore / Utilizzatore di energia	Scope 2 conteggiato	La società A produce energia elettrica (Scope1) acquistata dalla società B (Scope2)
Fornitore / Cliente	Scope 3 conteggiato	La società A utilizza beni che consumano energia o che emettono gas serra (Scope1) prodotti dalla società B (Scope3)
Prodotto / Componente	Scope 3 conteggiato	La società A vende motori (Scope3) per i veicoli prodotti dalla società B (Scope3)
Istituto di credito / Fornitore	Istituti di credito + Scope 3	L'auto venduta dalla società A (Scope3) è stata acquistata grazie a un prestito concesso dalla banca B (Scope3)

(Fonte: sito www.finanzasostenibile.it)

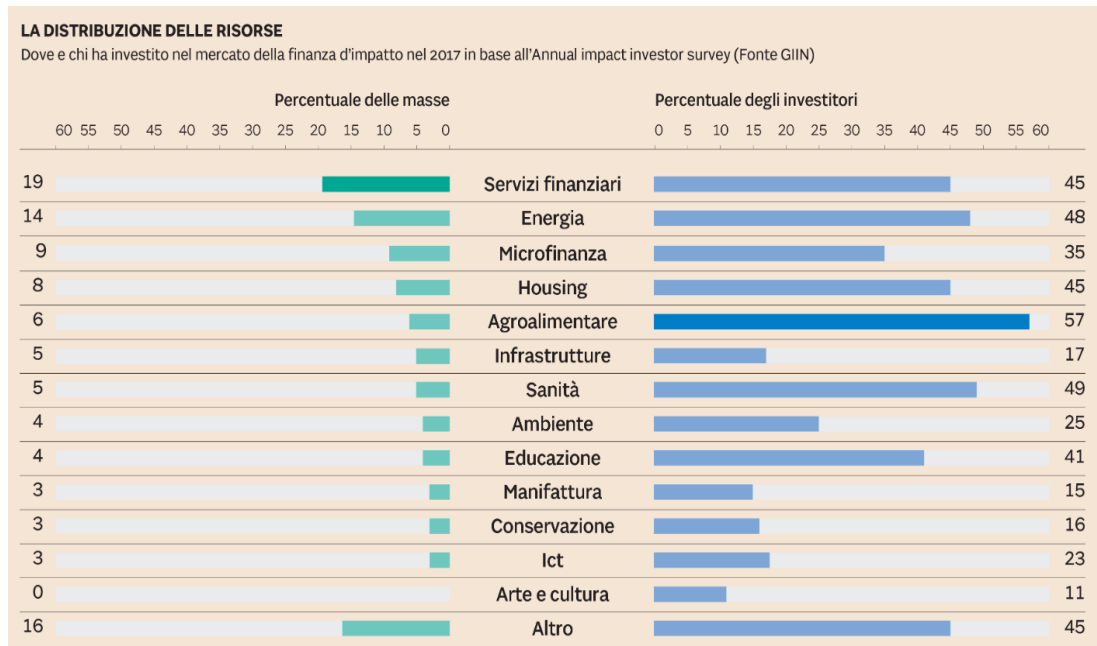
Dalla figura 1.3 è immediata la comprensione del problema del doppio conteggio. La misurazione dell'impatto ambientale non riguarda solo le emissioni di CO2, viene anche preso in considerazione il consumo di risorse idriche, la deforestazione che viene definita impronta ecologica. Questa variabile da prendere in considerazione è stata introdotta da Wackernagel e Rees nel 1996. Questa cerca di misurare la domanda umana riportata sugli ecosistemi considerando sia l'area terrestre che quella marittima biologicamente produttiva necessaria a generare le risorse che gli esseri umani consumano e ad assorbire i rifiuti prodotti. La pratica che prevede la misurazione della CO2 resta comunque quella più diffusa per il calcolo dell'impatto ambientale del

portafoglio da parte degli investitori, dato che comunque dati relativi a deforestazione e consumo idrico sono molto difficili da reperire.

1.6 Dimensioni del mercato

Il mercato della finanza d'impatto sta conoscendo un periodo di fortissima crescita, possiamo infatti dire che dal 2007, anno tristemente noto per la crisi finanziaria, ma anche anno in cui la JP Morgan e la Rockefeller Foundation coniarono il termine impact investing fornendo questo nuovo concetto di finanza, gli investimenti in questo nuovo mercato non hanno mai smesso di crescere. Anche solo leggendo i dati dello sviluppo di anno in anno è facile rimanere sbalorditi, basti pensare che nella sua ultima indagine annuale, la Global Impact Investing Network ha intervistato 229 investitori che nel 2017 hanno investito ben 35 miliardi di dollari e si sono dichiarati intenzionati ad aumentare dell'8% il capitale investito nel corso di quest'anno. Parliamo pertanto di dati impressionanti, considerando infatti che nel 2016 il capitale investito era di 22,1 miliardi, nel 2017 abbiamo raggiunto una percentuale di crescita pari al 58%. I settori in cui vengono investiti maggiormente i capitali sono i servizi finanziari, l'energia e il microcredito come si può vedere dalla figura 1.4.

Figura 1.4 Distribuzione fra i settori



(Fonte: Il Sole24Ore)

CAPITOLO 2

2. Gli indici di sostenibilità

2.1 Il campione di indici

Per analizzare la performance degli investimenti ad impatto sociale rispetto a benchmark di mercato prenderemo in considerazione cinque indici: MSCI ACWI Sustainable Impact Index che utilizzeremo come proxy per la finanza d'impatto, MSCI World Index, Dow Jones Sustainability World Index, Ftse4Good Global Index, MSCI ACWI.

Nel corso di questo capitolo procederemo con la presentazione ed un primo confronto fra questi indici in base a: criteri di selezione; parent Index; index constituents; area geografica; settori.

In modo tale da poter presentare al meglio gli attori principali dell'analisi che verrà svolta nel seguente capitolo.

2.2 Breve introduzione degli indici

2.2.1 MSCI ACWI Sustainable Impact Index

L' MSCI ACWI (All Country World Index) Sustainable Impact Index è un indice della Morgan Stanley Capital International (MSCI) progettato per individuare le società quotate il cui core business affronta almeno una delle sfide sociali ed ambientali del mondo stabilite dallo United Nations Sustainable Development Goal (UN SDG). Le società scelte dall' indice, oltre a soddisfare gli standard minimi ESG, contribuiscono al raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile (Sustainable Development Goal-SDG) tramite la fornitura di prodotti e servizi che possono aiutare ad affrontare alcune di queste sfide. Per tale indice la data di creazione risale al 30 Novembre 2015, mentre il lancio ufficiale si ha il 18 Febbraio 2016.

2.2.2 MSCI World Index

L' MSCI World Index è anch'esso un indice della Morgan Stanley Capital International (MSCI) progettato per misurare la performance di titoli di grande e media capitalizzazione del mercato di 23 paesi sviluppati. Con più di 1600 costituenti, ricopre circa l'85% della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante in ogni paese. La data di lancio di quest'indice risale al 31 Marzo 1986.

2.2.3 Dow Jones Sustainability World Index

Il Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World), calcolato per la prima volta il 31 Dicembre del 1993, è stato lanciato ufficialmente l'8 Settembre 1999. Costituito congiuntamente da Dow Jones & Company of the U.S. e Sustainable Asset Management AG (attualmente RobecoSAM), quest'indice attinge dalle 2.500 aziende più grandi della S&P Global BMI e di queste seleziona il 10% migliore in termini economici, sociali e di pratiche ambientali.

2.2.4 FTSE4Good Global Index

Il FTSE4Good Global Index è un indice costituito dalla Financial Time Stock Exchange Group (FTSE Group) e dalla London Stock Exchange Group, progettato per valutare le prestazioni delle aziende che applicano forti pratiche ambientali, sociali e di governance (ESG). Trasparenza e criteri ESG ben definiti rendono tale indice adatto all'utilizzo di un'ampia varietà investitori. La data di prima creazione risale al 2001.

2.2.5 MSCI ACWI

L'MSCI ACWI è un indice che racchiude titoli di grande e media capitalizzazione del mercato di 23 paesi sviluppati (Developed Markets) e di 24 paesi emergenti (Emerging Markets). Con ben 2778 costituenti quest'indice ricopre circa l'85% delle opportunità di investimento azionario globale. La data di lancio risale al 1 Gennaio del 2001.

La tabella 2 raggruppa in ordine temporale in base alla data di lancio gli indici oggetto dell'analisi.

Tabella 2 Ordine temporale degli indici

MSCI World Index	Dow Jones Sustainability World Index	MSCI ACWI	FTSE4Good Global Index	MSCI ACWI Sustainable Impact Index
31 Marzo 1986	8 Settembre 1999	1 Gennaio 2001	2001	18 Febbraio 2016

(Fonte: rielaborazione personale dei dati sopra espressi)

2.3 Criteri di selezione

I criteri di selezione sono i criteri secondo cui vengono selezionati i costituenti. Andando nel solito ordine:

2.3.1 MSCI ACWI Sustainable Impact Index

Innanzitutto va detto che tale indice sfrutta valutazioni e ricerche aziendali fornite dalla MSCI ESG Research Inc., di cui utilizza 4 prodotti in particolare: MSCI ESG Ratings, MSCI ESG Impact Monitor, MSCI ESG Business Involvement Screening Research, MSCI ESG Sustainable Impact Metrics.

Dove:

MSCI ESG Ratings fornisce ricerca, analisi e valutazione sulla gestione, da parte delle società, dei rischi e delle opportunità ambientali, sociali e di governance.

MSCI ESG Impact Monitor valuta le controversie riguardanti l'impatto ambientale, sociale e/o di governance negativo delle operazioni, dei prodotti e dei servizi aziendali. Il framework di valutazione utilizzato in MSCI ESG Impact Monitor è progettato per essere coerente con le norme internazionali rappresentate dalla Dichiarazione dei diritti umani delle Nazioni Unite, le dichiarazioni dell'OIL sui principi fondamentali e diritti sul lavoro, e il Global Compact delle Nazioni Unite.

MSCI ESG Business Involvement Screening Research è progettato per identificare le società quotate in borsa a livello globale coinvolte in attività come la produzione di armi, prodotti che contengano tabacco, o quelli che violano il mandato di screening religioso.

MSCI ESG Sustainable Impact Metrics è progettato per individuare società che offrano prodotti o servizi che affrontino almeno una delle sfide sociali e ambientali stabilite dalla UN SDG; evidenzia quindi le aziende i cui profitti derivano da prodotti o servizi che possano avere un impatto positivo su società ed ambiente negli ambiti raggruppati nella tabella 2.1.

Tabella 2.1 Ambiti ESG

MACROAREA	ARGOMENTO	CATEGORIE
Ambientale	Cambiamento Climatico	1.Energia Alternativa 2.Efficienza Energetica

		3.Bioedilizia
	Scarsità delle Risorse	4.Sostenibilità delle Risorse Idriche 5.Prevenzione dell' Inquinamento
Sociale	Bisogni di Base	6.Prodotti Nutrienti 7.Farmaci contro le principali malattie 8.Prodotti Sanitari 9.Alloggi a Prezzi Accessibili
	Empowerment	10.Prestiti alle piccole e medie imprese 11.Educazione

(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sul sito www.msci.com)

Una società per essere inclusa nell'indice deve avere tutti i seguenti criteri :

- Le vendite cumulate delle aziende devono provenire almeno per il 50% dalle undici categorie di impatto sostenibile definite da MSCI ESG Research Sustainable Impact Metrics (riportate in tabella).
- Standard minimi ESG:
 - Le società non devono aver affrontato controversie ESG definite dal punteggio IM rispettivamente di 0,1 e 2.
 - Le vendite delle aziende non devono provenire per più del 10% dalla produzione di tabacco.
 - Le vendite della aziende non devono provenire per più del 10% dalla produzione di alcohol.
 - Le aziende non devono essere coinvolte in pratiche di prestito predatorio. MSCI ESG Research ritiene una società coinvolta quando fornisce prodotti e servizi associati ad

una determinata attività di prestito controverso e quando siano state oggetto di un presunto prestito controverso.

-Le aziende devono avere un rating ESG maggiore o uguale a BB.

Figura 2.3.1 Rating ESG



(Fonte: www.msci.com)

-Le aziende non devono essere coinvolte nella produzione di bombe a grappolo, mine terrestri, laser accecanti, fosforo bianco, schegge non individuabili, uranio impoverito e armi biologiche e chimiche.

-Le aziende non devono essere coinvolte nella produzione di armi nucleari.

-Le aziende non devono generare più del 5% di profitto da armi convenzionali.

-Le aziende non devono essere coinvolte nella produzione di armi da fuoco civili semiautomatiche e non devono generare più del 5% del profitto dalla produzione di armi da fuoco civili.

- L'indice è costruito con un minimo di 30 emittenti; se tale numero fosse inferiore a 30, gli emittenti rimanenti sarebbero selezionati tra gli emittenti che soddisfano i requisiti minimi ESG in ordine decrescente in base al livello di Sustainable Impact Sales Percentage. Qualora più emittenti avessero lo stesso livello di Sustainable Impact Sales Percentage, verrebbe scelto quello con peso maggiore nel Parent Index, a cui sarebbe anche assegnato rango più alto.

2.3.2 MSCI World

L'MSCI World è costruito secondo la metodologia del MSCI Global Investable Market Index (GIMI).

Global Investable Market Index (GIMI)

Secondo la metodologia GIMI per stabilire l'universo di titoli bisogna innanzitutto:

-Identificare i titoli azionari idonei

-Classificare questi titoli azionari nel paese adatto

Per quanto riguarda l'identificazione dei titoli azionari idonei è stabilito che tutti i titoli azionari quotati, compresi i Real Estate Investment Trust (REIT) e i fondi sicuri di reddito quotati in Canada possono essere ritenuti idonei per l'inclusione insieme a società in accomandita, società a responsabilità limitata e trust aziendali, quotate negli Stati Uniti e non tassate in quanto società in accomandita. Viceversa, fondi comuni di investimento, ETF, derivati azionari e diversi fondi comuni di investimento non possono essere inclusi nell'universo azionario. Le azioni privilegiate che presentano caratteristiche di titoli azionari sono ammissibili. I criteri di definizione delle azioni privilegiate può variare da paese a paese o da una società all'altra. Comunque le azioni privilegiate la cui unica differenza rispetto alle azioni ordinarie è il diritto di voto limitato, sono ammissibili nell'universo di titoli. Ogni società e i suoi titoli sono classificati in un unico paese.

Un universo azionario idoneo per un mercato è derivato da:

- Identificazione di quotazioni idonee per ciascun titolo dell'universo di titoli
- Applicazione di schermate di investibilità a singole società e titoli dell'universo di titoli.

Un titolo può essere quotato nel paese in cui è classificato e/o in un paese diverso. I titoli possono quindi essere rappresentati da una quotazione locale o da una quotazione estera. Ci sono però delle condizioni che vanno soddisfatte per far sì che un titolo possa essere rappresentato da una quotazione straniera:

- a) Il titolo deve essere quotato in un paese che rispetti le Foreign Listing Materiality Requirement.
- b) La quotazione straniera del titolo è negoziata in una borsa di:

-un paese sviluppato se il titolo è classificato in un paese sviluppato

-un paese sviluppato o emergente se il titolo è classificato in un paese emergente

-un paese sviluppato, emergente o di frontiera se il titolo è classificato in un paese di frontiera

Se un paese non rispetta questi requisiti allora i titoli di questo paese potrebbero non essere rappresentati da una quotazione straniera nell'universo globale di titoli.

Alcuni dei requisiti di investibilità sono applicati esclusivamente al singolo titolo e alcuni invece a livello aziendale generale, rappresentato dall'aggregazione di singoli titoli dell'azienda. Quindi l'inclusione o l'esclusione di un singolo titolo non implica

l'automatica inclusione o esclusione di altri titoli della stessa società. Le schermate di investibilità utilizzate per determinare l'universo azionario investibile in ciascun mercato sono:

- 1- Requisito di dimensione minima dell'universo azionario.
- 2- Requisito minimo di capitalizzazione di mercato rettificato in base al flottante libero per l'universo azionario .
- 3- Requisiti minimi di liquidità DM ed EM.
- 4- Minimo Global Foreign Inclusion Factor Requirement.
- 5- Minima Length of Trading Requirement.
- 6- Requisito minimo Foreign Room Requirement.

1- Requisito di dimensione minima dell'universo azionario.

Questa schermata di investibilità viene applicata a livello aziendale. Per essere inclusa in un universo investibile, una società deve avere il requisito minimo di capitalizzazione totale di mercato. Questa capitalizzazione totale di mercato minima è indicata come il requisito di dimensione minima dell'universo di titoli. Il requisito di dimensione minima dell' universo di titoli si applica alle società in tutti i mercati, sviluppati ed emergenti, ed è derivato così:

- In primo luogo, le società nell'universo di titoli DM sono ordinate in ordine decrescente di piena capitalizzazione di mercato e copertura cumulativa della capitalizzazione dell'universo di titoli DM di mercato calcolata per ogni società. La capitalizzazione di mercato corretta per il flottante della società è rappresentata dall'aggregazione di capitalizzazione di mercato corretta per il flottante dei titoli di quella società nell'universo di titoli.
- In secondo luogo, quando la copertura della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante è del 99% dell'universo di titoli ordinato è raggiunto, la capitalizzazione di mercato completa della società a quel punto definisce il requisito di dimensione minima dell'universo Equity.
- Il grado di questa società in ordine decrescente di capitalizzazione di mercato completa all'interno dell'universo di titoli DM è noto e verrà utilizzato per determinare il requisito di dimensioni minime dell'universo di titoli DM al prossimo ribilanciamento.

2- Requisito minimo di capitalizzazione di mercato rettificato in base al flottante libero per l'universo azionario .

Questa schermata dell'investibilità viene applicata al singolo titolo. Per avere diritto all'inclusione in un universo di titoli investibili, un titolo deve avere un mercato rettificato in base al flottante capitalizzazione uguale o superiore al 50% della dimensione minima richiesta dell'universo azionario.

3- Requisiti minimi di liquidità DM ed EM.

Questa schermata di investibilità viene applicata al singolo titolo. Per avere diritto all'inclusione in un universo di titoli investibili, un titolo deve avere almeno una quotazione che soddisfi i requisiti minimi di liquidità definiti di seguito:

- Rapporto commerciale annuale a 12 mesi e 3 mesi (ATVR);
- Frequenza di negoziazione di tre mesi.

4- Minimo Global Foreign Inclusion Factor Requirement.

Questa schermata di investibilità viene applicata al singolo titolo. Per essere eleggibile per l'inclusione in un universo di titoli investibili, il Foreign Inclusion Factor (FIF) di un titolo deve raggiungere una certa soglia. Il FIF di un titolo è definito come la percentuale di azioni in circolazione disponibili per l'acquisto da parte di investitori internazionali nei mercati azionari pubblici. Questa proporzione rappresenta il flottante disponibile e/o i limiti di proprietà straniera applicabili a un determinato titolo (o società). In generale, un titolo deve avere un FIF uguale o superiore a 0,15 per poter essere incluso in un universo di titoli investibili. Questa regola viene definita come il minimo Global Foreign Inclusion Factor Requirement.

5- Minima Length of Trading Requirement.

Anche questa schermata di investibilità viene applicata al singolo titolo. Affinché una IPO possa essere inclusa in un universo di titoli investibili, la nuova emissione deve essere stata iniziata a negoziare almeno tre mesi prima dell'attuazione di una revisione semi annuale dell'indice. Questa regola è indicata come la minima Length of Trading Requirement. Questo requisito è applicabile alle nuove piccole emissioni in tutti i mercati. Le grandi IPO e grandi offerte primarie/secondarie di componenti non indicizzati non sono soggetti a tale requisito e possono essere inclusi in un universo di titoli investibili.

6- Requisito minimo Foreign Room Requirement.

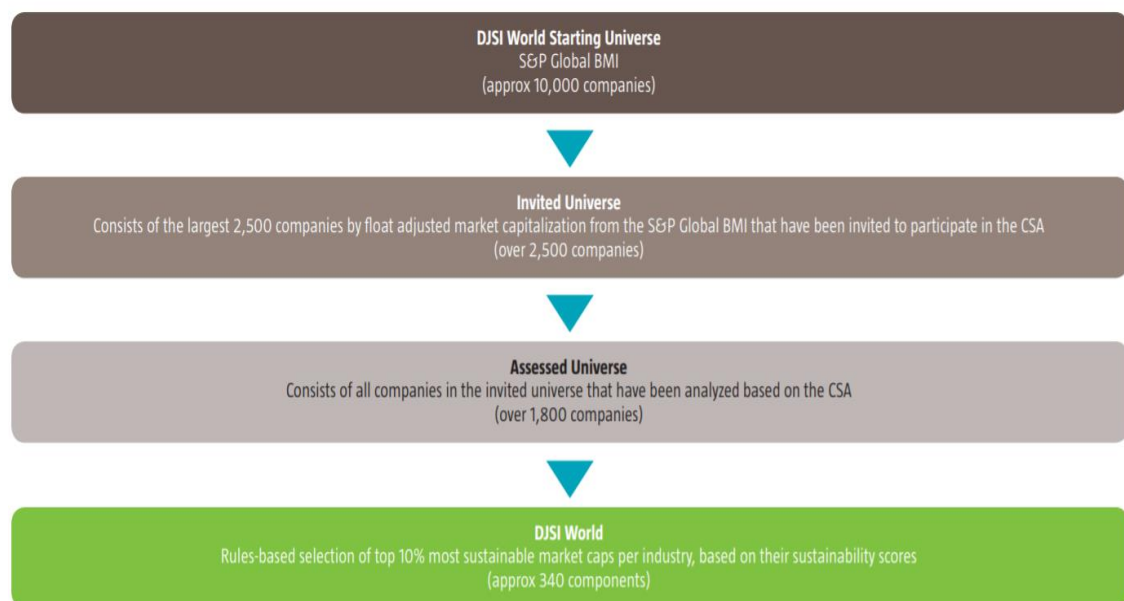
Questa schermata di investibilità viene applicata al singolo titolo. Questa prevede che un titolo soggetto a Foreign Ownership Limit (FOL), per poter essere incluso in un universo di titoli investibili, debba avere la percentuale massima di azioni ancora disponibili per gli investitori stranieri gli investitori rispetto al massimo consentito debba essere almeno il 15%.

2.3.3 Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World)

La costruzione del DJSI World comprende vari passi: DJSI World Starting Universe, Invited Universe, Assessed Univers, DJSI World. Con l'aiuto della tabella sottostante procederemo con l'analisi dei singoli passaggi.

Figura 2.3.2

Figure 1: Universe Structure of DJSI World



Source: RobecoSAM and S&P Dow Jones Indices

(Fonte: RobecoSAM and S&P Dow Jones Indices)

DJSI World Starting Universe

Questo primo universo si compone di tutte le imprese incluse nel S&P Global Broad Market Index universe (BMI), che sono circa 10 000.

Invited Universe

Questo universo si compone delle 2500 compagnie più grandi in ordine di capitalizzazione corretta per il flottante di mercato dell' S&P Global BMI.

Assessed Univers

Questo si compone delle Imprese selezionate dallo Invited Universe secondo la metodologia CSA di RobecoSAM. In questo universo avremo circa 1800 compagnie.

Dow Jones Sustainability World Index

Per ottenere l'indice dobbiamo classificare tutte le società comprese nell' Assessed Universe in ordine decrescente in base al punteggio di sostenibilità totale interno al proprio settore assegnato da RobecoSAM, derivato in base al Global Industry Classification Sistema (GICS). Le compagnie selezionate sono inserite in uno dei 59 settori definiti da RobecoSAM. All'interno di questi 59 settori vengono poi selezionate le compagnie appartenenti al 10% superiore in base al punteggio di sostenibilità totale, che sono finalmente inserite nel DJSI World. Per ridurre al minimo il turnover viene applicata una regola buffer standard al processo di selezione dei componenti basato sui membri attuali dell'indice. La composizione del DJSI viene rivista nel Settembre di ogni anno basandosi sui punteggi di sostenibilità totale risultanti dall'annuale RobecoSAM Corporate Sustainability Assessment ed è poi ribilanciata trimestralmente.

2.3.4 FTSE4Good Global Index

Ad ogni compagnia viene assegnato un livello di rating ESG che va da 0 a 5, dove 5 è il livello più alto. Successivamente vengono classificati i paesi come: sviluppati, sviluppati emergenti, emergenti secondari, e di frontiera. Alle compagnie dei paesi sviluppati sarà richiesto un rating minimo di 3,1 per essere aggiunte all'indice; le compagnie dei paesi con mercato emergente per poter essere incluse nell'indice avranno bisogno di un rating pari a 2,5 o superiore. Quindi i constituents dei paesi sviluppati con un rating inferiore a 2,7 e quelli dei paesi emergenti con rating inferiore al 2,1 saranno a rischio cancellazione dall'indice. Qualora un costituente perseverasse mantenendo il livello di rating inferiore a quello richiesto oltre il periodo ammesso di 12 mesi, allora sarà escluso dall'indice a meno che FTSE Russell, previa consultazione con FTSE Russell ESG Advisory Committee, non approvi un periodo più lungo. FTSE

Russell con il tempo vorrebbe aumentare gradualmente la soglia di aggiunta e cancellazione appena espresse in entrambi i mercati, quindi sviluppati ed emergenti per ridurre la differenza fra i due gruppi. Oltre ai sopra indicati requisiti, sono applicate anche le seguenti considerazioni:

-Le aziende che producono, o sono coinvolte nella produzione, dei prodotti sotto indicati non sono incluse nel FTSE4Good Global Index. Qualora costituenti successivamente alla loro inclusione nell'indice fossero coinvolti nella produzione dei prodotti elencati di seguito verrebbero rimossi nella successiva revisione di indice. I prodotti sono:

a) Tabacco

b) Armi da guerra

c) Componenti di armi composte (munizioni a grappolo, mine antiuomo, uranio impoverito, armi chimiche e armi nucleari)

d) Fondi di investimento- le compagnie del sotto-settore ICB 8985 e 8995 non sono ricercate per ESG e non sono ammesse nell'indice.

-Oltre ai criteri sopra esposti le società coinvolte in più business composti possono avere maggiori richieste per essere incluse.

Per quanto riguarda il trattamento di controversie in materia di inclusione, il trattamento da parte della FTSE Russell cambia se parliamo di società non costituenti o società correntemente costituenti.

Le compagnie non costituenti che hanno controversie significative non vengono incluse nell'indice e sono posizionate in una watchlist. Per le compagnie correntemente costituenti invece FTSE Russell monitora le fonti delle notizie di controversia. La valutazione che si ha è sistematica e, se la valutazione supera il livello estremo di controversie ESG, gli elementi costituenti sono sospesi dall'indice per un periodo pari a 2 anni. Terminato questo periodo la compagnia deve dimostrare di aver preso seri provvedimenti per eliminare la controversia e per prevenirla in futuro, prima di essere riammessa nell'indice.

2.3.5 MSCI ACWI

Anche l'MSCI ACWI è costruito secondo la metodologia del MSCI Global Investable Market Index (GIMI).

2.4 Parent Index

Il parent index è quello che identifica l'universo di titoli idonei per l'indice; fornisce quindi una sorta di bacino di titoli da cui altri indici possono selezionare, secondo i loro criteri di inclusione, gli elementi di cui comporsi. In conclusione il Parent Index ci fornisce una sorta di pre-selezione delle imprese.

2.4.1 MSCI ACWI Sustainable Impact Index

Per quanto riguarda l' MSCI ACWI Sustainable Impact index, questo è stato costituito dalla Morgan Stanley ed attinge alle imprese selezionate dall' MSCI ACWI Index.

2.4.2 MSCI World Index

L' MSCI World è un indice principale della Morgan Stanley che comprende titoli di 23 mercati di paesi sviluppati, così detti appunto developed markets.

2.4.3 Dow Jones Sustainability World Index

Il Dow Jones Sustainability World Index è un indice della RobecoSAM, compagnia di investimento internazionale che pone il focus sugli investimenti sostenibili, ed attinge dalle 2500 società più grandi della S&P Global Board Market Index (BMI) di cui ne seleziona solo il 10%.

2.4.4 FTSE4Good Global Index

Il FTSE4Good Global Index costituito congiuntamente dalla Financial Time Stock Exchange Group (FTSE Group) e dalla London Stock Exchange Group. FTSE International controlla circa 2.000 aziende leader provenienti da paesi di tutto il mondo, sulla base di prospettive sociali, ambientali ed etiche, FTSE valuta la sostenibilità di ciascuna società e seleziona quelle che soddisfano i criteri di inclusione nel FTSE4Good Global Index.

2.4.5 MSCI ACWI

L'MSCI ACWI è invece un indice principale della Morgan Stanley più recente rispetto all' MSCI World Index, come possiamo notare dalla tabella sopra, e a differenza di quest'ultimo, oltre ai titoli di 23 paesi sviluppati, comprende anche titoli provenienti dagli emerging markets, ovvero da 24 paesi emergenti.

Osserviamo quindi grazie all'aiuto della tabella 2.2, che nella casella del parent index riporta anche il numero dei suoi constituents (il numero dei titoli che compongono il bacino da cui poter attingere), se queste differenze comportano qualcosa.

Tabella 2.2 Confronto Parent-Index

Indice	Casa Madre	Parent Index N. constituents
MSCI ACWI Sustainable Impact Index	Morgan Stanley	MSCI ACWI 2778
MSCI World	Morgan Stanley	Nessun parent index Comprende i titoli di 23 paesi sviluppati
Dow Jones Sustainability World Index	RobecoSAM	S&P Global BMI 2500
FTSE4Good Global Index	Financial Time Stock Exchange Group London Stock Exchange Group	FTSE International 2000
MSCI ACWI	Morgan Stanley	Nessun parent index Comprende i titoli di 23 paesi sviluppati e 24 paesi emergenti

(Fonte: rielaborazione personale dei dati esposti)

Da notare è il numero delle imprese presenti nel bacino fornito dal parent index; il numero si aggira per tutti intorno alle 2000 imprese, fatta esclusione per gli indici che non hanno parent index. A rigor di logica quindi ci aspetteremmo che tutti questi indici abbiano un numero più o meno uguale di constituents. Ebbene non è così, in quanto vanno considerati i criteri di idoneità. Nel corso del prossimo paragrafo capiremo bene quali variabili influenzino maggiormente il numero di constituents di un indice.

2.5 Index Constituents

Nel corso di questo paragrafo vedremo come varia il numero di costituenti da indice ad indice ed esploreremo anche la top ten di ogni indice.

L' MSCI ACWI Sustainable impact index si compone di 101 constituents la cui top ten è rappresentata dalla tabella 2.3

Tabella 2.3 Top ten constituents MSCI ACWI Sustainable Impact Index

AZIENDE	PAESE	SETTORE
PROCTER & GAMBLE CO	USA	Beni di prima necessità
GILEAD SCIENCES	USA	Assistenza Sanitaria
JOHNSON MATTHEY	Gran Bretagna	Materie Prime
EAST JAPAN RAILWAY CO	Giappone	Industriale
UMICORE	Belgio	Materie Prime
VEOLIA ENVIRONNEMENT	Francia	Servizi
SCHNEIDER ELECTRIC	Francia	Industriale

ABBVIE	USA	Assistenza Sanitaria
SUEZ	Francia	Servizi
VESTAS WIND SYSTEMS	Danimarc a	Industriale

(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sul sito www.msci.com)

Successivamente ci soffermeremo sull'analisi dei componenti delle top ten.

L'MSCI World si compone invece di 1642 componenti, la cui top ten è espressa nella tabella 2.4

Tabella 2.4 Top ten constituents MSCI World

AZIENDE	PAESE	SETTORE
APPLE	USA	Tecnologia
AMAZON	USA	Informatica
		Discrezione consumatore
MICROSOFT	USA	Tecnologia
CORP	USA	Informatica
FACEBOOK A	USA	Tecnologia
JPMORGAN	USA	Informatica
CHASE & CO	USA	Finanziario
ALPHABET C		Tecnologia
ALPHABET A	USA	Informatica
JHONSON &	USA	Tecnologia
JHONSON	USA	Informatica
EXXON MOBIL CORP		Sanità
BANK OF AMERICA CORP		Energia Finanziario

(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sul sito www.msci.com)

Il Dow Jones Sustainability World Index comprende 316 componenti la cui top ten si compone dei costituenti riportati nella tabella 2.5.

Tabella 2.5 Top ten constituents Dow Jones Sustainability World Index

AZIENDE	PAESE	SETTORE
MICROSOFT CORP	USA	Tecnologia
BANK OF AMERICA CORP	USA	informatica Finanziaria
NESTLE SA REG	SVIZZERA	Beni di
UNITEDHEALTH GROUP INC	USA	consumo Sanità
CISCO SYSTEMS INC	USA	
SAMSUNG	COREA	Tecnologia
ELECTRONICS CO	DELSUD	informatica
NOVARTIS AG REG		Tecnologia
CITIGROUP INC	SVIZZERA	informatica
ROCHE HLDGS AG PT	USA SVIZZERA	Sanità
GENUS		Finanziaria
TOTAL SA	FRANCIA	Sanità
		Energia

(Fonte: rielaborazione personale dei dati contenuti nella factsheet del DJSI World)

Il FTSE4Good Global Index è composto da 951 componenti.

L'MSCI ACWI si compone di 2778 costituenti. La top ten di questi è riportata nella tabella 2.6.

Tabella 2.6 Top ten constituents MSCI ACWI

AZIENDE	PAESE	SETTORE
APPLE	USA	Tecnologia
AMAZON	USA	Informatica Discrezione consumatore

MICROSOFT CORP	USA	Tecnologia
FACEBOOK A	USA	Informatica
JPMORGAN CHASE & CO	USA	Tecnologia
ALPHABET C	USA	Informatica
ALPHABET A	USA	Finanziario
JHONSON & JHONSON	USA	Tecnologia
EXXON MOBIL CORP	USA	Informatica
BANK OF AMERICA CORP	USA	Sanità
		Energia
		Finanziario

(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sul sito www.msci.com)

Interessante notare come gli indici MSCI World e MSCI ACWI abbiano la stessa top ten con la differenza della proporzione delle varie società all'interno dei due indici, data dalla differenza del numero dei componenti (maggiore in MSCI ACWI).

Per riprendere l'analisi iniziata alla fine del paragrafo 2.4 ritengo utile confrontare il numero dei costituenti di ciascun indice:

Tabella 2.7 Rapporto fra constituents ed ampiezza dell'universo di titoli

INDICE	N. Constituents	Ampiezza universo di titoli
MSCI ACWI Sustainable Impact Index	101	2778
MSCI World	1642	illimitato
Dow Jones Sustainability World Index	316	2500

FTSE4Good Global Index	951	2000
MSCI ACWI	2778	illimitato

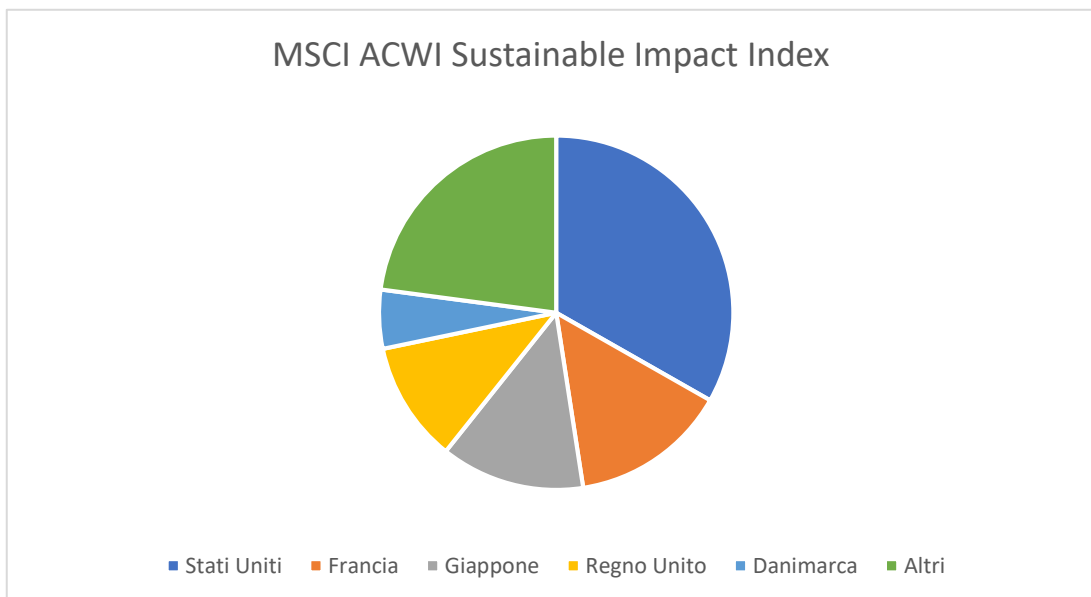
(Fonte: rielaborazione personale dei dati sopra espressi)

Questa tabella va a confermare quanto detto a fine paragrafo 2.4 “Da notare è il numero delle imprese presenti nel bacino fornito dal parent index; il numero si aggira per tutti intorno alle 2000 imprese, fatta esclusione per gli indici che non hanno parent index. A rigor di logica quindi ci aspetteremmo che tutti questi indici abbiano un numero più o meno uguale di constituents.” Ebbene non è così, infatti, escludendo dal ragionamento MSCI World e MSCI ACWI in quanto privi di parent index, nonostante il numero di titoli a disposizione da cui scegliere fosse più o meno simile per tutti gli indici, il numero dei constituents varia moltissimo. Questo perché, nella costruzione di un indice d’impatto, l’elemento fondamentale non è la grandezza del bacino da cui attingere, ma sono i criteri di selezione e soprattutto la qualità degli elementi che si hanno a disposizione. La riprova di quanto appena spiegato ci è fornita dalla differenza di constituents della top ten dell’MSCI ACWI Sustainable Impact Index e del Dow Jones Sustainability World Index; i due indici presentano infatti imprese sostanzialmente differenti.

2.6 Area Geografica

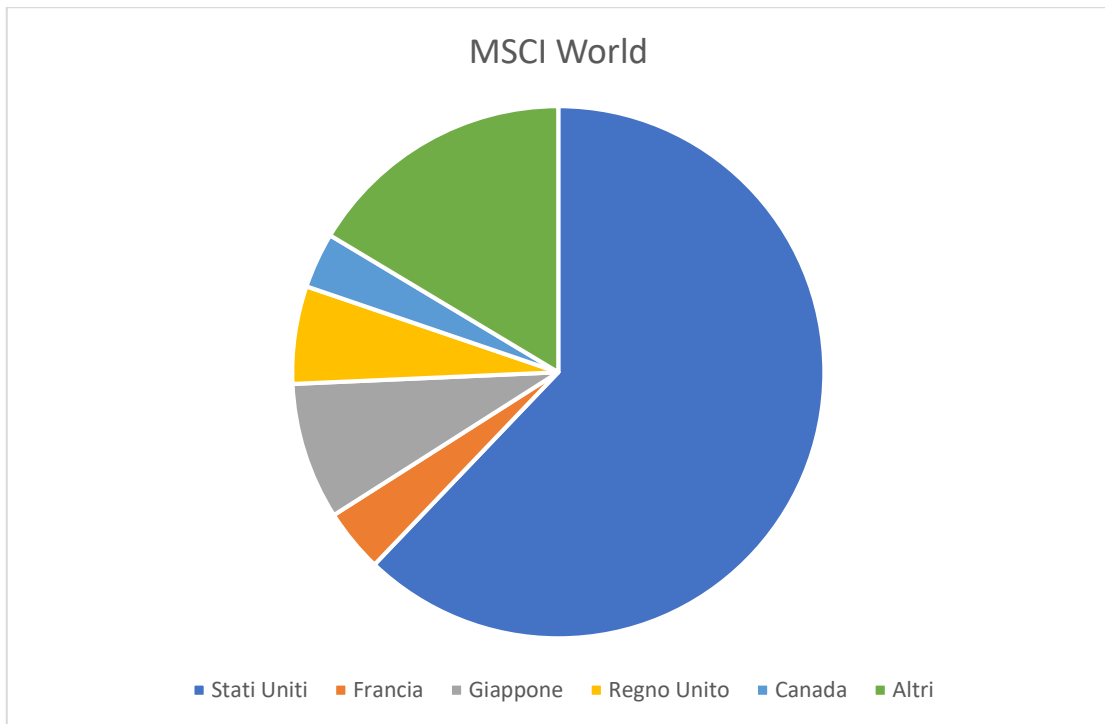
Vediamo ora quali aree geografiche influenzano maggiormente gli indici selezionati.

Figura 2.6.1



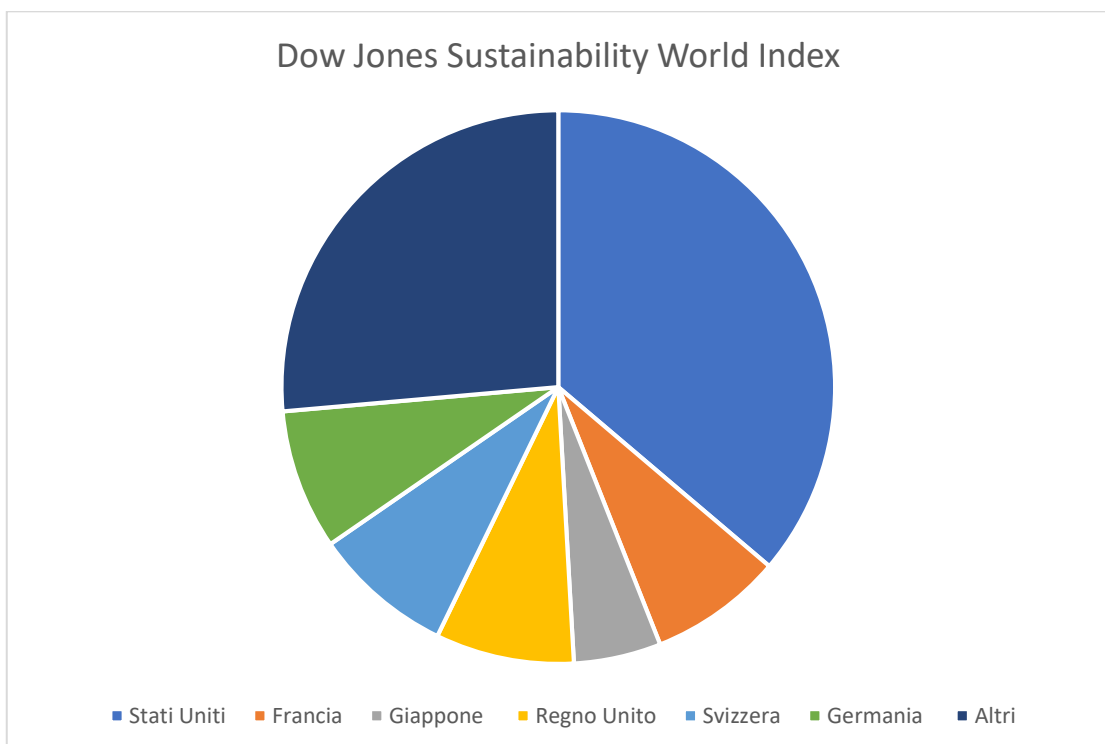
(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sul sito www.msci.com)

Figura 2.6.2



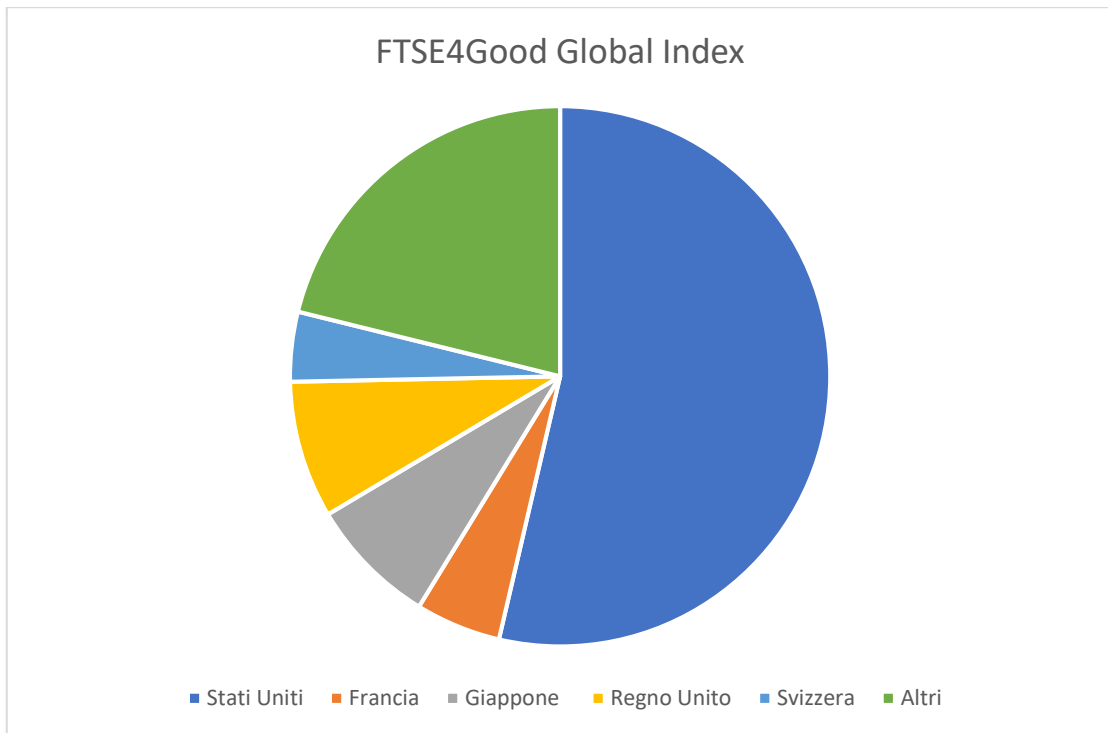
(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sul sito www.msci.com)

Figura 2.6.3



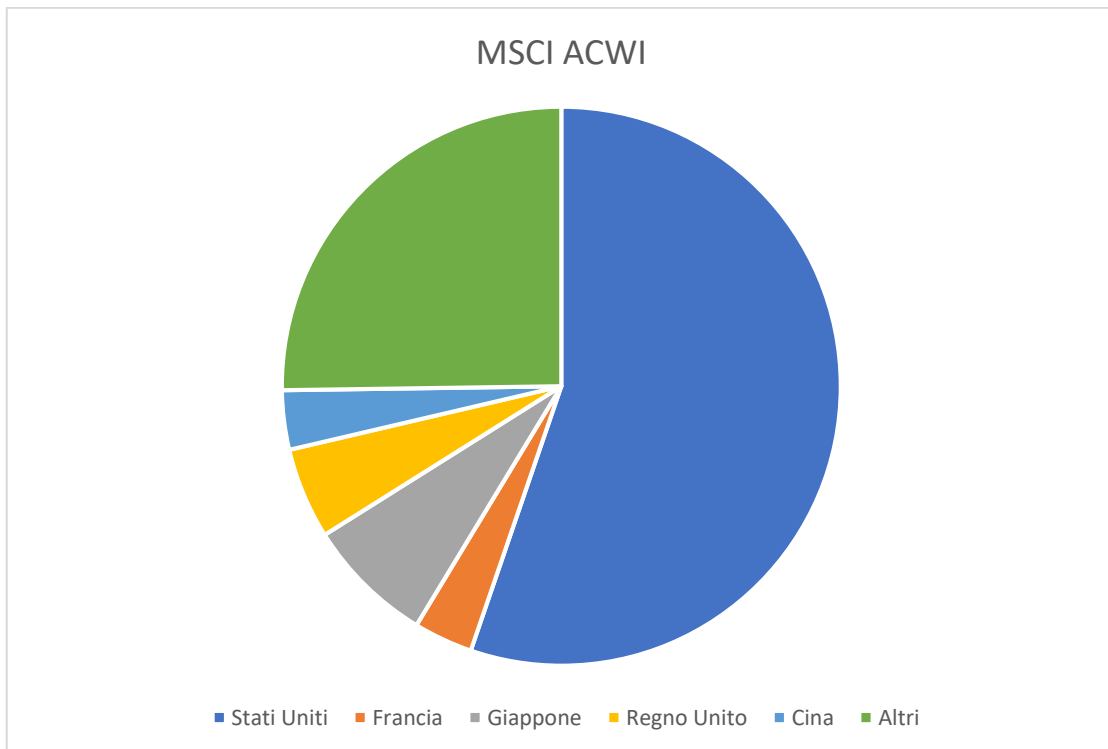
(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sulla factsheet del DJSI World)

Figura 2.6.4



(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sulla factsheet del FTSE4Good Global Index)

Figura 2.6.5



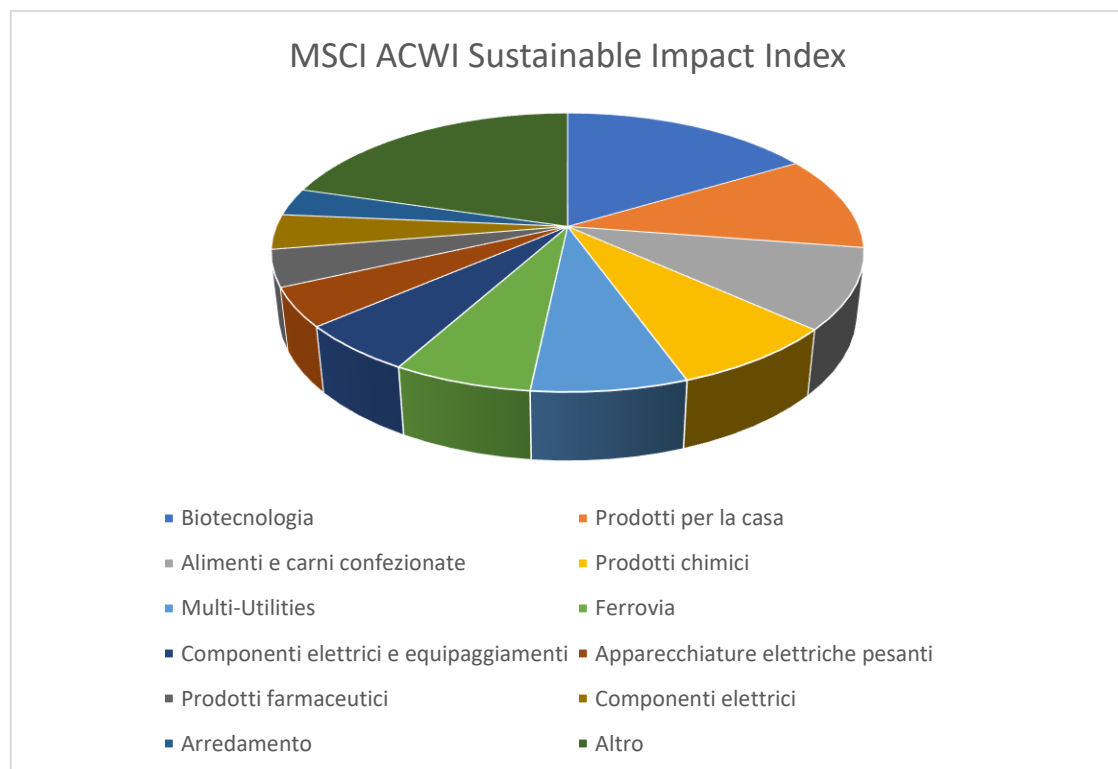
(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sul sito www.msci.com)

Dal confronto fra i grafici che ci mostrano l'influenza dei vari paesi sugli indici selezionati, possiamo notare che il paese più influente sono sicuramente gli Stati Uniti che si prendono lo spicchio più grande di ogni grafico. Analizzando quindi questi risultati sotto la lente dell'impatto vediamo come gli Stati Uniti presentino una maggiore attenzione all'impatto, questo dato è supportato anche dal fatto che, andando a riprendere le top ten degli indici presi in considerazione sopra riportate, queste in larga parte sono occupate da compagnie americane, e va anche sottolineato come i primi posti in tutti i casi siano occupati da imprese americane, soprattutto da multinazionali quali Microsoft Corp ed Apple che prendono il sopravvento sulle imprese di più piccole dimensioni europee. Ben rappresentata comunque l'Europa, sicuramente in maniera minore rispetto agli Stati Uniti, ma allo stesso modo presente negli indici soprattutto grazie a paesi come Francia, Regno Unito e Svizzera che pesano in misura maggiore rispetto agli altri dell'Unione.

2.7 Settori

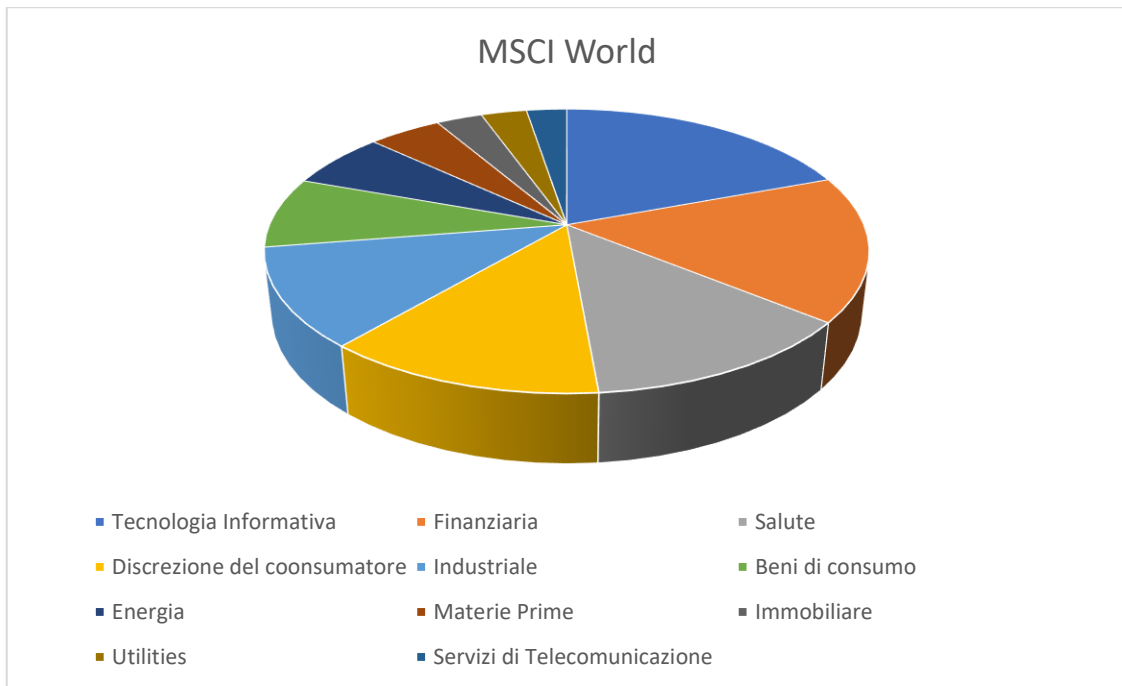
Nel corso di questo paragrafo procederemo con l'analisi dei settori per cercare di capire se qualche settore sia maggiormente presente rispetto agli altri.

Figura 2.7.1 Settori di influenza MSCI ACWI Sustainable Impact Index



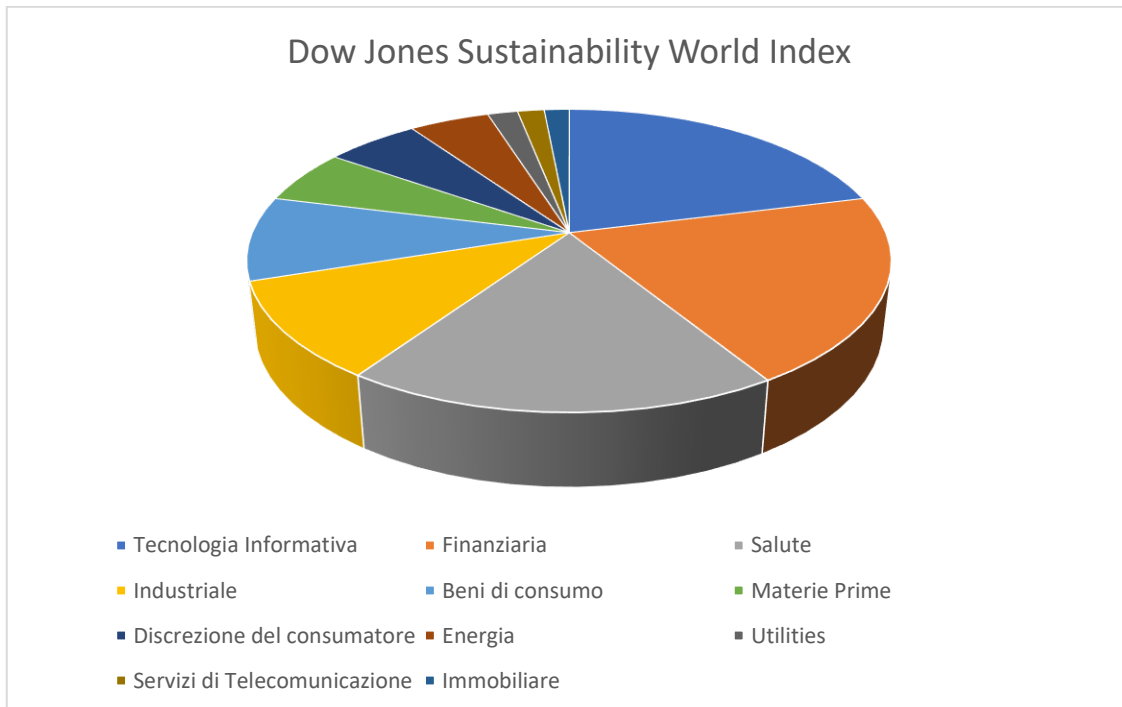
(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sul sito www.msci.com)

Figura 2.7.2 Settori di influenza MSCI World



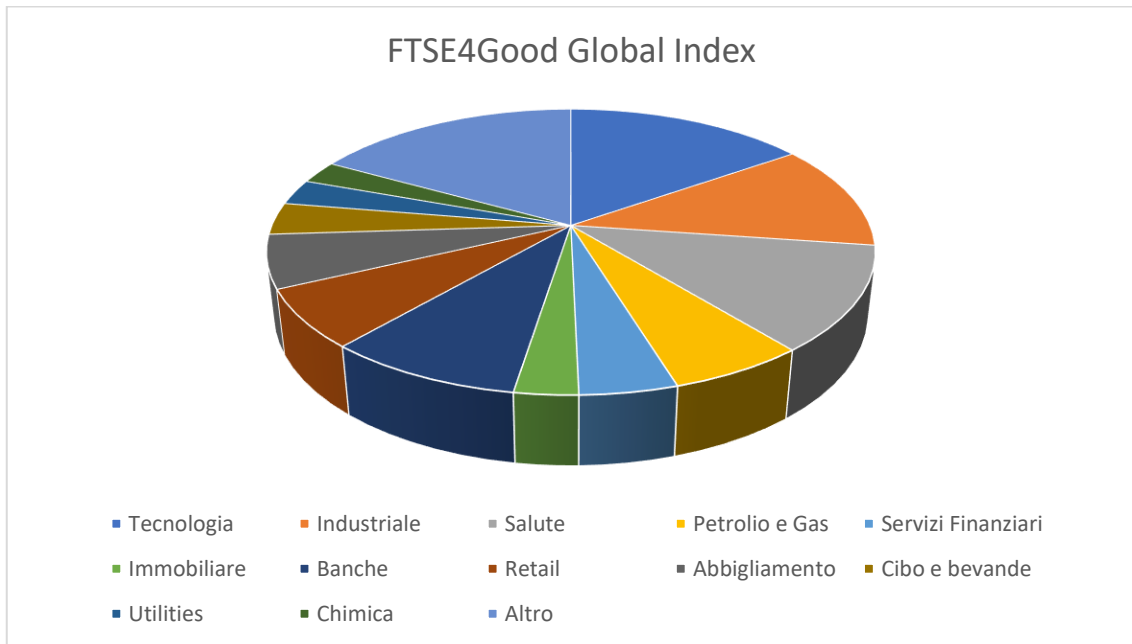
(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sul sito www.msci.com)

Figura 2.7.3 Settori di influenza Dow Jones Sustainability World Index



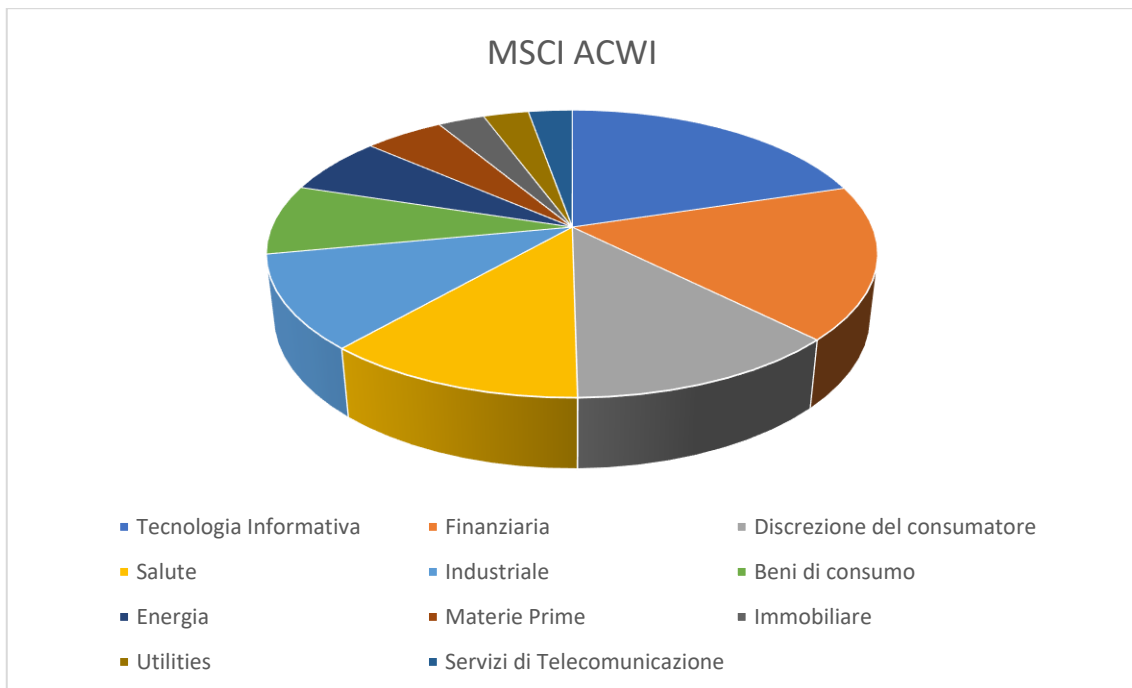
(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sulla factsheet del DJSI World)

Figura 2.7.4 Settori di influenza FTSE4Good Global Index



(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sulla factsheet del FTSE4Good Global Index)

Figura 2.7.5 Settori di influenza MSCI ACWI



(Fonte: rielaborazione personale dei dati presenti sul sito www.msci.com)

Per quanto riguarda i settori, è da sottolineare la supremazia di quello tecnologico in tutti quanti gli indici presi in considerazione. Questo dato fornisce un'informazione importante, infatti tramite questo apprendiamo l'importanza crescente che sta assumendo l'impatto sociale ed ambientale per le imprese di questo settore, settore sicuramente in continua crescita che nel corso degli ultimi decenni ha assunto un'importanza rilevante che lo ha portato a dominare il mercato. L'importanza di questo dato sta nelle aspettative di crescita dell'importanza associata all'impatto, che, supportata da questo settore così importante, sicuramente anche nel corso dei prossimi anni non faticerà a continuare. Per quanto riguarda gli altri settori non ci stupisce invece la rilevanza del settore sanitario, dato che da sempre fornisce un ruolo di primaria importanza all'impatto sociale.

Nella tabella 2.8 sono riassunte le principali caratteristiche degli indici.

Tabella 2.8 Riepilogo caratteristiche principali degli indici

	MSCI ACWI Sustainable Impact Index	MSCI World	Dow Jones Sustainability World Index	FTSE4Good Global Index	MSCI ACWI
Data Lancio	18 Febbraio 2016	31 Marzo 1986	8 Settembre 1999	2001	1 Gennaio 2001
Parent Index	MSCI ACWI	Nessun Parent Index	S&P Global BMI	FTSE International	Nessun Parent Index
Numero Membri	101	1642	316	951	2778
Area Geografica	Stati Uniti 33,23% Francia 14,33% Giappone 13,15% Regno Unito 11,02% Danimarca 5,37% Altri 22,9%	Stati Uniti 62,14% Francia 3,84% Giappone 8,32% Regno Unito 5,93% Canada 3,37% Altri 16,4%	Stati Uniti 36,2% Francia 7,8% Giappone 5,1% Regno Unito 8,1% Svizzera 8,2% Germania 8,2% Altri 26,4%	Stati Uniti 53,64% Francia 5,11% Giappone 7,71% Regno Unito 8,22% Svizzera 4,17% Altri 21,15%	Stati Uniti 55,26% Francia 3,42% Giappone 7,4% Regno Unito 5,27% Cina 3,43% Altri 25,23%
Settore	Biotechlogia 16,42% Elettronica 14,12% Prodotti per la casa 11,01% Alimenti confezionati 9,28% Prodotti chimici 7,8% Utilities 7,16% Ferrovia 6,39% Prodotti farmaceutici 4,23% Arredamento 3,2% Altro 20,3%	Tecnologia 19,31% Finanziaria 16,55% Salute 12,74% Consumer 12,66% Industriale 11,21% Beni di consumo 8,06% Energia 6,39% Materie 4,66% Immobiliare 2,94% Utilities 2,91% Telecommunication 2,57%	Tecnologia 21,1% Finanziaria 20,1% Salute 18,4% Industriale 10,4% Beni di consumo 9% Materie 5,8% Consumer 5,6% Energia 4,8% Utilities 1,8% Telecommunication 1,6% Immobiliare 1,5%	Tecnologia 15,29% Industriale 11,94% Salute 11,85% Energia 6,18% Finanziario 4,39% Immobiliare 2,86% Banche 8,88% Retail 6,59% Vestiti 6,01% Cibo 3,63% Utilities 2,9% Chimica 2,57% Altro 16,91%	Tecnologia 20,23% Finanziaria 17,26% Consumer 12,28% Salute 11,68% Industriale 10,54% Beni 7,89% Energia 6,53% Materie 5,01% Immobiliare 2,95% Utilities 2,86% Telecommunication 2,77%

(Fonte: elaborazione personale dei dati esposti durante il capitolo)

CAPITOLO 3

3. Analisi della performance degli investimenti d'impatto

3.1 Sharpe Ratio

Per procedere con l'analisi della performance degli investimenti ad impatto sociale rispetto a benchmark di mercato, utilizzeremo Sharpe Ratio. Quest'indice è il misuratore di performance aggiustata per il rischio più utilizzato. Questo è definito come il rapporto fra excess return, dato dalla differenza fra il rendimento medio del portafoglio in analisi e il rendimento risk free, e deviazione standard del rendimento medio del portafoglio. Pertanto l'indice di Sharpe per un generico portafoglio p è dato dalla formula 3.1.

$$Sharpe\ p = \frac{R_{,p} - R_{,fr}}{\sigma(R,p)} \tag{3.1}$$

Dove:

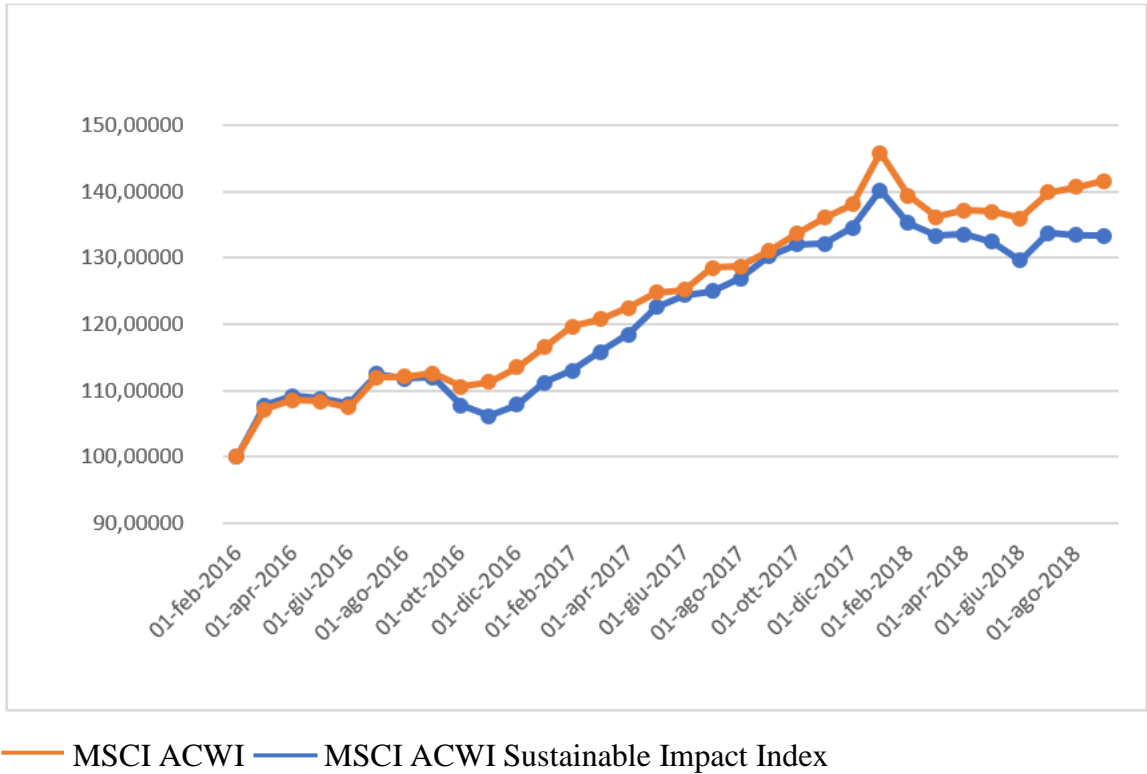
- $R_{,p}$ è il rendimento medio del portafoglio
- $R_{,fr}$ è il rendimento dell'attività non rischiosa
- $\sigma(R,p)$ è la deviazione standard dei rendimenti del portafoglio

Questo indicatore misura essenzialmente il rendimento in rapporto alla volatilità totale sopportata, fornisce quindi il rendimento richiesto dall'investitore per sopportare un'unità di rischio. Dalla formula 3.1 si evince che tale misura aumenta all'aumentare della differenza fra il rendimento medio di portafoglio e il rendimento dell'attività non rischiosa, mentre diminuisce all'aumentare della deviazione standard del portafoglio. Grazie a questa metodologia di analisi è quindi possibile mettere a confronto indici omogenei per benchmark. Dato che la misurazione infatti si basa sulla relazione esistente fra rendimento e rischio, si avrà che l'indice con Sharpe maggiore sarà anche quello che avrà registrato un rendimento maggiore in base al suo livello di volatilità.

3.2 Analisi

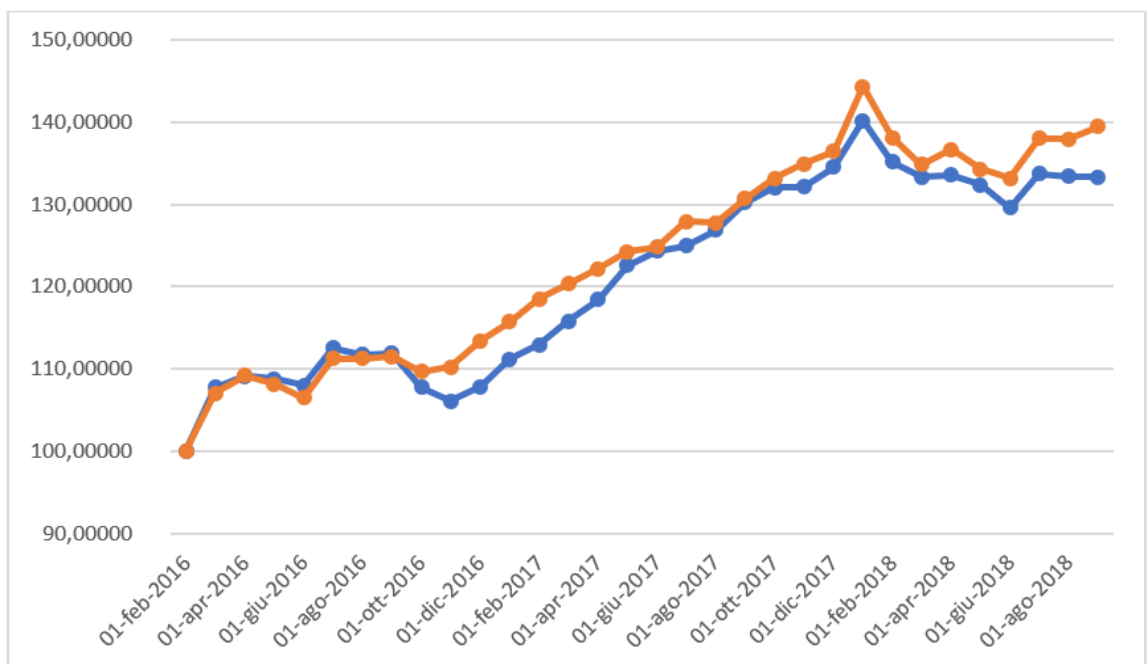
Per l'analisi utilizzeremo dati che fanno riferimento al periodo temporale che va dal febbraio 2016, data di lancio dell'indice utilizzato come proxy, all'agosto 2018.

Figura 3.1 MSCI ACWI Sustainable Impact Index vs MSCI ACWI



(Fonte: elaborazione personale su dati reperiti tramite Eikon Thomson Reuters)

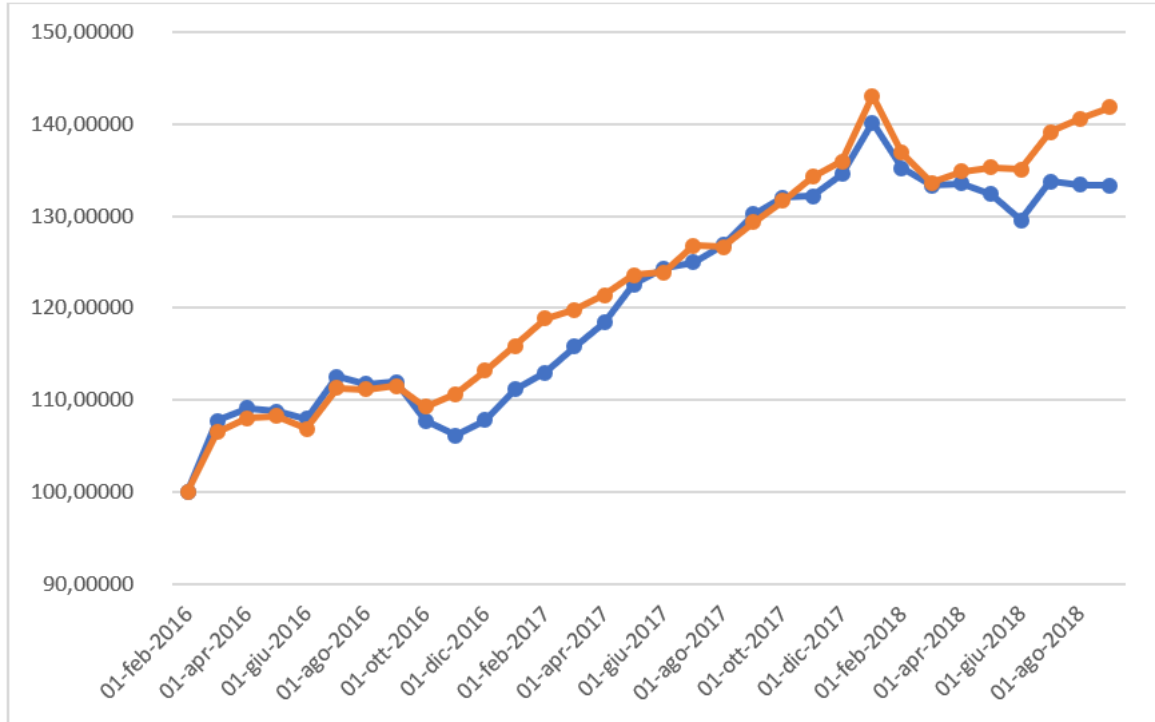
Figura 3.2 MSCI ACWI Sustainable Impact Index vs Dow Jones Sustainability World index



— DJSI World — MSCI ACWI Sustainable Impact Index

(Fonte: elaborazione personale su dati reperiti tramite Eikon Thomson Reuters)

Figura 3.3 MSCI ACWI Sustainable Impact Index vs MSCI World

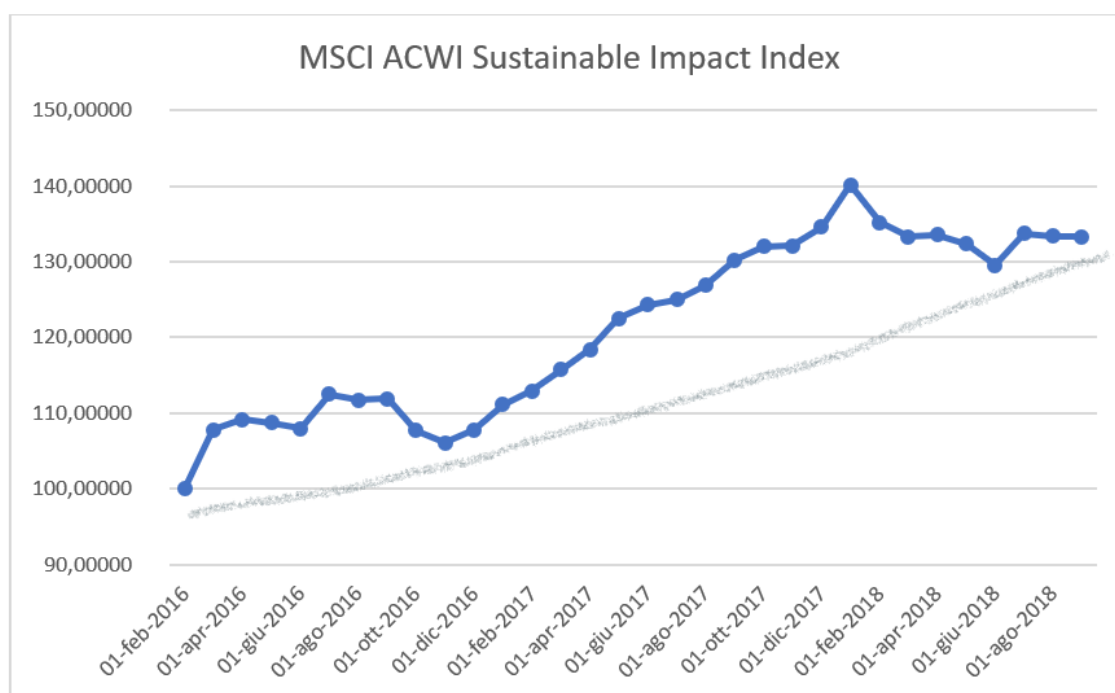


— MSCI World — MSCI ACWI Sustainable Impact Index

(Fonte: elaborazione personale su dati reperiti tramite Eikon Thomson Reuters)

Analizzando le figure 3.1, 3.2 e 3.3 e comparando la performance dell'MSCI ACWI Sustainable Impact Index con i tre indici, è possibile vedere come l'indice preso come proxy renda una prestazione inferiore rispetto agli altri tre. Tuttavia bisogna sottolineare come il periodo preso in considerazione, ovvero febbraio 2016-agosto 2018, sia un periodo di crescita per l'impact investing, questo dato può essere ricavato dalla figura 3.4 che illustra appunto l'andamento della performance dell' MSCI ACWI Sustainable Impact Index dalla data di lancio al 31 agosto 2018.

Figura 3.4 Performance MSCI ACWI Sustainable Impact Index



(Fonte: elaborazione personale su dati reperiti tramite Eikon Thomson Reuters)

Considerando anche la performance aggiustata per il rischio della proxy, l'analisi mostra che la Sharpe Ratio è più bassa rispetto agli altri indici presi in considerazione, si veda la figura 3.5. Questo è dato dal fatto che gli investitori socialmente responsabili al fine di considerare la terza variabile, ovvero l'impatto, sono disposti a rinunciare ad una parte del rendimento finanziario. Pertanto a parità di rischio il rendimento finanziario dell' MSCI ACWI Sustainable Impact Index sarà più basso rispetto a quello degli indici di finanza tradizionale proprio perché parte del rendimento è stato sacrificato a favore dell'impatto sociale.

Figura 3.5 Sharpe Ratio a confronto

INDICE	SHARPE RATIO
MSCI ACWI Sustainable Impact Index	1,05
MSCI ACWI	1,20
MSCI WORLD	1,21

(Fonte: elaborazione personale su dati reperiti tramite Eikon Thomson Reuters)

Concludendo quindi è da sottolineare come gli investimenti ad impatto sociale siano cresciuti nel periodo di riferimento in conformità rispetto al mercato; per comprendere la performance finanziaria inferiore bisogna tenere a mente che questo tipo di finanza prende in considerazione anche l'impatto sociale e pertanto parte del rendimento di questi investimenti viene sacrificato per ottenere un maggiore impatto sociale.

4. Conclusioni

In conclusione a questo lavoro, il cui obiettivo era quello di analizzare la performance dell'impact investing utilizzando come proxy l'MSCI ACWI Sustainable Impact Index, è da notare come questo tipo di finanza sia cresciuta nel corso degli ultimi tre anni, periodo di analisi. Guardando il ritorno aggiustato per il rischio, dato che gli investitori pur di procurare un impatto sociale sacrificano parte del rendimento, non c'è da stupirsi che sia inferiore negli investimenti d'impatto rispetto alla finanza tradizionale.

Bibliografia

Claudia Gonnella Silvia Cerlenco (2016). La finanza ad impatto sociale. Ecra. Roma.

La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia

(2014). Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8. Ecra. Roma.

Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale (2017). Forum per la finanza sostenibile. Milano.

www.msci.com/msci-acwi-sustainable-impact-index.

MSCI Inc (2017). MSCI ACWI Sustainable Impact Index Methodology September 2017, avviabile online dal sito

https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_ACWI_Sustainable_Impact_Index_Sep2017.pdf.

MSCI Inc (2017). "MSCI Sustainable Impact Report", avviabile dal sito

<https://www.msci.com/documents/1296102/6120783/Sustainable+Impact+Report+-+MSCI+ESG+Research+-+ACWI+Sustainable+Impact+Index+-+20180403.pdf/e7951092-272e-444d-8d69-b363a489ff29>.

MSCI Inc (2018). MSCI ACWI Sustainable Impact Index factsheet. Avviabile online dal sito <https://www.msci.com/documents/10199/6d2b3e68-90e0-448e-bd52-eaf0397539d1>.

MSCI Inc (2017). MSCI ACWI The modern index strategy. Consultabile online al sito <https://www.msci.com/documents/1296102/1362201/MSCI-ACWI-Brochure-April-2018.pdf/853258ea-9d40-451a-99cc-e07d43be82a8>.

MSCI Inc (2018). MSCI ACWI Factsheet. Consultabile online dal sito

<https://www.msci.com/documents/10199/8d97d244-4685-4200-a24c-3e2942e3adeb>.

MSCI Inc (2017). MSCI World THE MODERN INDEX STRATEGY. Consultabile online al sito <https://www.msci.com/documents/1296102/1362201/MSCI-World-Brochure-April-2018.pdf/69284e29-788a-4d7a-819a-2a48d11d51de>.

MSCI Inc (2018). MSCI World Factsheet. Consultabile online al sito

<https://www.msci.com/documents/10199/178e6643-6ae6-47b9-82be-e1fc565ededb>.

S&PDJI (2017). DJSI Family. Consultabile online al sito

http://www.sustainability-indices.com/images/DJSI_Family_E_Web_301013.pdf

S&PDJ (2018). DJSI World Factsheet. spdji.com.

MSCI Inc (2017).MSCI Global Investable Market Indexes Methodology.consultabile
dal sito

https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_Feb2017_GIMIMethodology.pdf.