

Dipartimento  
di Impresa e Management

Cattedra: Operazioni Straordinarie e Valutazione d'Azienda

# Investimenti Sostenibili e Responsabili: introduzione alla “navigazione” nel mondo degli SRI

Prof. Eugenio Pinto

---

RELATORE

Prof. Alessandro Musaio

---

CORRELATORE

Federico Simoncini  
Matr. 724641

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

# Indice

<b>Introduzione .....</b>	<b>5</b>
<b>Storia ed evoluzione dei temi ESG .....</b>	<b>9</b>
1.1 Le origini del fenomeno .....	9
1.2 L'arrivo del fenomeno negli Stati Uniti .....	10
1.2.1 Il ruolo degli anni '60 .....	11
1.3 Il fenomeno in Europa.....	14
1.3.1 La nascita di Friends Provident's Stewardship Trust .....	15
1.3.2 Gli enti di ricerca EIRIS e Vigeo .....	19
1.3.3 L'investimento etico in Italia .....	21
1.4 Le milestones successive agli anni '70 .....	25
<b>La direzione del mercato degli investimenti SRI.....</b>	<b>33</b>
2.1 Polivalenza lessicale e concettuale .....	33
2.2 Dinamiche del mercato della sostenibilità.....	37
2.2.1 Studi empirici sulla relazione <i>investor tastes</i> - rendimento.....	40
2.2.2 Il ruolo dell'integrazione e dell'esclusione, il <i>Sustainable CAPM</i> .....	44
2.2.3 Un modello di equilibrio per il mercato ESG .....	51
2.3 Conclusioni .....	67
<b>Il Rating ESG.....</b>	<b>70</b>
3.1 La complessità del Rating ESG .....	70
3.2 Il funzionamento del rating ESG .....	71
3.3 Vizi del Rating ESG.....	73
3.3.1 Le criticità nel dettaglio .....	77
3.4 La struttura e le implicazioni della divergenza.....	84
3.5 Conclusioni.....	85

**Fondi e strategie SRI ..... 87**

- 4.1 Il processo del *Sustainable and Responsible Investing* ..... 87
- 4.2 Strategie di Investimento Sostenibile e Responsabile ..... 89
  - 4.2.1 Strategie di *positive screening* ..... 94
  - 4.2.2 Strategie di *negative screening* ..... 102
  - 4.2.3 Strategie di *active ownership* ..... 106
  - 4.2.4 *Impact Investing* ..... 110

**Conclusioni ..... 113**



## Introduzione

Il concetto di sostenibilità rappresenta un'astrazione di provenienza antica, oramai dibattuto da quasi un secolo, ma la cui genesi si stima risalga alla fine del 1600, precedente persino alla grande parte delle teorie economiche cui si fa tutt'ora riferimento. Si evolve nei secoli sino ad arrivare alla sua più recente, seppur flessibile, accezione: "ESG" o *Environment, Social and Corporate Governance*. Un concetto che posa le proprie radici nell'antichità e cattura l'interesse pubblico quasi con andamento esponenziale, radicandosi sempre più nel pensiero, nella cultura e di conseguenza nell'economia della nostra epoca.

Al giorno d'oggi l'impegno verso l'ambiente è presente in quasi tutti i paesi industrializzati, non solo dal punto di vista regolamentale, ma soprattutto nelle azioni e nelle scelte quotidiane di ciascun individuo. Questa trasformazione è stata alimentata dalla crescente consapevolezza dei risultati di più di due secoli di industrializzazione e di incuranza, amplificata nell'ultimo decennio dalla divulgazione scientifica e da campagne di sensibilizzazione diffuse tramite i social media. La consapevolezza diffusa ha portato ad una profonda evoluzione del concetto di sostenibilità, associandovi un forte senso di urgenza e di responsabilità, amplificati dalla crescente sensibilità che le persone hanno sviluppato nei confronti di questo argomento. Gli individui hanno cominciato a modificare le proprie scelte e le proprie preferenze e gli Stati hanno firmato patti ed emanato nuove normative, coinvolgendo sempre più persone nella missione ambientalista, che si è dimostrata abbastanza motivante da portare molti soggetti a cambiare le proprie abitudini e a ripensare le proprie decisioni.

La forte considerazione che la cultura dell'ambiente ha accumulato nell'ultimo decennio e la crescente rilevanza del concetto di eticità hanno reso straordinariamente attraente il mondo della *impact investing*, vista la necessità della nascita di tipologie di investimento che permettessero agli investitori di coniugare la generazione di valore e l'impatto positivo, verso l'ambiente e la società. A dimostrazione di ciò, nonostante la finanza sostenibile non sia un fenomeno recente, solo nell'ultimo decennio è riuscita veramente a riservarsi un posto nelle valutazioni degli investitori, attirando un'attenzione talmente imponente da permettergli di rappresentare una fetta rilevante del portafoglio di quasi l'80% del totale degli investitori, istituzionali e retail, di tutto il mondo. Tale riallocazione degli investimenti sta portando sempre più imprese a rivalutare la rilevanza dei concetti ESG e ad

integrarli nelle proprie politiche aziendali, generando investimenti, anche molto rilevanti, per la riorganizzazione dei propri processi.

È ancora incerto se nel medio-lungo termine tale trasformazione si propagherà a tutte le imprese in tutti i settori, compresi quelli non ESG, e se questi valori rimarranno un punto fermo, come lo sono ora, non solo nella determinazione delle proprie politiche di business, ma anche da un punto di vista strategico, finalizzato al raggiungimento di un vantaggio competitivo. Con il presente elaborato si intende analizzare a fondo l'argomento per determinare, sulla base di ipotesi realistiche, una risposta ai precedenti quesiti, ma soprattutto studiare le possibili implementazioni delle considerazioni ESG da un punto di vista strategico e valutativo per investitori ed imprese. A tal fine, l'elaborato è strutturato in 3 sezioni. La prima, rappresentata dal primo capitolo, consiste in una approfondita contestualizzazione storica, ritenuta essenziale per poter fornire un quadro completo del percorso evolutivo della sostenibilità e della finanza sostenibile. La seconda, costituita dal secondo e terzo capitolo, contenente le fondamenta teoriche dell'elaborato sulla cui base si svilupperanno le riflessioni attorno cui si costruisce l'analisi conclusiva. Infine, la terza, il quarto capitolo, nel quale si avrà modo di approfondire gli approcci strategici SRI e le implicazioni relative, derivanti dall'analisi della sezione teorica.

Nel primo capitolo sarà fornita una introduzione al concetto di sostenibilità, come elemento di rilevanza dal punto di vista sociale e, conseguentemente, economico. Partendo da una analisi storica-evolutiva della materia verranno individuati e analizzati gli elementi che ne hanno determinato la crescita, ciò sarà utile nei successivi capitoli in quanto alcuni di questi saranno rilevanti nello studio dei metodi valutativi delle aziende ESG e, soprattutto, per comprendere l'intensità espansiva del fenomeno. Si partirà dalle origini storiche, per evidenziare l'antichità del concetto di economia sostenibile, ripercorrendo il percorso di crescita dal punto di vista di diffusione e di percezione della stessa. Ci si soffermerà poi brevemente sullo studio del primo fondo di investimento sostenibile, *Friends Provident's Stewardship Trust*, del primo ente di ricerca in campo ESG, Vigeo-Eiris, e sull'arrivo della finanza etica in Italia; per poter fornire al lettore uno scorcio su obiettivi, intenzioni ed approccio dei fondatori di questo tipo di investimento, nei rispettivi paesi, e gli strumenti per poterli confrontare tra di loro e con quelli della nostra epoca. Infine, si analizzerà l'avanzamento della sostenibilità come materia di rilevanza internazionale, successivo agli eventi degli anni '60 e '70 che

hanno determinato l'avviamento del processo di coinvolgimento massivo, sottoforma di iter per *milestones*.

La seconda sezione si aprirà con un'introduzione teorica prioritaria, costituita dalla definizione approfondita e accurata dei concetti alla base della materia, fondamentale alla disambiguazione di particolari termini che comunemente assumono significati o rilevanza diverse a seconda dell'utilizzatore e del fine della analisi per la quale vengono utilizzati. Tale disambiguazione fungerà da base solida per fornire una interpretazione univoca del lessico utilizzato nei successivi capitoli. Seguirà una analisi delle dinamiche del mercato SRI, basata su tre studi che, se osservati con visione di insieme, sono in grado di fornire una descrizione completa delle meccaniche alla base del suo funzionamento. Ci si soffermerà dapprima sugli *investor tastes*, il primo studio, meno analitico, sarà in grado di dare, tramite un approccio euristico, la base empirica da cui incominciare l'indagine relativa alla relazione inversa esistente tra punteggio ESG delle imprese e rispettivo rendimento atteso. Con il secondo studio, si approfondirà più nel dettaglio la rilevanza del contributo derivante dagli *investor tastes* al rapporto di proporzionalità inversa, rispetto ad altri fattori. Infine, con il terzo ed ultimo studio si andrà ad esplorare, tramite un approccio ben più specifico, l'insieme di dinamiche mosse da queste preferenze e da questo squilibrio che, a loro volta, governano il funzionamento del mercato SRI. Nel terzo capitolo, facendo uso della consapevolezza e comprensione del mercato sviluppate, si affronterà la tematica dell'inaffidabilità degli strumenti di rating ESG, dedicando particolare attenzione al ruolo che i tali prodotti hanno nella selezione e valutazione degli investimenti ed i molteplici metodi di determinazione di questi indici. Si analizzerà infine l'impatto che questi possono avere sulle scelte degli investitori e le dovute accortezze che questi dovrebbero applicare al fine di evitare spiacevoli fraintendimenti.

Infine, nell'ultimo capitolo, verranno analizzati nel dettaglio alcuni degli approcci strategici utilizzabili dagli investitori nel loro processo di investimento sostenibile e responsabile. Nello specifico, le strategie sotto analisi verranno scomposte nelle loro componenti fondamentali, quali: caratteristiche di base, funzionamento, obiettivi e impatto generato, e sulla base di queste si svilupperanno delle riflessioni in termini di ambiti applicativi, sinergie realizzabili e rating la cui utilizzazione può rivelarsi opportuna. Le sette strategie individuate nell'elaborato sono state scelte in quanto rappresentano quelle più utilizzate in assoluto in ambito di SRI e sono globalmente

riconosciute in quanto tali, sarà infatti fornita la denominazione utilizzata da diverse organizzazioni internazionali in materia di investimenti sostenibili per il loro riconoscimento.

Il presente elaborato si propone dunque di fornire una introduzione completa al mondo degli investimenti SRI ed una linea guida per la “navigazione” del mercato sostenibile agli investitori. A tal fine si tenta di procurare degli strumenti il cui possesso possa permettere, anche se di poco, una migliore e più sicura esperienza, quali comprensione delle dinamiche fondamentali e, soprattutto, consapevolezza delle complessità ed imperfezioni contro cui questi possono imbattersi, la cui esistenza è in parte da ricollegarsi ad una fase di vita del mercato quasi definibile “adolescenziale”.

# Storia ed evoluzione dei temi ESG

## 1.1 Le origini del fenomeno

L'investimento etico è un'idea venerabile. L'intenzione di integrare l'etica agli investimenti, e quindi al profitto, risale addirittura ai tempi biblici. John Wesley, teologo inglese e fondatore del Metodismo<sup>1</sup>, vissuto nella prima metà del 1700, sottolineò che l'uso del denaro era la seconda materia più importante dell'insegnamento del Nuovo Testamento. Egli lasciò, tramite le proprie opere e sermoni, indirizzi ispirati a passaggi biblici, che costituivano le fondamenta del proprio pensiero. Una delle sue più citate regole di condotta è contenuta nel sermone "*the use of money*", successivamente pubblicato in forma di libro nel 1760: "*Earn all you can, but not at the expense of conscience, not at the expense of our neighbours' wealth, not at the expense of our neighbours' health*"<sup>2</sup>. Questi temi da allora hanno influenzato l'evoluzione degli investimenti etici.

Le prime forme di investimento responsabile vengono ricondotte all'evoluzione delle pratiche di diversi gruppi religiosi, sviluppatasi tra il XVII e il XVIII secolo. Le correnti più rigorose del protestantesimo, influenzate dal metodismo Wesleyano, rinvenivano una forte incompatibilità tra la dottrina cristiana e le scelte di investimento dei propri risparmi in quelle attività economiche conosciute come "*sin stocks*", ovvero quelle aventi finalità considerate non etiche, come l'utilizzo di schiavi, il gioco d'azzardo, la produzione e commercio di armi, tabacco e alcolici. Un esemplare movimento dedicato all'abolizione di attività immorali è quello dei Quaccheri inglesi, composto da fedeli cristiani anche conosciuti come Società degli Amici. Un movimento nato dalla chiesa anglicana che si distingueva profondamente dalle altre dottrine cristiane per le proprie pratiche religiose contro guerre, alcolici e schiavitù, oltre che per le molteplici opere filantropiche e progetti d'uguaglianza sociale che portarono avanti. La Società degli Amici sarà poi coinvolta in epoca più recente nella fondazione e finanziamento del primo grande mutual fund finalizzato all'investimento al dettaglio sulla base di politiche etiche, il Friends Provident Stewardship trust.

---

<sup>1</sup> Il Metodismo inglese è un'espressione del protestantesimo e rappresenta una delle chiese evangeliche più diffuse nel mondo. Dagli anni '60 svolge la propria attività di investimento tramite il *Central Finance Board of the Methodist Church*, un ente che si impegna ad allocare risorse secondo principi teologici e sociali

<sup>2</sup> Crane Andrew, McWilliams Abigail, Matten Dirk, Moon Jeremy, Siegel Donald S. (2008). "*The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*"

## 1.2 L'arrivo del fenomeno negli Stati Uniti

Il concetto di finanza etica esce dai confini dell'ambito religioso nella prima metà dell'800, a partire dagli Stati Uniti, luogo in cui il movimento ambientale conosce la crescita ed evoluzione che lo porterà alla sua attuale e ben più olistica accezione. Ad iniziare il processo furono due illustri pionieri del conservazionismo<sup>3</sup> moderno, John Muir e Henry David Thoreau, i quali furono in grado di diffondere tra i propri coevi ciò che oggi chiameremmo “*awareness*”<sup>4</sup>, contagiandoli con la propria volontà di cambiamento. Il contributo del naturalista John Muir risiede nei suoi libri sulla natura, che educarono milioni di persone al rispetto dell'ambiente e gli permisero di fondare il Sierra Club, considerato tutt'ora una delle più importanti organizzazioni per la conservazione della natura negli Stati Uniti.

La filosofia di Thoreau, invece, si incentrava sul rispetto dei diritti dell'uomo, ponendo questi ultimi in condizione di prevalenza rispetto alla legge. “*It is not desirable to cultivate a respect for the law, so much as for the right*”<sup>5</sup>, questo concetto viene espresso nel suo saggio “*Civil Disobedience*”, tramite il quale riuscì ad ispirare i primi movimenti di protesta e resistenza non violenta.

Proprio grazie a questi impulsi, assieme alla diffusione dei principi etici da parte della Chiesa, il pubblico americano comincia a dimostrare il proprio interesse nella finanza etica e nel 1928 viene lanciato il primo fondo etico statunitense. Il Pioneer Fund, fondato a Boston da Philip Lord Carret, all'epoca un giornalista che scriveva per il Barron's Newspaper, fu il primo fondo in assoluto ad adoperare le politiche di investimento restrittive nei confronti dei “sin stocks” utilizzate dai Quaccheri inglesi. Carret fu un vero e proprio visionario nel suo campo, probabilmente il primo a realizzare che la finanza etica avrebbe attirato sempre più pubblico nei decenni successivi. Per evidenziare quanto in anticipo fosse Carret con la sua intuizione, è utile notare che il secondo fondo etico americano arriva più di quarant'anni dopo, Pax World Funds viene infatti fondato solo nel 1971. Tra l'altro, la ragione della nascita di quest'ultimo è da ricollegarsi ai moti anti-apartheid e contro il finanziamento della

---

<sup>3</sup> Corrente di pensiero che auspica il mantenimento della qualità di un determinato ambiente e delle risorse naturali, degli ecosistemi e della biodiversità a esso relazionati.

<sup>4</sup> “*Knowledge that something exists, or understanding of a situation or subject at the present time based on information or experience:*

- *Public awareness of the problem will make politicians take it seriously.*
- *Environmental awareness has increased dramatically over the past decade.”*

<https://dictionary.cambridge.org/it/dizionario/inglese/awareness>

<sup>5</sup> Thoreau Henry David, 1849. “*Resistance to Civil Government*” anche conosciuta come “*Civil Disobedience*”

guerra in Vietnam, movimenti che matureranno proprio a seguito delle vicende accadute in quegli anni, delle quali si darà un'accurata descrizione nelle pagine a venire.

### 1.2.1 Il ruolo degli anni '60

Come già anticipato, la circostanza che ha catalizzato il processo di diffusione dei principi di sostenibilità è riconducibile a tre eventi determinanti, manifestatisi negli anni '60 del secolo scorso. Diversi episodi di inquinamento grave, principalmente riconducibili alla sperimentazione nucleare per la corsa agli armamenti della guerra fredda, il malcontento generato dagli scontri in Vietnam e, in particolar modo, gli abusi perseguiti dall'apartheid sudafricana; portano, sull'onda della diffusione di grandi movimenti di protesta, gruppi di individui e intere comunità a coalizzarsi e manifestare per il conseguimento di obiettivi comuni.

È importante notare che questi non furono gli unici eventi a determinare la forte diffusione della finanza etica. Quest'ultima, negli anni Sessanta si trova ancora in una fase "embrionale", possiamo approssimativamente sintetizzare e suddividere i principi etici del tempo in due macro argomenti, il rispetto per l'ambiente ed il rispetto dei diritti dell'uomo. Se la combinazione di eventi descritta poco fa rappresenta le cause dello sviluppo del macrogruppo diritti umani, eventi altrettanto significativi si sono manifestati dal punto di vista ambientale.

Incominciando dagli eventi rilevanti dal punto di vista dei diritti umani, l'inizio dalle proteste studentesche per l'abolizione dell'apartheid sudafricana e dei finanziamenti della guerra in Vietnam, soprattutto quelli erogati dalle Università, diede inizio ad un fenomeno di diffusione empatica molto potente, coinvolgendo nella causa una grande quantità di individui e dando il via ad una mobilitazione di massa. Il coinvolgimento collettivo si rivelò fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi delle proteste, ma soprattutto favorì la predisposizione delle condizioni per la nascita di un moto di cambiamento di mercato. Proprio grazie all'impulso derivante da questi movimenti, i decenni successivi vennero caratterizzati da una deviazione crescente nella domanda degli individui, i quali si orientavano nella direzione di quei prodotti e servizi offerti da imprese considerate sostenibili, portando a poco a poco un sempre maggiore interesse nei confronti della finanza etica. Protagonisti

di questa epoca i cui furono il reverendo Leon Sullivan, per quanto riguarda il moto anti apartheid e l'attivista Jeremy Rifkin<sup>6</sup>, per il movimento pacifista contro la guerra in Vietnam.

Il primo impulso trasformativo, che ha significativamente influenzato il mondo della finanza della seconda metà del secolo scorso e che ha posto le basi per la nascita della finanza sostenibile odierna, lo si deve proprio alla lotta al regime segregazionista sudafricano. Un ruolo fondamentale fu ricoperto dal reverendo Leon Howard Sullivan, pastore battista afroamericano e grande sostenitore dei poveri e delle minoranze. Costui rappresentava un rilevante simbolo di evoluzione dell'approccio delle *big corporations* verso le minoranze, in virtù del proprio incarico di membro del CdA all'interno di General Motors<sup>7</sup>, ruolo che ricoprì per più di un ventennio. Durante il proprio mandato, più precisamente nel 1977, Sullivan sviluppò un codice di condotta, contenente una serie di principi etici che le società operanti in Sud Africa avrebbero dovuto rispettare, la cui violazione avrebbe portato General Motors ad operare il totale disinvestimento<sup>8</sup> nei confronti dei trasgressori, questa lista prese il nome di "*Sullivan Principles*". Si componeva di sette principi, i quali richiedevano agli impiegati, come condizione lavorativa, il rispetto del principio di parità di trattamento e di non discriminazione verso tutti gli individui, che essi fossero interni o esterni al luogo di lavoro. Il fatto che GM<sup>9</sup> fosse una delle più grandi *corporation* americane dell'epoca, permise a Sullivan di fare leva su diverse altre grandi imprese, convincendole a ritirarsi dall'operare in Sud Africa finché il sistema dell'apartheid<sup>10</sup> non fosse stato abolito.

Negli anni successivi più di 125 società americane adottarono formalmente i principi ideati dall'ormai ex-reverendo. A seguito del successo riscosso, fungendo da catalizzatore per la terminazione del sistema apartheid nel 1991, Sullivan riformulò i principi con il fine di renderli applicabili a livello globale. Nel 1999, a distanza di soli due anni dalla rielaborazione, Kofi Annan, allora Segretario Generale delle Nazioni Unite, approvò i c.d. "*Global Sullivan Principles of Social Responsibility*", i

---

<sup>6</sup> Jeremy Rifkin fu uno dei principali promotori, nel 1969, della *Citizen's Commission of Inquiry*, una organizzazione avente l'intento di rendere noti i crimini di guerra commessi dagli americani durante la guerra del Vietnam. La sua figura è rilevante in quanto fu, ed è tutt'ora, un importante analista e divulgatore degli studi sull'impatto che le innovazioni scientifiche e tecnologiche hanno su economia, società e ambiente. Nel 1977 fondò la Foundation on Economic Trends (FoET) ente dedicato proprio a questo scopo.

<sup>7</sup> Il reverendo Sullivan fu il primo afro-americano con un ruolo nel *board of directors* di una grande impresa

<sup>8</sup> In finanza ed economia, la dismissione o disinvestimento consiste nella vendita di un qualche tipo di attività per obiettivi finanziari, etici o politici

<sup>9</sup> Abbr. di General Motors

<sup>10</sup> L'apartheid era un sistema di segregazione razziale istituzionalizzata vigente in Sudafrica e nell'Africa del Sud Ovest tra il 1948 e il 1990

quali richiedevano alle multinazionali di svolgere un ruolo attivo nella promozione dei diritti umani e della giustizia sociale.

Passando invece al secondo macro argomento, ossia il rispetto per l'ambiente, le rivoluzioni valoriali e di costume degli anni Sessanta si rivelano fondamentali nel rafforzamento e diffusione dei valori dell'ambientalismo americano. Il nuovo salutismo, ispirato soprattutto agli innovativi stili di vita e convinzioni della New Age<sup>11</sup>, è il fattore centrale che influisce sul rapporto tra la società e l'ambiente. Lo spostamento degli interessi sociali verso queste tematiche ambientaliste porta anche il governo dell'epoca ad assecondare i movimenti ambientali. Difatti, nel 1963, durante il mandato del presidente democratico John F. Kennedy, entra in vigore il Clean Air Act. Per le circostanze descritte poco fa, il decreto ottenne forte supporto sia dai democratici che dai repubblicani, dimostrando che il forte interesse della società in questo ambito era in grado di rappresentare un punto di incontro tra questi gruppi sostanzialmente contrapposti. Il decreto rappresentò il primo tentativo del governo di prendere seriamente i movimenti ambientali, istituendo un sistema per il controllo dell'inquinamento atmosferico che divenne successivamente punto di riferimento per l'architettura dei modelli applicati nel resto del mondo.

Il decreto non ottenne i risultati sperati, almeno non fino agli anni '70. In questi anni, infatti, la pressione sul governo aumentò considerevolmente, soprattutto in virtù al contributo della comunità scientifica. Grazie agli avanzamenti tecnologici del periodo, perseguì diversi importanti studi sulla sostenibilità ambientale nel lungo periodo. Tra questi spicca quello pubblicato nel 1972 dal Massachusetts Institute of Technology (MIT), "*The Limits of Growth*"<sup>12</sup>, nel quale viene esposto il

---

<sup>11</sup> "La definizione *new age* («nuova era») si riferisce a un movimento di carattere spirituale sorto alla fine degli anni Sessanta del Novecento negli Stati Uniti e caratterizzato da un approccio che fonde insieme insegnamenti di religioni diverse al di fuori di qualsiasi esperienza comunitaria, ma applicati alla dimensione strettamente individualistica della ricerca del benessere personale. L'idea di una *new age* parte da un'attenzione diffusa alla qualità della vita, in polemica con gli aspetti deviati e deformati del progresso tecnologico e propone una nuova visione della vita del pianeta Terra. Una visione intrisa del credo ecologista, ma che pone anche la necessità di un nuovo equilibrio interiore dal quale far rinascere un rapporto credibile tra l'uomo, la scienza e l'ambiente." Definizione citata dall'[Enciclopedia Treccani](#)

<sup>12</sup> Il rapporto sui limiti dello sviluppo, in estrema sintesi, traeva le seguenti conclusioni:

- La crescita demografica, quella economica e l'attività industriale, quindi anche l'utilizzo di materie prime, sono legate da una proporzione diretta. Dunque, maggiore è la crescita della popolazione più in fretta si raggiungeranno i limiti di sviluppo su questo pianeta. Lo studio individua il loro raggiungimento entro i prossimi cento anni, il raggiungimento dei limiti sarà necessariamente seguito da una forte regressione.
- La crescita demografica è legata alle opportunità degli individui da una relazione che può essere paragonata ad una curva di distribuzione normale capovolta. Alle estremità, povertà e ricchezza hanno un tasso di natalità elevato, nel primo caso per via dell'alto tasso di mortalità, nel secondo caso per via della ricchezza in eccesso. Al centro invece le nascite si stabilizzano a due per coppia. Dunque, lo studio rinviene di dover raggiungere un equilibrio nel quale ciascuno disponga di eguali opportunità di realizzazione del proprio potenziale umano.

risultato di una simulazione computerizzata degli effetti della crescita demografica e industriale sull'ecosistema terrestre nel lungo termine.

Fu il presidente Richard Nixon a raccogliere gli impulsi derivanti dalla New Age e dalla comunità scientifica, per poi trasformarli in riforme politiche e fondare nuove istituzioni. Chiaro esempio di ciò è l'istituzione, sotto la sua presidenza, dell'Environmental Protection Agency (Epa), un'agenzia incaricata alla vigilanza della compliance di società ed enti alle leggi riguardanti la protezione ambientale e della salute umana. Tramite questa istituzione, Nixon convoglia in capo ad una istituzione tecnocratica, ma soprattutto protetta da ingerenze politiche, i poteri di regolazione e controllo della sostenibilità nel suo complesso. Questo provvedimento si è rivelato essenziale nel perfezionare il Clean Air Act avviato da Kennedy, oltre che lungimirante, in quanto nei decenni a venire l'EPA ha avuto un ruolo rilevante nella creazione di grandi iniziative e programmi per la protezione dell'ambiente, anche a livello internazionale.

### 1.3 Il fenomeno in Europa

In Europa il fenomeno raggiunge dapprima la Svezia, dove, nel 1965, nasce il primo fondo etico retail europeo, tutt'ora esistente. Fondato dalla compagnia assicurativa svedese Aktie-Ansvar con il coinvolgimento della chiesa, fu il primo ad aprire al pubblico l'investimento basato su criteri etici. Nello stesso periodo, il fenomeno subisce un forte sviluppo nel Regno Unito, luogo in cui rimane confinato fino agli anni '80 del secolo scorso, momento nel quale l'influenza americana trasmette l'interesse del proprio pubblico nei principi di investimento etico a quasi tutti i paesi industrializzati. Gran parte della storia dei movimenti sostenibili in Europa, infatti, viene ricondotta all'esperienza inglese, caratterizzata da connotati di maggiore antichità e radici profondamente diverse rispetto a quella americana. Lo sviluppo del fenomeno in Inghilterra è un ottimo caso studio anche per il fatto che ivi sono localizzati il maggior numero di fondi etici presenti in Europa, gestendo un quantitativo di asset ben più alto rispetto a qualsiasi altro Stato membro.

La sostenibilità, o più precisamente la finanza etica, nel Regno Unito viene portata avanti dalle sue origini fino agli anni '90 quasi unicamente da organizzazioni religiose. Come negli USA, il momento

---

L'intero studio è pubblicamente consultabile presso il sito del [Club of Rome \(PDF\)](#), l'ente che ha commissionato lo studio all'MIT negli anni '70

topico è da ricollegarsi alla fine degli anni '60, durante questo periodo, sull'onda delle proteste americane, diversi fondi di investimento clericali incominciano ad evitare investimenti anche nelle società operanti in Sudafrica o coinvolte nella guerra in Vietnam e a specializzarsi solo nell'investimento etico. Così, all'inizio degli anni '70, nacquero i primi fondi etici inglesi, seguendo la diffusione di che stava avendo luogo negli Stati Uniti, dove questo tipo di organizzazioni si stavano moltiplicando, i più iconici del tempo furono il Pax World Fund, seguito poco dopo dal Dreyfus Third Century Fund.

Nello stesso periodo viene concepito e fondato il Friends Provident's Stewardship Trust, la prima e tutt'ora la più grande famiglia di fondi nel mercato degli investimenti etici al dettaglio. Questo fondo, o meglio "trust" di fondi, è però diverso dagli altri visti finora e merita di essere approfondito, sia nelle sue origini che nella sua evoluzione. Rappresenta un importante caso studio, in quanto è il primo vero e proprio fondo etico di "nuova generazione", paragonabile a quelli attuali, i cui principi che lo hanno portato ad esistere rappresenteranno ispirazione per tutti i successivi fondi, inclusi quelli moderni. Tramite l'analisi della nascita e crescita dello Stewardship Trust si vuole consentire al lettore una miglior comprensione della generalità di fondi ereditari delle sue caratteristiche, etiche e strutturali.

### 1.3.1 La nascita di Friends Provident's Stewardship Trust

Verso la fine degli anni '60 l'allora gestore del fondo della Chiesa Metodista, Charles Jacob, ispirato dai fondi comuni di investimento etico americani, propose l'emulazione di queste organizzazioni anche nel Regno Unito, tramite la creazione del primo *unit trust*<sup>13</sup> inglese.

Nel portare avanti il progetto, Jacob ottenne il supporto pratico e finanziario da parte di First Investors, una società di gestione di asset management, all'interno della quale ebbe la fortuna di incontrare Jeremy Edwards, un manager che sarebbe poi diventato uno dei soci che lo avrebbero aiutato a dare vita al proprio fondo. Altro soggetto che fornì il proprio prezioso supporto a Jacobs fu Richard Rowntree<sup>14</sup>, direttore del Joseph Rowntree Charitable Trust, il quale si rese disponibile a prestare il

---

<sup>13</sup> Gli *unit trust* sono fondi comuni di investimento scorporati che trasferiscono i profitti direttamente agli investitori anziché che reinvestirli nel fondo. La figura del *trustee* era incaricata di assicurare che il fondo sia gestito secondo i suoi obiettivi.

<sup>14</sup> Richard Rowntree era un uomo d'affari inglese e direttore del Joseph Rowntree Charitable Trust e Joseph Rowntree Reform Trust, fu un attivista politicamente rilevante dell'epoca molto dedicato alla contribuzione sociale.

proprio supporto finanziario, ma soprattutto professionale, tanto che fu proprio il consiglio del Joseph Rowntree Trust ad affidare, diversi anni dopo, la direzione del fondo alla Friends Provident, Il nome, letteralmente traducibile come “gestione responsabile delle risorse”, venne selezionato da Jacob proprio per rappresentare la finalità dell’organizzazione, che agli occhi del proprio fondatore avrebbe dovuto essere diversa da quella dei mutual funds etici americani. Il termine “Stewardship” è tutt’ora utilizzato per indicare i fondi o i trust che si occupano di investimento etico.

La caratteristica non apprezzata da Jacob era, infatti, la passività di questi fondi nei confronti di c.d. “*sin stocks*”, che li portava semplicemente ad evitare le società coinvolte in queste attività e che dunque non rappresentava veramente una gestione responsabile delle risorse. Nel rispetto del proprio obiettivo, l’atteggiamento di Stewardship avrebbe invece dovuto essere attivo, o come successivamente descritto da Rowntree al Financial Times: “*positive*”. Cioè avrebbe dovuto puntare ad investire in quelle imprese, che grazie ad una diffusione del proprio prodotto o servizio, avrebbero portato un beneficio alla comunità, non limitandosi invece ad evitare quelle che generavano effetti negativi.

Nel documento “*Proposal Relating to the Formation of the Stewardship Unit Trust*”<sup>15</sup>, redatto da Jacob ed il suo collega Edwards nel 1973, destinato ad essere poi valutato dal Department of Trade and Industry (DTI)<sup>16</sup>, i fondatori espongono in maniera molto chiara i propri obiettivi, quelli che saranno poi divenuti i principi di riferimento per molti dei fondi etici successivi.

Gli obiettivi riportati

1. “*To provide a unit trust suitable for corporate and individual investors, who for social or religious reasons are concerned that their investment should be confined to companies whose operations are of benefit to the community. As a result, industries such as tobacco, breweries, gambling and armaments, would be among those to be excluded as would investment in companies whose income was largely derived from countries which adopt a policy of apartheid.*”

---

<sup>15</sup> Jacob Charles, Edwards Jeremy, 1973. “*Proposal Relating to the Formation of the Stewardship Unit Trust*”. (Unpublished manuscript)

<sup>16</sup> Dipartimento governativo inglese a presidio di aree e avente compiti non dissimili da quelli della Consob in Italia. Il dipartimento venne smantellato e rimpiazzato nel 2007 dal *Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform* (BERR), il quale fu successivamente fuso con il *Department for Innovation, Universities and Skills* (DIUS) per la creazione del *Department for Business, Innovation and Skills* (BIS). Quest’ultimo subì la stessa sorte e venne fuso con il *Department of Energy and Climate Change* (DECC) nel 2016 per la creazione dell’attuale *Department for Business, Energy and Industrial Strategy* (BEIS)

2. *“Through the formation of the trust, to create an increased awareness of the responsibility of ownership at national level and to provide a suitable avenue through which those members of the public already conscious of their social responsibility, are enabled to invest in equity (in some cases for the first time) without disturbing conscience and with the diversification advisable for their requirements.”*
3. *“By using votes and influence to support and provide encouragement to companies fulfilling a useful purpose in the maintenance of their standards.”*
4. *“To obtain growth of capital values and reasonable yield by investment in a selected portfolio on the lines of that shown in Appendix ‘A’ to this proposal.”<sup>17</sup>*

Nonostante l’idea avesse riscosso notevole apprezzamento da parte di un considerevole numero di individui ed investitori istituzionali, questa venne declinata dal Department of Trade, sulla base di due obiezioni considerate impeditive. Entrambe costruite sull’idea della presenza di incompatibilità o conflitti tra obiettivi finanziari ed etici. La prima nasceva dalla supposizione che l’investimento basato su criteri di selezione etici non fosse in grado di fornire agli investitori un ritorno finanziario sostenibile nel lungo periodo. Dunque, poiché la responsabilità principale di uno *unit trust* è quella di generare un rendimento finanziario, per coloro i quali affidano il proprio capitale in gestione allo stesso, la restrizione della scelta di investimento sulla base criteri etici sarebbe risultata in un ostacolo al raggiungimento di tale risultato. La seconda obiezione invece, si basava sul fatto che l’opinione pubblica cambia nel tempo, di conseguenza potrebbero manifestarsi pressioni affinché il fondo cambi le sue politiche etiche, ma se il fondo in questione avesse risposto a tale pressione, apportando cambiamenti, sarebbe risultato essere in conflitto con la politica etica approvata precedentemente dagli investitori iniziali.

Charles Jacob non si arrese al primo tentativo, una seconda proposta venne inoltrata al Department of Trades nel 1976, anche questa ottenne però lo stesso risultato, sempre motivato dal conflitto tra obiettivi etici e finanziari. La terza ed ultima proposta avvenne nel 1978, questa volta però inoltrata e firmata da Sir Nicholas Goodison<sup>18</sup>, all’epoca Chairman del London Stock Exchange, quest’ultima ottenne finalmente l’approvazione, dopo diversi inconvenienti, nel 1979. Sfortunatamente, in quegli

---

<sup>17</sup> Alperson Myra. (1991). *“The Better World Investment Guide”*

<sup>18</sup> Sir Nicholas Proctor Goodison era un uomo d'affari britannico, ricoprì la carica di presidente del London Stock Exchange (LSE) dal 1976 al 1986

anni, le circostanze per Jacob erano cambiate, non ritenendosi più in grado di poter mantenere un impegno di continua ricerca, che egli reputava necessaria per gestire un fondo del genere, ritenne opportuno ricercare dei nuovi gestori. Friends Provident, una società assicurativa, fornì una soluzione. L'idea di Jacob, infatti, venne molto apprezzata dalla società, che attorno agli anni '80 stava passando un periodo di riforma, abbandonando gradualmente la politica di investimento etico avviata dai Quaccheri e portata avanti per i precedenti 150 anni. L'allontanamento stava causando l'abbandono da parte dei fondatori ecclesiasti, i quali non condividevano più le decisioni seguite dai direttori dell'epoca e si stavano dimettendo uno dopo l'altro dal board. All'inizio degli anni 80 Friends Provident non seguiva più politiche etiche per i propri investimenti e la recisione delle proprie radici sembrava inevitabile per gli interni.

Quando venne a conoscenza della nascita dello Stewardship Unit Trust e della necessità di qualcuno che lo gestisse, il board di Friends Provident intravede la possibilità di creare al proprio interno un fondo separato, che permettesse ai Quaccheri di perseguire i loro interessi nell'investimento etico e, allo stesso tempo, non obbligasse la totalità di Friends Provident ad aderire a questi principi. Ciò avrebbe permesso di non tagliare i rapporti con i propri fondatori. I board del Joseph Rowntree Charitable Trust e di First Investors si espressero positivamente sull'idea di affidare a Friends Provident il compito di lanciare il primo unit trust etico inglese, nel 1983 nacque il Friends Provident's Stewardship Trust. È importante specificare che Stewardship non è un unico fondo interno a FP, bensì un trust, rappresenta dunque una frazione di tutti i fondi offerti dall'ente, ovvero quelli che tra questi sono configurabili come *ethical funds*.

Il neonato unit trust non era visto di buon occhio negli altri fondi. Ne questi né il pubblico nutrivano un gran rispetto nei suoi confronti, a dire la verità anche all'interno di Friends Provident stessa gli investment manager reputavano il trust un'idea mal riuscita e non si aspettavano risultati soddisfacenti. L'aspettativa del fondo era quella di riuscire a gestire 3 milioni di sterline entro qualche anno, ma gli obiettivi vennero raggiunti molto prima del previsto, riportando risultati stupefacenti, nel giro di tre anni il fondo aveva già sotto gestione più di 10 milioni e dieci anni dopo, nel 1996 aveva raggiunto la cifra di 300 milioni di sterline. Dal 2018, Friends Provident è stata assorbita dal gruppo multinazionale assicurativo Aviva e lo unit trust Stewardship ora è noto con il nome di Aviva Investors Stewardship, gestendo nel 2021 più di 2.5 miliardi di sterline, sfiorando i tre miliardi di euro.

### 1.3.2 Gli enti di ricerca EIRIS e Vigeo

Conseguenza della moltitudine di fondi etici nati negli anni Settanta, è stata la rinvenuta necessità di professionisti su cui questi potessero far affidamento per la ricerca, essenziale alla corretta gestione di questo tipo di investimenti, ma soprattutto individuazione e valutazione delle società target. Tale circostanza viene soddisfatta tramite l'istituzione della EIRIS Foundation nel 1983, la fondazione, anch'essa di origine inglese, nacque dall'iniziativa di gruppi ecclesiastici e fondazioni caritatevoli per supplire all'assenza di enti di ricerca nel settore. EIRIS si occupò di importanti sviluppi nel mercato degli investimenti etici ed è tutt'ora una dei più importanti enti di ricerca.

Nei primi trent'anni della propria vita, EIRIS era un ente indipendente finalizzato a fornire servizi di ricerca per gli investitori e fondi etici, interamente posseduto dalla EIRIS Foundation; proprietaria anche dell'agenzia di rating IRIS. In questo periodo si concentrò sulla costruzione dell'EIRIS Global Network. Una rete globale di partner finalizzata all'approfondimento delle proprie ricerche, tramite lo studio dei mercati, dell'interesse verso i principi ESG<sup>19</sup> di diversi paesi, ma soprattutto dell'approccio e dell'importanza che questi ricoprono sulla base di differenti fattori determinanti e/o caratteristici di questi, oltre che per diffondere i propri servizi a livello internazionale. Tra i più rilevanti partner EIRIS acquisiti in quegli anni troviamo la Francia e gli Stati Uniti, entrambi si rivelarono essenziali alla crescita di EIRIS prima della propria fusione con Vigeo. Nello specifico, la sua presenza in Francia si rivelò essere una circostanza determinante per il futuro dell'ente, dal momento che funse da punto di contatto con Vigeo stessa in quanto luogo di nascita di quest'ultima. Ugualmente, la presenza negli Stati Uniti rivestì un ruolo fondamentale per la crescita del proprio *know-how*, esperienza e comprensione delle direzioni evolutive del fenomeno della sostenibilità. Ciò in virtù del fatto che in Nord America era presente il più sviluppato mercato degli investimenti etici, sia dal punto di vista evolutivo che dimensionale.

EIRIS lancia nel 2013 il suo secondo progetto più rilevante precedente la fusione, il Conflict Risk Network. La rete per il rischio di conflitto creata da EIRIS comprende investitori istituzionali, fornitori di servizi finanziari e diversi altri tipi di stakeholders; i quali chiedono alle imprese di adempiere alla

---

<sup>19</sup> In questo paragrafo è stato scelto l'utilizzo del termine ESG, per dare un'idea dell'aspetto olistico già all'epoca applicato da EIRIS e Vigeo alla propria ricerca; e più in generale alla vasta gamma di servizi offerti in campo di sostenibilità. Ciò nonostante, è rilevante specificare che, vista l'epoca di riferimento, l'acronimo sia impropriamente utilizzato in quanto bisognerà attendere l'inizio degli anni 2000 per il riconoscimento internazionale del concetto di "*Environment Social and Governance investment*"

propria responsabilità di rispettare i diritti umani e di adottare misure a sostegno della pace e della stabilità in quelle aree colpite da genocidio e atrocità di massa. Il suo obiettivo principale è quello di aumentare tale comportamento da parte degli attori aziendali, riducendo così il rischio di conflitti. Il Network comprende fondi pensione, alcune delle più grandi società di gestione patrimoniale del mondo, enti governativi, università, fondazioni, fornitori di servizi finanziari e società di investimento socialmente responsabili; con un totale combinato di oltre \$ 6 trilioni di asset in gestione.

Nel 2015, viene annunciata la fusione con Vigeo, ente creato con la stessa finalità nel 2002 in Francia. La Francia, infatti, fu il secondo paese europeo raggiunto dalla corrente dell'investimento etico e, come l'Inghilterra, si rivelò essere una tappa fondamentale per l'*iter* evolutivo del fenomeno.

L'ente francese percorse un processo evolutivo parallelo a quello di EIRIS, anche questo provvede, nei suoi primi anni di vita, a creare un proprio network e a diffondersi a livello internazionale. La prima mossa di Vigeo, nel 2003, è l'acquisizione di Arèse, una importante agenzia di rating francese. Ciò gli permise di ottenere gli strumenti e la grande quantità di informazioni necessarie per potersi fare strada nel campo della ricerca ma soprattutto della valutazione d'impresa in diversi ambiti, oltre a quello della sostenibilità. In pochi anni si espanse in diversi paesi, tra cui Belgio, Italia, Regno Unito e America, divenendo quasi complementare ad EIRIS in termini di presenza geografica e copertura di emittenti.

In sintesi, EIRIS nel 2015 si presentava come uno dei leader mondiali nella ricerca ESG di imprese e paesi, con oltre 30 anni di esperienza nel campo dell'analisi extra-finanziaria e nello sviluppo di strategie per l'investimento responsabile; e offriva una vasta gamma di servizi di ricerca ambientale, sociale e di governance sia direttamente, sia tramite partnership commerciali. Vigeo, invece, come agenzia leader in Europa, misurava la responsabilità sociale degli emittenti, identificando i fattori di rischio ambientale, sociale e di governance, e svolgeva tale compito muovendosi lungo due linee di business. In primis, tramite l'analisi nel campo degli investimenti socialmente responsabili (SRI), principalmente ricerche, rating delle imprese e benchmark specializzati per investitori e gestori, in secondo luogo tramite l'offerta di servizi di audit CSR20 per imprese ed enti pubblici.

---

<sup>20</sup> Corporate Social Responsibility, verrà approfondita nel secondo capitolo

Avendo coscienza di ciò, di certo non sfuggirà al lettore la motivazione di questa operazione strategica. La fusione tra i due leader di mercato portò infatti alla nascita della più grande agenzia di rating, ricerca e diffusione di informazioni in ambito ESG, Vigeo EIRIS.

L'unione fu preceduta dalla acquisizione dell'ente inglese da parte della francese Vigeo e parte della proprietà di VE venne ceduta alla EIRIS Foundation, ciò permise a quest'ultima di mantenere la propria presenza, ma soprattutto rilevanza, nei processi decisionali del nuovo ente, tramite la cessione dell'agenzia di rating IRIS che le garantiva il diritto al 20% delle quote proprietarie dell'entità risultante. Così, Peter Webster e Stephen Hine, i fondatori di EIRIS, affiancarono Nicole Notat, fondatore e presidente di Vigeo, nel comitato esecutivo. Prima della fusione, Webster sottolineò il vantaggio che la propria agenzia avrebbe percepito come conseguenza della stessa, chiarendo la *ratio* strategica alla base dell'operazione, in particolare, durante conferenza stampa di annuncio affermò che: *«Both parties have proud histories and have achieved many things independently. But this merger creates many new opportunities for ourselves and our clients. By combining our strengths, Vigeo – EIRIS will contribute in a significant way to the development of responsible investment around the world»*<sup>21</sup>. Visti i risultati, le grandi aspettative riposte da entrambe le parti nell'operazione si rivelarono fondate.

### 1.3.3 L'investimento etico in Italia

Gli investimenti socialmente responsabili (SRI), hanno fatto la loro comparsa sulla scena italiana in tempi relativamente recenti. I primi segnali di una, anche se poco diffusa, manifestazione di interesse da parte degli investitori italiani verso il mondo dell'investimento etico, risalgono al 1978. La finanza etica in questo periodo aveva però ancora un pubblico molto ristretto, in quanto le società interessate a tale tipo di investimenti erano rappresentate da società cooperative MAG, ovvero società Mutue per l'AutoGestione<sup>22</sup>, ed essendo tali potevano finanziare solo i propri soci e non soggetti terzi, al riguardo

---

<sup>21</sup> Press release, Parigi, Ottobre 2015. “*Embargo until Monday October 12 midnight Vigeo and EIRIS announce merger*”. Consultabile presso [sriservices.co.uk](http://sriservices.co.uk)

<sup>22</sup> Una Mutua AutoGestione (MAG) è una società cooperativa finanziaria, costituita da persone fisiche e persone giuridiche, che opera nell'ambito della finanza etica. Si occupa di raccogliere il capitale tra i soci per finanziare iniziative economiche autogestite, tali interventi sono rivolti verso i soci ed i loro progetti in caso di difficoltà di accesso al credito. “La Mag raccoglie denaro per effettuare investimenti in un circuito equo, non speculativo e trasparente. Sottoscrivendo azioni di capitale sociale, i soci potranno controllare direttamente l'utilizzo dei propri risparmi attraverso un'informazione trasparente sui progetti finanziati e sull'andamento delle attività. Potranno inoltre partecipare alla vita sociale della

si avrà spazio per l'approfondimento nei prossimi paragrafi. Ben più rilevante dal punto di vista storico, ma anche e soprattutto evolutivo del settore, fu l'evento che diede inizio al processo di coinvolgimento nella finanza etica dei grandi investitori istituzionali, e con questi anche di quelli al dettaglio. Evento per il quale si dovrà attendere il 1999, anno in cui le prime banche si interessano all'investimento sostenibile, a partire dalla pioniera italiana della sostenibilità: Banca Etica.

Prima di approfondire la storia della prima banca etica italiana, occorre soffermarsi brevemente sulla storia delle società cooperative conosciute come MAG, per due motivi: per permettere al lettore di avere uno scorcio sulle origini del fenomeno in Italia, oltre che una migliore comprensione della sua derivazione socio-culturale; e poiché sono proprio le MAG a fondare Banca Etica.

La prima Mutua per l'AutoGestione nasce il 22 dicembre 1978 a Verona, con il nome di MAG Verona, prendendo la forma di una società di mutuo soccorso, forma legittimata dalla vecchia legge 15 aprile 1886, n. 3818<sup>23</sup>. Il principale obiettivo era, ed è tutt'ora, quello di raccogliere risparmio tra i soci, per poi potergli concedere prestiti in momenti di difficoltà o per finanziare particolari progetti con finalità sociale, le c.d. iniziative economiche autogestite, tali finanziamenti sono erogati a condizioni più vantaggiose rispetto a quelli che i soci troverebbero sul mercato. Nella valutazione della concessione del prestito, infatti, la società predilige la verifica dell'impatto sociale ed ambientale dei progetti realizzati, piuttosto che le garanzie patrimoniali degli affidatari, occupandosi dunque anche di soggetti

---

cooperativa prendendo parte alle assemblee e contribuire alla promozione culturale della Mag e dell'economia solidale." Luca Perazzone in "30 anni di obiezione monetaria". ([Comune-info.net](http://Comune-info.net)) Per la loro differenziazione rispetto al sistema bancario tradizionale, sono anche chiamate strumento di obiezione monetaria. L'obiettivo principale è l'inclusione finanziaria di soggetti non bancabili attraverso vari strumenti e servizi. Queste società svolgono operazioni di "Finanza Mutualistica e Solidale" i cui principi fondamentali, definiti dal Manifesto della Finanza Mutualistica e Solidale, approvato dal coordinamento MAG del 2010 a Torino, possono essere riassunti in tre punti: I) Accesso al credito senza discriminazioni basate su patrimonio, sesso, etnia o religione a sostegno della funzione sociale delle attività finanziate e del benessere della comunità. Esclusione di ogni tipo di prestito nei confronti di quelle attività economiche che ostacolano lo sviluppo umano e contribuiscono a violare i diritti fondamentali della persona, come la produzione e il commercio di armi, le produzioni lesive della salute e dell'ambiente, le attività che si fondano sullo sfruttamento dei minori o sulla repressione delle libertà civili. II) Preferenza delle garanzie personali (anche di gruppo), a prescindere dal patrimonio dei garanti, rispetto a quelle patrimoniali. Almeno il 75% del numero dei finanziamenti in corso deve essere garantito esclusivamente da garanzie personali. III) Trasparenza, partecipazione e mutualità come requisiti fondanti di tutta l'attività. La versione completa del manifesto può essere liberamente consultata sul sito della Banca d'Italia ([bancaditalia.it](http://bancaditalia.it))

<sup>23</sup> La legge 3818 sancisce nei suoi primi due articoli le seguenti disposizioni: I) Possono conseguire la personalità giuridica, nei modi stabiliti da questa legge, le Società operaie di mutuo soccorso che si propongono tutti od alcuno dei fini seguenti: assicurare ai soci un sussidio, nei casi di malattia, d'impotenza al lavoro o di vecchiaia; venire in aiuto alle famiglie dei soci defunti. II) Le Società di mutuo soccorso potranno inoltre cooperare all'educazione dei soci e delle loro famiglie; dare aiuto ai soci per l'acquisto degli attrezzi del loro mestiere, ed esercitare altri uffici propri delle istituzioni di previdenza economica. Però in questi casi deve specificarsi la spesa e il modo di farvi fronte nell'annuo bilancio. Eccettuate le spese di amministrazione, il danaro sociale non può essere erogato a fini diversi da quelli indicati in questo articolo e nel precedente. L'atto originario e quello multivigente della presente legge sono liberamente consultabili presso il sito [Normattiva.it](http://Normattiva.it)

normalmente non bancabili. Vista la partecipazione diretta dei soci alla direzione sociale, in termini di garanzie ci si basa su rapporti personali esistenti internamente alla cooperativa, motivo per il quale viene data grande importanza alle relazioni ed al rapporto fiduciario tra questi.

L'aspetto di MAG Verona che la rende un rilevante caso studio, è che può essere definita come una vera e propria precorritrice dei fondi etici italiani. Difatti questa società, come poi le altre MAG che la seguirono, non è una organizzazione caritativa, ma una impresa capace di stare sul mercato. Essa non concede finanziamenti a fondo perduto, ma prestiti tramite i quali riesce a generare interessi e a sostenere le proprie spese di gestione, tra l'altro con un tasso di prestiti non restituiti tra lo 0 e l'1%, rispetto al tasso tra l'8 e il 10% delle banche.

Lo sviluppo delle società di Mutua AutoGestione procede a passo svelto nei primi quindici anni dalla nascita della società veronese, tanto che in questo lasso di tempo ne vengono fondate altre sei. Il numero di soci coinvolti arriva ad oltre cinquemila ed i progetti finanziati sono più di 500. All'inizio degli anni Novanta però, sulla strada di queste cooperative viene messo un grande ostacolo, rappresentato da due importanti interventi legislativi.

1. La legge anti-riciclaggio introdotta dal decreto-legge 143/1991, convertito in legge lo stesso anno, la quale poneva limitazioni all'attività di impiego del denaro solo a quelle organizzazioni che possiedono un capitale sociale pari o superiore ad un miliardo di Lire, capitale difficile da raggiungere per molte MAG;
2. La legge 385/1993, la quale sancisce che solo le aziende bancarie sono abilitate a raccogliere il risparmio dalle persone fisiche.

I due provvedimenti, soprattutto il secondo, portano le MAG a dover riformare completamente il loro funzionamento e in questa occasione alcune di esse propongono il progetto di costituzione “della prima banca italiana avente come scopo il sostegno di un modello di sviluppo attento ai bisogni dell'uomo e dell'ambiente”<sup>24</sup>, nasce così Banca Etica.

Il percorso per la costituzione di Banca Etica incomincia dalla fondazione dell'Associazione Verso la Banca Etica e della Cooperativa Verso la Banca Etica, rispettivamente nel 1994 e 1995. L'intenzione era quella di costruire una banca di credito cooperativo in grado di perseguire e promuovere il messaggio culturale legato alla Finanza Etica. Nel 1996, il consiglio di amministrazione della

---

<sup>24</sup> “Le tappe del percorso di Banca Etica” articolo completo consultabile presso il sito [bancaetica.it](http://bancaetica.it)

Cooperativa Verso la Banca Etica avvia la prima campagna informativa e promozionale per la costituzione della banca popolare, finalizzata alla raccolta di una quantità capitale sociale tra i 5 e i 12,5 miliardi di lire, aspettativa che venne superata abbondantemente. Due anni dopo, nel 1998, l'Assemblea straordinaria dei soci, riunitasi a Padova e successivamente a Firenze, delibera la trasformazione della Cooperativa Verso la Banca Etica, in Banca Popolare Etica e nomina il primo Consiglio di Amministrazione ed il Comitato Etico della banca. Finalmente, a dicembre dello stesso anno, si arriva al rilascio dell'autorizzazione da parte della Banca d'Italia per l'esercizio dell'attività creditizia e qualche mese dopo l'inizio dell'operatività della Banca Popolare Etica.

Non bisogna attendere molto per assistere al primo passo della banca verso l'investimento socialmente responsabile, dopo appena un anno dalla sua nascita, Banca Etica, costituisce la società di gestione del risparmio Etica SGR, con l'obiettivo di *“offrire prodotti finanziari coerenti con i valori che ispirano l'azione della banca”*<sup>25</sup>. La caratteristica che rende la SGR unica in Italia, anche oggi nel 2021, è che propone esclusivamente soluzioni di investimento socialmente responsabile; nonostante ciò, è riuscita ad ottenere risultati strabilianti per una società relativamente giovane, raggiungendo i sei miliardi di euro di patrimonio gestito e oltre 350 mila clienti. Etica SGR è configurabile come il primo fondo dedicato all'investimento etico in Italia, o perlomeno il primo a riscuotere un tale successo da essere preso come riferimento da gran parte degli altri fondi a questo successivi.

Ricordiamo infatti il tentativo del 1997 da parte del gruppo Sanpaolo IMI, tramite la sua società di gestione Sanpaolo-IMI Asset Management SGR S.p.A., che però non ottenne lo stesso interesse da parte del pubblico.

Ad ogni modo, con Banca Etica, per la prima volta in Italia, nasce una banca specializzata nella finanza etica e alternativa. La differenza tra questa e le altre banche risiede nel fatto che essa persegue l'attività creditizia in via totalmente ed esclusivamente funzionale e nel rispetto dei principi riportati nella propria mission, riportata nel Rapporto annuale del 2000<sup>26</sup>:

- *Permettere l'accesso al credito ai soggetti dell'economia sociale e a quanti, persone, organizzazioni ed imprese, si impegnano nella promozione e realizzazione di uno sviluppo sostenibile dal punto di vista umano ed ambientale;*

---

<sup>25</sup> *“Le tappe del percorso di Banca Etica”* articolo intero sul sito [bancaetica.it](http://bancaetica.it)

<sup>26</sup> *“Banca Popolare Etica Rapporto annuale 2000”* a cura di: Marco Piccolo e Mariateresa Ruggiero, con il contributo di tutta la sede operativa di Banca Etica

- *Stimolare chi riceve il credito a sviluppare le competenze, le capacità e l'autonomia necessarie ad acquisire la responsabilità sociale ed economica;*
- *Garantire il risparmiatore in ordine alla precisione, all'efficienza e all'uso degli affidamenti in modo coerente con le proprie attese;*
- *Agire nel rispetto dell'uomo, dell'ambiente e delle specificità culturali dei contesti territoriali in cui operiamo per una migliore qualità della vita;*
- *Essere i pionieri di una nuova idea di banca, intesa come luogo di incontro, ove le persone manifestano trasparenza, solidarietà e partecipazione.*

#### 1.4 Le milestones successive agli anni '70

In questo paragrafo si vogliono brevemente descrivere le *milestones* raggiunte grazie alla progressiva presa di coscienza delle problematiche ambientali, avvenuta successivamente agli eventi verificatisi negli anni '70. Questa circostanza, infatti, diede inizio ad un acceso dibattito sul futuro del nostro pianeta, che fu in grado di coinvolgere organizzazioni internazionali, movimenti di opinione, governi e studiosi, nel processo di ideazione di programmi per il perseguimento dello sviluppo sostenibile. Per introdurre questo concetto possiamo far riferimento alla definizione data da Gro Harlem Brundtland, una dei fondatori del concetto stesso, *"lo sviluppo che è in grado di soddisfare i bisogni delle generazioni attuali senza compromettere la possibilità che le generazioni future riescano a soddisfare i propri"*.<sup>27</sup> L'obiettivo dello sviluppo sostenibile è dunque quello di coniugare crescita economica, sviluppo umano e sociale, salvaguardia dell'ambiente e qualità della vita, in un'ottica di lungo periodo.

La storia del coinvolgimento internazionale per il raggiungimento dello sviluppo sostenibile incomincia in Svezia, nel 1972. A Stoccolma si tenne la prima grande conferenza dell'ONU relativa alle questioni ambientali internazionali. La Conferenza delle Nazioni Unite sull'Ambiente Umano, conosciuta anche come Conferenza di Stoccolma, ha segnato una svolta nello sviluppo della politica ambientale internazionale, ponendo le preoccupazioni ambientali ai primi posti nella lista degli interessi internazionali e dando inizio a un dialogo tra paesi sul legame tra crescita economica,

---

<sup>27</sup> Gro Harlem Brundtland fu primo ministro del governo norvegese durante gli anni Ottanta, la citazione è ripresa dal suo famoso rapporto Brundtland *"Our Common Future"* del 1987, pubblicato dalla Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo. Con questo rapporto venne introdotto il concetto di sviluppo sostenibile.

inquinamento e benessere delle persone in tutto il mondo. Risultato di questo incontro furono: la Stockholm Declaration, nella quale i paesi prendevano coscienza della rilevanza dell'argomento, l'Action Plan, contenente una serie di raccomandazioni per far fronte al problema, e la creazione del United Nations Environment Programme (UNEP)<sup>28</sup>.

Le evoluzioni derivanti dalla suddetta Conferenza portarono, nel 1987, al pocanzi anticipato Rapporto Brundtland o *“Report of the World Commission on Environment and Development”*. Nel 1983 l'Assemblea Generale ONU nomina una Commissione speciale per la redazione di un report sulla sostenibilità globale, contenente le proprie previsioni per gli anni 2000 ed eventuali proposte di strategie per lo sviluppo sostenibile. Tale commissione prese poi il nome di Commissione Mondiale per l'Ambiente e lo Sviluppo. Questa, nel proprio rapporto, evidenziò come i problemi ambientali fossero sostanzialmente dovuti alla grande disparità in termini di ricchezza tra paesi meridionali e settentrionali e ai modelli di produzione e consumo non sostenibile di questi ultimi. Il report introduce il concetto di sviluppo sostenibile e insiste sulla necessità della partecipazione alla causa da parte di tutti i paesi, individuando quattro principali aree di impegno comune:

1. Il ruolo dell'economia internazionale: *“Two conditions must be satisfied before international economic exchanges can become beneficial for all involved. The sustainability of ecosystems on which the global economy depends must be guaranteed. And the economic partners must be satisfied that the basis of exchange is equitable. For many developing countries, neither condition is set.”*
2. “Beni comuni globali”: *“The global commons' - those parts of the planet that fall outside national jurisdictions. Here, sustainable development can be secured only through international cooperation and agreed regimes for surveillance, development, and management in the common interest. [...] Without agreed, equitable, and enforceable rules governing the rights and duties of states in respect of the global commons, the pressure of demands on finite resources will destroy their ecological integrity over time. Future generations will be impoverished, and the people who suffer most will be those who live in poor countries that can least assert their own claims in a free-for-all.”*

---

<sup>28</sup> La più importante organizzazione internazionale per la tutela dell'ambiente e l'uso sostenibile delle risorse naturali per contrastare i cambiamenti climatici. Ha uffici in diversi paesi ed è costituita da personale esperto che prende decisioni sulle politiche ambientali e sulle attività necessarie in particolari aree di interesse.

3. Pace, sicurezza, sviluppo e ambiente: *“Among the dangers facing the environment, the possibility of nuclear war is undoubtedly the gravest. Certain aspects of the issues of peace and security bear directly upon the concept of sustainable development. The whole notion of security as traditionally understood in terms of political and military threats to national sovereignty - must be expanded to include the growing impacts of environmental stress - locally, nationally, regionally, and globally. There are no military solutions to 'environmental insecurity'.”*
4. Cambiamento istituzionale e legale: *“Governments must begin now to make the key national, economic, and sectoral agencies directly responsible and accountable for ensuring that their policies, programmes, and budgets support development that is economically and ecologically sustainable. [...] Governments should also reinforce the roles and capacities of environmental protection and resource management agencies. The UNEP should be strengthened as the principal source on environmental data, assessment, and reporting [...]. The capacity to identify, assess, and report on risks of irreversible damage to natural systems and threats to the survival, security, and wellbeing of the world community must be rapidly reinforced and extended [...]. Making the difficult choices involved in achieving sustainable development will depend on the widespread support and involvement of an informed public and of NGOs, the scientific community, and industry.”<sup>29</sup>*

Il 1992 rimane, nella storia dello sviluppo sostenibile, un anno di particolare rilevanza, in quanto viene predisposto per la prima volta un provvedimento concreto per il perseguimento degli obiettivi sostenibili, un piano d'azione comunitario vincolante per tutti gli Stati membri. Il Quinto Piano d'Azione Ambientale dell'UE "Per uno sviluppo durevole e sostenibile", impegna gli Stati europei a partecipare attivamente alla causa ambientale, finora portata avanti da sole raccomandazioni con carattere non vincolante. Il piano costituiva lo strumento di attuazione in ambito comunitario dell'Agenda 21, un articolato programma di azione contenente strategie e raccomandazioni per il raggiungimento dello sviluppo sostenibile entro il XXI secolo. Esso ricopriva diversi ambiti di applicazione e richiedeva l'implementazione di politiche sostenibili a vari settori, tra cui quello manifatturiero, dell'energia, dei trasporti, agricolo e del turismo.

---

<sup>29</sup> *“Report of the World Commission on Environment and Development - Our Common Future”* consultabile presso [sustainabledevelopment.un.org](http://sustainabledevelopment.un.org) ([PDF](#))

L'Agenda 21 fu uno dei più rilevanti risultati della Conferenza sull'ambiente e lo sviluppo delle Nazioni Unite o 'Earth Summit', la prima conferenza mondiale dei capi di Stato sull'ambiente, tenutosi a Rio de Janeiro nel 1992. Si tenne in occasione del ventesimo anniversario dell'incontro a Stoccolma, e fu evento senza precedenti, sia in termini di impatto mediatico che di scelte politiche e di sviluppo conseguenti. Riunì leader politici, diplomatici, scienziati, rappresentanti dei media e organizzazioni non governative (ONG) di 179 paesi per uno sforzo massiccio per concentrarsi sull'impatto delle attività socioeconomiche umane sull'ambiente. Tra i numerosi traguardi ottenuti da questa conferenza ricordiamo la creazione dello United Nations Framework Convention on Climate Change, un documento contenente i principi e gli obiettivi cui i paesi partecipanti avrebbero dovuto attenersi, e la fondazione, due anni più tardi, della Commission on Sustainable Development (CSD), al fine di assicurare un'efficace implementazione e aggiornamento degli obiettivi del summit.

Successivamente all'incontro del 1992, ogni cinque anni, si tiene una Conferenza Mondiale sullo Sviluppo Sostenibile. Durante questi incontri, conosciuti anche come Rio +5, +10, +15 e così via, i capi di Stato valutano i progressi ottenuti rispetto agli obiettivi fissati nel precedente incontro, si confrontano sulla necessità di introdurre ulteriori ed eventualmente sull'adozione di provvedimenti necessari a livello globale.

Nel 1994, nel Cairo, ebbe luogo l'International Conference on Population and Development, conferenza fondamentale per la presa di coscienza a livello globale di quanto il rispetto dei diritti delle donne e dei bambini sia fondamentale per lo sviluppo. In questa occasione, diverse opinioni su diritti umani, popolazione, salute sessuale e riproduttiva, uguaglianza di genere e sviluppo sostenibile si sono fuse in un notevole consenso che ha posto la dignità individuale e i diritti umani al centro dello sviluppo. Ad oggi i risultati dell'incontro sono ben visibili, il mondo ha ottenuto notevoli progressi, nonostante non tutti gli obiettivi siano stati raggiunti. Ciò appare più chiaro quando si valutano i dati forniti dalla WHO, rispetto al '94 troviamo un aumento del 25% del tasso di utilizzo di contraccettivi<sup>30</sup>, le nascite adolescenti sono diminuite del 70% e il tasso globale di mortalità materna del 45%.

Sulla scia della precedente conferenza, si tiene nel 1995 a Pechino la Quarta Conferenza mondiale sulle Donne. La Dichiarazione di Pechino, accettata da 189 paesi, stabilisce un programma per

---

<sup>30</sup> "Contraceptive prevalence rate", informazioni disponibili presso il sito della [World Health Organization](http://www.who.org)

l'emancipazione femminile ed è considerata il documento politico globale più importante sulla parità di genere. Essa fissa obiettivi strategici e azioni per il raggiungimento della parità di genere in 12 aree critiche di preoccupazione, tra le quali spiccano: violenza contro le donne, donne e l'economia, donne al potere e nel processo decisionale, diritti umani delle donne.

Nel 1997 lo sviluppo sostenibile diviene un obiettivo fondamentale dell'UE tramite la sua inclusione nel trattato di Amsterdam come finalità generale delle sue politiche. Negli anni successivi, due importanti incontri complementari ne evidenziano ancor di più la centralità per gli stati membri.

Il primo, nel 2001, porta alla nascita della Strategia di Lisbona il cui obiettivo era quello di rendere l'Europa "la più competitiva e dinamica economia al mondo basata sulla conoscenza, capace di raggiungere lo sviluppo economico sostenibile, professioni migliori e maggior coesione sociale"<sup>31</sup>. La suddetta strategia si basava su due pilastri: il primo proponeva obiettivi e politiche per affrontare una serie di rilevanti tendenze insostenibili, il secondo richiedeva l'applicazione un nuovo approccio all'elaborazione delle politiche, che garantisse che le politiche economiche, sociali ed ambientali dell'UE si rafforzassero reciprocamente.

Il secondo incontro si tenne lo stesso anno a Gothenburg, con il fine di aggiungere un terzo pilastro alla strategia, la dimensione ambientale. La dichiarazione di Gothenburg rappresenta un documento importante dal punto di vista delle politiche sostenibili europee, in quanto tutt'ora costituisce il punto di riferimento per la loro elaborazione. Il terzo pilastro si realizzava nell'inserimento di azioni per il raggiungimento di una serie di obiettivi prevalentemente ambientali, da raggiungere entro il 2010.

Nonostante i notevoli risultati conseguiti nell'attuazione della strategia, negli anni successivi le tendenze insostenibili persistevano. Ciò richiedeva una strategia di sviluppo sostenibile con una più chiara ripartizione delle responsabilità, una maggiore integrazione internazionale e un'attuazione e un monitoraggio più efficaci. Nel 2005 il Consiglio europeo decide di adottare una serie di principi guida per lo sviluppo sostenibile. Viene proposto un approccio più integrato, basato sui principi adottati dal Consiglio. La dimensione esterna dello sviluppo sostenibile, come l'uso globale delle risorse e la disparità internazionale, avrebbe dovuto integrarsi nell'elaborazione delle politiche interne dell'UE ed allo stesso modo anche a quelle esterne.

---

<sup>31</sup> "Lisbon European Council 23 And 24 March 2000 Presidency Conclusions", consultabile presso il sito del Parlamento Europeo [europarl.europa.eu](http://europarl.europa.eu)

Nel 2007 la Commissione Europea pubblica il primo report sul progresso della strategia per lo sviluppo sostenibile. Secondo la relazione, gli sviluppi politici erano significativi nell'ambito di alcune delle sette priorità individuate, ma i progressi non erano ancora stati tradotti in azioni concrete. Ulteriori iniziative si rinvenivano necessarie da parte dell'Unione.

Nel 2000 viene firmata da tutti i 193 paesi ONU la Dichiarazione del Millennio, contenente gli otto Millennium Development Goals (MDGs)<sup>32</sup>, obiettivi che i paesi si impegnavano a raggiungere entro l'anno 2015. Nonostante buona parte dei goals sia stata conseguita solo da alcuni paesi, non si può dire che la loro istituzione sia stata superflua. Difatti, i successivi provvedimenti, sia europei che globali (compresa la strategia UE per lo sviluppo sostenibile), ed i significativi miglioramenti riportati nel 2015, sono stati possibili in larga parte grazie al forte impulso generato dalla suddetta dichiarazione. Dieci anni dopo, le Nazioni Unite tennero un'ulteriore conferenza per esaminare i progressi compiuti fino al 2010, questa si concluse con l'adozione di un piano globale per favorire il raggiungimento degli obiettivi entro la data prevista.

Non possono poi mancare di essere citati gli incontri avvenuti nel 2015, gli sviluppi internazionali più recenti di maggiore rilievo, ovvero: il summit per l'adozione dell'Agenda 2030 e l'Accordo di Parigi. I due, infatti, rappresentano il moderno punto di riferimento in ambito di sostenibilità di politiche nazionali ed internazionali a livello globale, ma non solo anche dal punto di vista aziendalistico ed individuale. Risultato del primo incontro, tenutosi nel 2015 a New York, è il documento contenente il nuovo quadro strategico delle Nazioni Unite, "*Transforming Our World: 2030 Agenda for the sustainable development*". Questo determina gli impegni sullo sviluppo sostenibile che dovranno essere realizzati entro il 2030, individuando 17 obiettivi globali<sup>33</sup>, i nuovi SDGs (*Sustainable Development Goals*) e 169 target. I nuovi obiettivi hanno carattere universale, rivolgendosi tanto ai Paesi in via di sviluppo quanto ai Paesi avanzati, e sono fondati sull'integrazione delle tre dimensioni dello sviluppo sostenibile, ambientale, sociale ed economica, quale presupposto per il loro raggiungimento. Questa volta però, l'incontro non si limita ad approvare i nuovi SDGs, si preoccupa anche di definire gli strumenti attuativi e soprattutto nuovi sistemi di monitoraggio e revisione della

---

<sup>32</sup> Gli otto Millennium Development Goals erano: sradicare la povertà estrema e la fame nel mondo; rendere universale l'istruzione primaria; promuovere la parità dei sessi e l'autonomia delle donne; ridurre la mortalità infantile; ridurre la mortalità materna; combattere l'HIV/AIDS, la malaria e altre malattie; garantire la sostenibilità ambientale; sviluppare un partenariato mondiale per lo sviluppo.

<sup>33</sup> I diciassette obiettivi sono consultabili presso il sito dedicato [globalgoals.com](http://globalgoals.com)

loro messa in pratica, dimostrando responsabilità, impegno e preoccupazione ben più sentiti rispetto ai tentativi precedenti.

Nell'ambito degli strumenti attuativi. l'Agenda 2030 riprende e perfeziona la Addis Abeba Action Agenda (AAAA)<sup>34</sup>, documento molto criticato risultante dalla Conferenza di Addis Abeba sul finanziamento allo sviluppo del 2015. Il piano si incentrava sulla la condivisione della responsabilità per il raggiungimento degli obiettivi comuni e conseguentemente la istituzione partnership globale incentrata sull'organizzazione delle risorse e sul coinvolgimento reciproco. Per quanto invece riguarda il sistema di monitoraggio ed attuazione del piano, viene attribuito un ruolo centrale al Foro politico di Alto Livello - High Level Political Forum (HLPF), in qualità di consiglio globale incaricato di monitorare, valutare e orientare l'attuazione degli SDGs. Viene inoltre istituito, in sostituzione alla CSD, l'Economic and Social Council (ECOSOC), il quale, assieme alla Assemblea Generale, è supporto essenziale per il Forum, in quanto organo competente alla valutazione degli indicatori di avanzamento proposti dagli esperti, oltre che suo organo consiliare, composto da personale specializzato.

Per quanto concerne l'Accordo di Parigi, la sua rilevanza scaturisce dal fatto che esso rappresenta il primo accordo universale e giuridicamente vincolante sui cambiamenti climatici. L'accordo, approvato dalla conferenza di Parigi sul clima nel 2015 e in vigore dal 2016, definisce un quadro normativo globale per ridurre le emissioni di CO2 al fine di mantenere l'aumento della temperatura mondiale media rispetto all'epoca pre-industriale "ben al di sotto dei 2° C", aumento che genererebbe pericolosi impatti sugli ecosistemi, come diviene anno dopo anno sempre più evidente per via delle catastrofi naturali. L'accordo è stato firmato da quasi tutti i Paesi, ad eccezione di un numero ridotto di questi, quali paesi in guerra, poverissimi o produttori di petrolio, raggiungendo la copertura di più del 94% del totale delle emissioni globali. Possiamo dire che il patto subentra al suo predecessore, il Protocollo di Kyoto, il quale condivideva lo stesso obiettivo, ovvero la riduzione in misura rilevante delle emissioni di tutti i gas inquinanti. Anche il protocollo, infatti, rappresentava un trattato internazionale vincolante riguardante il surriscaldamento globale, eppure la sua entrata in vigore fu ben più lunga e difficoltosa, tanto che la sua sottoscrizione avvenne nel 1997, ma si dovette aspettare fino al 2005 perché gli stati aderenti rappresentassero la maggiore percentuale di emissioni globali. Tra l'altro gli Stati Uniti, secondo paese al mondo per emissioni di CO2, non ratificarono mai la

---

<sup>34</sup> Consultabile presso il sito delle Nazioni Unite [un.org](http://un.org)

propria sottoscrizione al protocollo. Molto probabilmente tale circostanza è da ricollegarsi ad una preoccupazione ambientale molto meno pressante rispetto a quella del decennio successivo.

L'ultimo accordo che si andrà ad approfondire è il Green Deal Europeo, annunciato dalla Commissione Europea nel 2019 ed approvato dal Parlamento Europeo nel 2020. Il patto è probabilmente l'iniziativa europea più ambiziosa in ambito di sostenibilità, ma allo stesso tempo potenzialmente realizzabile. Consiste di un insieme di iniziative politiche, vincolanti, proposte dalla Commissione, con l'obiettivo di ridurre le emissioni del 55% entro il 2030 e di rendere l'UE "*the first climate neutral continent in the world by 2050*"<sup>35</sup>. L'accordo, nel suo approccio strategico per il raggiungimento degli obiettivi, risulta essere innovativo e soprattutto lungimirante. Il Vicepresidente esecutivo della Commissione e responsabile del progetto, Frans Timmermans, intende trarre vantaggio dalla pandemia di Covid, sfruttando le esternalità positive ambientali generate dalla forte riduzione della mobilità globale. L'obiettivo di breve periodo è dunque quello di utilizzare il Green Deal come "bussola" da seguire durante il superamento e la ripresa dalla pandemia. In modo tale da farci forza dell'unico aspetto positivo di questa crisi epidemiologica. A tal fine si punta a predisporre le fondamenta di un sistema che ci possa permettere di non tornare sui nostri passi, indirizzando, al tempo stesso, la ripresa su una strada che renda possibile il raggiungimento dell'obiettivo fissato per il 2050, ovvero l'azzeramento delle emissioni nette di gas a effetto serra.

Dal punto di vista pratico, con il Green Deal, l'Europa diviene il primo continente a presentare un'architettura completa per soddisfare le proprie ambizioni climatiche. Tramite la legge clima<sup>36</sup> e l'introduzione delle nuovissime direttive "*Fit for 55*", presentate da Von Der Leyen il 14 luglio 2021, gli obiettivi climatici europei diventano veri e propri obblighi legali. Questa nuova legge, al momento della stesura ancora in attesa di approvazione, consiste in un pacchetto di 12 proposte legislative, con lo scopo di mettere l'Unione Europea in condizione di raggiungere l'obiettivo di ridurre le emissioni del 55% entro il 2030, da qui il nome "*Fit for 55*".

---

<sup>35</sup> Ripreso dal discorso presentativo del *Green Deal* al Consiglio Europeo tenuto dal Presidente della Commissione Europea, Ursula Von Der Leyen, nel 2019

<sup>36</sup> La legge che ha reso l'impegno politico del *Green Deal* per la neutralità climatica UE entro il 2050 un obbligo vincolante

# La direzione del mercato degli investimenti SRI

## 2.1 Polivalenza lessicale e concettuale

Il presente capitolo si apre con un sotto capitolo esplicativo, la cui presenza è stata ritenuta necessaria allo scopo di chiarificare ed assodare i concetti essenziali alla trattazione dei successivi. In questo incipit si fornirà una definizione attenta e approfondita degli elementi alla base della disciplina sostenibile, al fine di introdurre un discorso che possa essere strutturato su di una terminologia oggettiva e, almeno all'interno dell'elaborato, univocamente interpretabile. Il dibattito moderno sulle tematiche ESG, infatti, è pervaso da una forte flessibilità lessicale, generatrice di incertezza, originata dalla presenza di diversi punti di vista ed interessi degli attori. Fino a pochi anni fa, nemmeno le agenzie di rating si trovavano d'accordo sulla interpretazione di questi concetti e, nonostante ad oggi la situazione risulti migliorata, è ancora presente un inteso dibattito relativo all'approccio percettivo e valutativo delle componenti fondamentali della finanza sostenibile. Ciò rende l'avvicinamento materia particolarmente ostico dal punto di vista dei nuovi investitori, i quali, non di rado, vengono influenzati, sino a ritrovarsi nella condizione di intravedere nel mercato degli investimenti sostenibili una grande bolla o un'ingegnosa truffa.

Il primo concetto che si ritiene necessario affrontare è quello di sostenibilità stessa. Questo viene introdotto per la prima volta nella prima Conferenza dell'ONU sull'ambiente di Stoccolma del 1972, il suo contenuto non ha subito particolari variazioni negli anni, nonostante i suoi orizzonti si siano ampliati nel tempo. Nella conferenza viene richiamata l'attenzione sul fatto che per migliorare in modo duraturo le condizioni di vita, occorre salvaguardare le risorse naturali a beneficio di tutti e si intravede nella sostenibilità la condizione necessaria per il perseguimento dello sviluppo sostenibile, concetto introdotto poco dopo. Da allora la sostenibilità si estende da una visione più antica concentrata sugli aspetti ecologici, approdando verso un significato più globale, tenendo conto oltre alla dimensione ambientale, anche quella economica e sociale. Il concetto diviene dunque parte integrante della più ampia definizione di sviluppo sostenibile e, allo stesso tempo, una astrazione olistica la cui comprensione risulta più naturale se ricercata partendo dalla analisi di quest'ultimo. Una più che soddisfacente interpretazione del concetto di Sviluppo Sostenibile viene data dalla Commissione Europea:

*“Il concetto di sviluppo sostenibile si riferisce a una forma di politica di sviluppo che mira a soddisfare le esigenze economiche, sociali e ambientali della società in termini di benessere sul breve, medio - e soprattutto - lungo periodo. Si basa sul presupposto che lo sviluppo deve rispondere alle esigenze odierne senza compromettere il benessere delle generazioni future. In termini pratici, ciò significa creare le condizioni adatte per uno sviluppo economico di lungo termine garantendo, al contempo, il rispetto dell’ambiente.”*<sup>37</sup>

A partire da questa definizione si può intendere che la sostenibilità non esista, almeno in questo contesto, come elemento autonomo e indivisibile, bensì come costruito di tre componenti: la sostenibilità economica, consistente nella capacità di un sistema economico di produrre reddito e lavoro in maniera duratura; la sostenibilità sociale, ovvero la capacità di garantire che le condizioni di benessere umano siano equamente distribuite, sia dal punto di vista *macro* (come la lotta alla povertà e per il rispetto dei diritti umani, a livello globale e nazionale) che *micro* (ad esempio il rispetto dei diritti dei dipendenti in ambito aziendale); infine la sostenibilità ambientale, che invece interessa la tutela dell’ecosistema, l’utilizzo lungimirante delle risorse naturali e il loro rinnovamento.

Il secondo concetto da affrontare nasce come diretta derivazione dello sviluppo sostenibile e del concetto di sostenibilità, è la nozione di Corporate Social Responsibility, meglio conosciuta con l’acronimo di CSR. Viene definita dalla Commissione Europea come la *“responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società”*<sup>38</sup>, questa definizione, nonostante rappresenti il fulcro del concetto di CSR, agli occhi di qualcuno totalmente estraneo al concetto, può apparire come particolarmente sintetica e approssimativa. Può dunque risultare utile ricordare la precedente interpretazione, fornita sempre dalla Commissione e contenuta nel Libro Verde del 2001, in quanto più dettagliata, anche se non in grado di dare una rappresentazione della complessità del concetto. La Responsabilità Sociale di Impresa esprime *“l’integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate”*<sup>39</sup>, indica dunque l’insieme di pratiche e comportamenti, adottati nel rispetto delle tematiche ESG e finalizzate alla salvaguardia degli interessi dei propri collaboratori e dipendenti, ma anche di fornitori, clienti,

---

<sup>37</sup> Glossario della Commissione Europea consultabile presso il [sito ufficiale](#) dell’Unione Europea

<sup>38</sup> *“Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni”* consultabile presso [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)

<sup>39</sup> Libro Verde *“Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese”* disponibile presso [europarl.europa.eu](http://europarl.europa.eu)

partner, comunità e istituzioni locali. Occorre precisare che la concisione della sua nuova versione ha un significato, quello di spostare l'attenzione dalla "integrazione volontaria" alla necessità di maggiore adesione ai principi internazionali, vista la posizione di rilevanza che il fenomeno sta conquistando tra le priorità europee. Anche da una prospettiva extra-europea la CSR viene percepita in modo simile, nonostante le definizioni fornite si rivelino comunque insoddisfacenti, almeno secondo l'esperienza empirica, dal punto di vista esplicativo di doveri e confini applicativi. A titolo esemplificativo, si fa riferimento alla definizione data dal World Business Council for Sustainable Development:

*"Corporate social responsibility is the commitment of business to contribute to sustainable economic development, working with employees, their families, the local community and society at large to improve their quality of life"*<sup>40</sup>.

Quanto detto relativamente alle suddette definizioni, che risultano essere quelle maggiormente prese in considerazione in ambito CSR, non vuole rappresentare una critica, con ciò si vuole evidenziare la difficoltà delle organizzazioni internazionali, estremamente competenti in questo campo, nel tentare di esprimere a parole un concetto tanto vasto e complesso. Dare una definizione completa e al contempo non astratta della CSR è, infatti, un compito assai spinoso, in quanto ad oggi non è possibile definirne un perimetro e gli estremi applicativi risultano essere a dir poco sfumati ed in alcuni casi indefinibili, per diverse ragioni. Quanto al limite minimo di implementazione, nonostante a livello europeo sia individuabile nella c.d. Legge Clima, rimane ancora dubbio a livello globale. L'Europa, infatti, è l'unico continente ad aver preso provvedimenti relativi alle dichiarazioni sostenibili per la verifica del rispetto delle direttive. È però da notare che su questo fronte sono attesi progressi, in quanto il Presidente statunitense Biden nell'aprile di quest'anno ha cominciato ad esercitare pressioni sulla SEC, per l'introduzione di un obbligo di disclosure relativo alle performance ESG. Non è da escludere che l'adozione di una simile politica da parte degli Stati Uniti, possa rappresentare un esempio che gli altri stati si preoccuperanno di seguire, come d'altronde si è già verificato in passato. Per quanto invece riguarda il perimetro di applicazione della CSR, è quantomeno improbabile darne una definizione, se non del tutto sbagliato, per due principali ma non esaustivi motivi. In *primis*, l'esperienza degli scorsi anni ci ha dimostrato come la disciplina sia in costante espansione verso

---

<sup>40</sup> Holme Richard, Watts Phil, *World Business Council for Sustainable Development*, 2000. "Making Good Business Sense", consultabile presso [ceads.org](http://ceads.org)

nuove cause; in *secundis*, sarebbe fundamentalmente scorretto dare dei limiti applicativi ad una pratica i cui effetti positivi aumentano proporzionalmente alla sua espansione. In altre parole, definire la CSR in un perimetro fisso vorrebbe dire limitare la possibile espansione di una attività che può generare solo effetti positivi.

Ad ogni modo, sulla base delle definizioni sopracitate e dalla loro interpretazione, possiamo assodare le componenti la cui considerazione deve ritenersi fondamentale nelle politiche di un'impresa che desidera prendere atto della propria responsabilità sociale. Per soddisfare pienamente la loro responsabilità sociale, le imprese devono rispettare la legislazione applicabile e devono adottare processi che gli permettano di integrare questioni sociali, ambientali, etiche, i diritti umani e le sollecitazioni dei consumatori nelle loro operazioni commerciali e nella loro strategia di base, tramite la collaborazione con i rispettivi interlocutori. Gli obiettivi che le imprese devono prefiggersi nell'adozione di tali politiche sono descritti in maniera sufficientemente esauriente, nonostante l'inevitabile genericità, dalla Commissione Europea, e sono due: fare tutto il possibile per creare un valore condiviso tra i loro proprietari gli stakeholders e la società in generale; e identificare, prevenire e mitigare i possibili effetti che possano essere in contrasto con il primo obiettivo. In tal senso, le imprese sono incoraggiate ad adottare un approccio strategico orientato alla generazione di effetti positivi nel lungo termine, dunque ad esplorare le opportunità per lo sviluppo di prodotti, servizi e modelli commerciali e produttivi innovativi, che contribuiscano al raggiungimento dei precedenti obiettivi.

L'ultimo concetto di cui si ritiene necessario fornire una definizione quanto più possibile oggettiva, è la celebre sigla ESG. La sigla, che sta per "*Environmental, Social and Governance*", racchiude quell'insieme di criteri che si affiancano ai tradizionali parametri finanziari, per poter perseguire una valutazione del livello di CSR di un emittente. Tra i criteri, infatti, sono quelli che le società inevitabilmente tengono in considerazione nella determinazione delle strategie che integrano la CSR. Al fine di perseguire la responsabilità sociale, infatti, si finisce quasi in modo consequenziale con l'impattare uno di questi criteri, proprio per questo la loro valutazione rappresenta un ottimo metodo di misurazione della CSR. Come già anticipato, il concetto di ESG non è che un raggruppamento di diversi criteri, molto differenti tra loro, ma il cui perseguimento ha come obiettivo comune quello di contribuire allo sviluppo sostenibile. Le tre dimensioni di cui si compone, riflettendo gli ambiti applicativi della responsabilità sociale d'impresa, sono straordinariamente sfaccettate ed il numero di

queste sfaccettature cresce man mano che le tre dimensioni si combinano tra loro e si evolvono assieme alle componenti dello sviluppo sostenibile. Nonostante il concetto di ESG sia soggetto alla stessa condizione di semi-indefinibilità caratteristica della CSR, possiamo darne una definizione non esaustiva analizzando le singole dimensioni che lo compongono.

Partendo dalla dimensione “*Environmental*”, quindi ambientale, al suo interno viene coinvolto qualsiasi aspetto dell'attività di un'azienda che possa incidere sull'ambiente in modo positivo o negativo. Quindi concerne tutte quelle caratteristiche, attribuibili all'intera *supply* e *value chain*, a partire dalla scelta dei fornitori fino ad arrivare ai metodi di consegna al cliente, che rendono lo svolgimento della sua attività impattante sulle condizioni ambientali, sia in modo diretto, ad esempio tramite la scelta dei metodi di fabbricazione, che indiretto, per la scelta dei fornitori, i quali beneficeranno dell'acquisto di prodotto. Tali effetti possono riguardare qualsiasi criticità ambientale presente o futura. Diversamente, la dimensione “*Social*” coinvolge tutte le questioni di sostenibilità dal punto di vista sociale, a partire da aspetti legati alla comunità, come il miglioramento della salute e dell'istruzione, alle questioni relative al luogo di lavoro, tra cui il rispetto dei diritti umani, la non discriminazione e l'impegno delle parti interessate. Anche in questo caso l'area di interesse si estende all'intera *supply* e *value chain*, alcuni aspetti comunemente approfonditi nella valutazione ESG sono ad esempio le politiche di lavoro minorile o lavoro forzato adottate da fornitori, le relazioni con le comunità locali e l'adozione di pratiche commerciali controverse. Infine, l'ultima dimensione coinvolta è la “*Governance*”, essa riguarda in generale la qualità della amministrazione aziendale, nello specifico la sua gestione, cultura, profilo di rischio, struttura e composizione degli organi e diverse altre caratteristiche fondamentali di governance. Alcuni elementi, tra tanti, considerati particolarmente influenti in questo ambito sono, ad esempio: la remunerazione esecutiva, l'indipendenza degli amministratori, i diritti degli azionisti, la corruzione e gli abusi.

## 2.2 Dinamiche del mercato della sostenibilità

Dopo aver approfondito i concetti su cui si fonda l'intera disciplina degli investimenti sostenibili, è possibile analizzare il relativo mercato, nello specifico, osservando la sua evoluzione fino ad oggi, il suo funzionamento e le tendenze in atto, e, sulla base di questa analisi, tentare di esaminare la direzione verso la quale si sta indirizzando e i probabili, o quantomeno possibili, risvolti futuri.

Occorre dunque partire approfondendo il concetto di investimento socialmente responsabile, che altro non rappresenta se non una semplice riorganizzazione delle priorità delle strategie di investimento di gruppi di risparmiatori. L'SRI, o Sustainable and Responsible Investment, consiste essenzialmente in un innovativo approccio all'allocazione di capitale, che permette agli investitori di perseguire il proprio obiettivo di generare profitto e, allo stesso tempo, di contribuire alla generazione di un impatto sociale ed ambientale positivo. Come già anticipato nel precedente sotto-capitolo, in ambito di finanza sostenibile, le definizioni scarseggiano e anche nel caso dell'SRI si è dovuto attendere fino al 2016 per ottenere una definizione sufficientemente diffusa da rendere il concetto omogeneo a livello internazionale. La definizione viene fornita da Eurosif, l'associazione europea per la promozione e l'avanzamento degli SRI, nel suo "European SRI Study 2016" e recita:

*"Sustainable and Responsible Investment ("SRI") is a long-term oriented investment approach, which integrates ESG factors in the research, analysis and selection process of securities within an investment portfolio. It combines fundamental analysis and engagement with an evaluation of ESG factors in order to better capture long term returns for investors, and to benefit society by influencing the behavior of companies."*<sup>41</sup>

A dimostrazione del successo della definizione appena citata, nel 2019 ne viene rilasciata un'altra, molto simile, da parte dell'US SIF, ovvero l'ente americano equivalente ad Eurosif. Non si rinviene in questo concetto la stessa differenza culturale che invece si è affrontata in ambito di CSR. Ad ogni modo le tre caratteristiche fondamentali comuni a tutti gli investimenti sostenibili e responsabili risultano piuttosto chiare: si tratta di una strategia orientata a medio-lungo periodo; integra i criteri ESG alla valutazione aziendale; mira a generare valore finanziario e sociale influenzando l'approccio al business delle società.

Questo ultimo punto si rivela particolarmente significativo, rappresenta chiaramente il meccanismo che caratterizza il mercato degli investimenti sostenibili e che soprattutto gli permette di funzionare dal punto di vista di generazione di valore sociale ed ambientale. Questa tipologia di investimento, infatti, non considera soltanto il rapporto rischio-rendimento, bensì tiene in considerazione anche l'impatto positivo che questo può generare in termini di benessere sociale ed ambientale, spesso dando a quest'ultimo una maggiore priorità rispetto al primo, tale discorso a breve sarà approfondito.

---

<sup>41</sup> Eurosif, "European SRI Study 2016" disponibile presso il sito [eurosif.org](http://eurosif.org)

Nell'ultimo decennio si è assistito ad una formidabile crescita del mercato SRI, motivata da una serie di meccanismi interdipendenti, messi in moto principalmente dalle tendenze ambientali che sono state analizzate nel primo capitolo. Con un pattern paragonabile a quello visto nello scorso ventennio nel caso del mercato *Tech*, il forte slancio iniziale del mercato degli investimenti sostenibili ha permesso l'accensione di un circolo virtuoso che ne ha velocizzato il ritmo di sviluppo e la complessità. La crescita dell'interesse retail e istituzionale nel mercato della sostenibilità ha portato al coinvolgimento di un numero crescente di imprese, con approcci e obiettivi di sostenibilità molto variegati, e al contempo alla nascita di una vera e propria competizione sostenibile, che orbita attorno alla ricerca di innovazioni e strategie in grado di aumentare il punteggio ESG e allo stesso tempo rafforzare il proprio vantaggio competitivo. Al di là dei maggiori investimenti, il ciclo viene alimentato dai vantaggi che le società stesse possono ottenere nel perseguire politiche proattive in ambito sociale ed ambientale, indipendentemente dalla finanza etica. Infatti, a seconda del paese in cui si trovano, le imprese che dimostrano il proprio coinvolgimento nella missione ambientale, hanno la possibilità di ricevere sussidi governativi e/o alleggerimenti della pressione fiscale, oltre al fatto che generalmente queste si trovano a dover sopportare minori rischi legali. Difatti, la regolamentazione in ambito ESG diviene nel tempo sempre più rigida, come si è visto nell'analisi storica, dunque, un'impresa con un approccio proattivo nelle proprie politiche, affronta un minor rischio di andare incontro a cause legali o di dover riarrangiare la propria organizzazione per rendersi *compliant* alle nuove leggi. Inoltre, con il fenomeno dei social media si è reso ancora più evidente che i clienti hanno un approccio più attivo nel supportare queste società e spesso prediligono prodotti di imprese sostenibili ad altri equivalenti. Questi, e diversi altri possibili vantaggi, possono avere effetti positivi anche significativi sulla competitività aziendale, garantendo continuità al ciclo e riportandolo al suo incipit, gli investitori. Sulla base delle tendenze pocanzi descritte, non risulta difficile intuire il perché l'investimento in queste realtà possa risultare molto attraente per gli investitori lungimiranti, chi interessato all'aumento del valore dell'impresa, chi agli effetti positivi che questa genera per la società e per ambiente, e chi ad entrambe.

Se si volesse localizzare temporalmente il ciclo appena descritto, il suo avviamento potrebbe essere ragionevolmente collocato nel 2010. Nell'ultimo decennio, infatti, il totale degli asset investiti in sostenibilità a livello globale si è più che triplicato, passando da appena 10 trilioni di dollari a più di

35 nel 2020<sup>42</sup> e si stima che supereranno i 50 trilioni entro il 2025<sup>43</sup>, arrivando a rappresentare circa un terzo degli *asset under management* globali.

Un ulteriore fattore, volutamente scansionato nei precedenti paragrafi, che ha contribuito in maniera significativa alla diffusione dell'adozione delle politiche ESG da parte delle imprese, è da ricercarsi nel funzionamento stesso del mercato degli investimenti socialmente responsabili. Come già anticipato, ciò che permette a questo sistema di generare un impatto positivo risiede nella capacità di influenzare l'approccio al business delle società, questo risultato è ottenuto tramite la realizzazione di due meccanismi di mercato, che possono essere visti come componenti di una stessa equazione. I due consistono nel: premiare le società che esercitano il proprio business tenendo in considerazione i criteri ESG ed esercitare pressione su quelle che invece non li considerano. Mentre la presenza del primo dei due meccanismi risulta essere piuttosto semplice da motivare, in quanto rappresenta le fondamenta del concetto stesso di SRI, l'origine del secondo risulta più complessa in quanto provocato indirettamente quale conseguenza del primo, in virtù della presenza dei cosiddetti "*investor tastes*".

### 2.2.1 Studi empirici sulla relazione *investor tastes* - rendimento

Per analizzare questa peculiare dinamica di mercato si può far riferimento al *paper* pubblicato nel 2019 da Rocco Ciciretti, Ambrogio Dalò e Lammertian Dam. Lo studio, intitolato "*The Contributions of Betas versus Characteristics*"<sup>44</sup>, analizza il rapporto di rischio-rendimento di un campione globale di 5'972 imprese, in un orizzonte di tempo di circa 15 anni (dal 2004 al 2018), basandosi sui rating ESG forniti da ASSET4 e da Vigeo-Eiris. Utilizzando modelli valutativi quali il Fama-French model<sup>45</sup> a tre e a cinque fattori e altre due versioni dello stesso, integrate con ulteriori coefficienti quali il "*momentum risk factor*" e lo "*ESG risk factor*", identificano la presenza statisticamente rilevante di un premio negativo per il rischio, legato alle caratteristiche ESG delle società. Tramite questa analisi

---

<sup>42</sup> "*Global Sustainable Investment Review 2020*", consultabile presso [gsi-alliance.org](https://www.gsi-alliance.org)

<sup>43</sup> "*ESG assets may hit \$53 trillion by 2025, a third of global AUM*". Consultabile presso [Bloomberg](https://www.bloomberg.com)

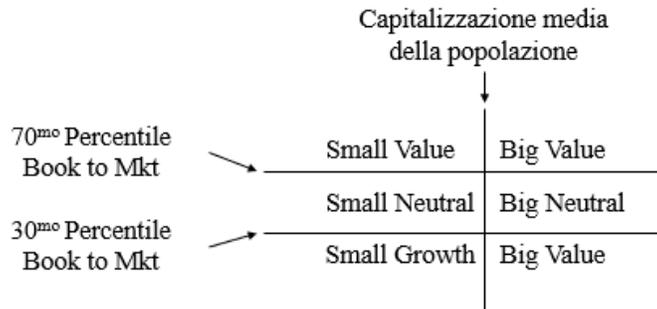
<sup>44</sup> Ciciretti Rocco, Dalò Ambrogio, Dam Lammertjan, 2019. "*The Contributions of Betas versus Characteristics*". Consultabile presso [papers.ssrn.com](https://papers.ssrn.com)

<sup>45</sup> Modello per la spiegazione empirica del rendimento atteso di un titolo, o di un portafogli di titoli, proposto da Eugene Fama e Kenneth French. I due cercano di individuare e integrare, tramite un modello più evoluto basato sul CAPM, quelle anomalie che influenzano i rendimenti che non vengono spiegate dal vecchio modello. Le due anomalie sono rappresentate dal fatto che le imprese di piccole dimensioni presentano generalmente un tasso di crescita e di rendimento maggiore di quelle grandi. Esse vengono integrate tramite la costruzione e l'utilizzo di due fattori e dei due rispettivi indici di sensibilità, i loro beta.

gli autori individuano, e provano, l'esistenza di una tendenza ricorrente, ovvero che le imprese con un maggior punteggio ESG tendono a generare un minor rendimento medio rispetto ad imprese con un punteggio minore. Per motivare tale ritrovamento elaborano due possibili spiegazioni, entrambe fondate sulla teoria economica ed alternativamente valide a giustificare il fenomeno. La prima, consiste nell'ipotesi secondo cui le caratteristiche ESG delle società riflettono le preferenze degli investitori, le quali non presentano correlazioni con rischio e rendimento. Ciò vuol dire, che in un mercato in cui gli "*investor tastes*" sono particolarmente rilevanti, tanto da deviare le scelte degli investitori verso società con valori maggiormente allineati ai propri, anche a costo di un minor rendimento, le emittenti che al contrario distano da tali valori dovranno necessariamente offrire un rendimento superiore per convincere tali soggetti a sceglierle. La seconda giustificazione, invece, poggia sulla teoria secondo cui il maggior rendimento è generato dalla presenza di un maggior rischio associato ad un minor punteggio ESG. In tal caso, il maggior rischio percepito dagli investitori nelle società poco sostenibili o, specularmente, il minor rischio in quelle con alte caratteristiche ESG, genera un aumento del rendimento richiesto per le prime e, contemporaneamente, una riduzione per le seconde.

Sulla base dei risultati ottenuti, i tre autori ritengono che la causa più probabile per la presenza di un premio ESG negativo risieda nella rilevanza degli "*investor tastes*" all'interno del processo di selezione dell'investimento, in quanto i beta utilizzati per l'individuazione della relazione tra rendimento e caratteristiche ESG risultano avere scarsa significatività rispetto all'effetto complessivo individuato. È però importante notare che, per quanto gli *investor tastes* possano essere rilevanti, questo elemento non esaurisce la spiegazione della relazione tra punteggio ESG e rendimento. Gli autori, infatti, sviluppano una ulteriore osservazione: andando ad individuare la correlazione tra i due beta del modello multifattoriale Fama-French, il Beta Small Minus Big (SMB) ed il Beta High Minus Low (HML), e le caratteristiche ESG delle società campione, ci si trova di fronte ad un risultato negativo. Per capire il significato di questo risultato bisogna prima approfondire il significato dei due fattori e della loro sensibilità., il fattore SMB rappresenta la differenza tra i rendimenti medi di tre portafoglio formati da imprese a bassa capitalizzazione e tre formati da imprese ad alta capitalizzazione, mentre il fattore HML rappresenta la differenza tra i rendimenti medi di due portafoglio formati da "*Value Firms*" (aventi un rapporto Book to Market superiore al settantesimo

percentile) e due formati da “*Growth Firms*” (con rapporto Book to Market inferiore al trentesimo percentile). Una rappresentazione visiva più chiara e intuitiva può essere fornita dal seguente schema:



Questo raffigura la classificazione delle emittenti, utilizzata come base per la creazione del modello classico Fama-French a tre fattori. La distinzione tra imprese grandi e piccole utilizza un solo criterio dimensionale, ovvero la loro Capitalizzazione, a tal fine si determina la media globale della popolazione considerata e si utilizza come separatore. Per quanto invece riguarda la distinzione tra *value* e *growth stocks* la questione si complica leggermente. Difatti, la differenza tra questi due tipi di emittenti consiste nel fatto che le prime, *value firms*, sono imprese che generalmente hanno raggiunto la fase di maturità e che dunque presentano una crescita più lenta e si configurano come investimenti di lungo periodo a basso rendimento (Microsoft ne è un classico esempio). Al contrario, le *growth firms* sono imprese tipicamente riconducibili ad una fase di vita più giovane e caratterizzate da una crescita ben più verticale, dal punto di vista di un investitore rappresentano strumenti finalizzati alla negoziazione di breve periodo ad alto rendimento. Per distinguere le due viene utilizzato il rapporto tra valore contabile e valore di mercato dell’equity, in quanto il valore di mercato è generalmente elevato nelle imprese per le quali si prevede una crescita veloce in quanto più contese tra gli investitori, B/M ridotto. Viceversa, le imprese a crescita lenta avranno un valore contabile più alto rispetto al valore di mercato e quindi un B/M più elevato. Infine, poiché non tutte le imprese sono caratterizzate da condizioni simili, il modello lascia spazio per una fascia neutrale che però non viene considerata nella valutazione. Sulla base delle precedenti distinzioni vengono creati i due fattori:

$$SMB = \frac{\sum \text{Rendimento Ptf Small Value} + \sum \text{Rendimento Ptf Small Neutral} + \sum \text{Rendimento Ptf Small Growth}}{3} - \frac{\sum \text{Rendimento Ptf Big Value} + \sum \text{Rendimento Ptf Big Neutral} + \sum \text{Rendimento Ptf Big Growth}}{3}$$

$$HML = \frac{\sum \text{Rendimento Ptf Small Value} + \sum \text{Rendimento Ptf Big Value}}{2} - \frac{\sum \text{Rendimento Ptf Small Growth} + \sum \text{Rendimento Ptf Big Growth}}{2}$$

Tornando alla correlazione negativa tra i fattori SMB, HML e l'indice di misurazione delle caratteristiche ESG, il significato di tale risultato dovrebbe essere ora più agevolmente intuibile. Questa relazione negativa simboleggia una proporzionalità inversa tra le due coppie di fattori, difatti, all'aumentare del punteggio ESG di una società, il rischio percepito dagli investitori si riduce. Ciò risulta particolarmente evidente per quelle emittenti caratterizzate da grandi dimensioni e che presentano un minor tasso di crescita (c.d. “*big value firms*”), in quanto rappresentano gli estremi dei due fattori SMB ed HML. Dunque, poiché le società con un alto punteggio ESG sono considerate meno rischiose dal mercato, è possibile intuire che l'esistenza di un maggior rischio sistematico per società meno sostenibili contribuisca ad aumentare il differenziale di rendimento tra queste e le emittenti più sostenibili, anche se tale contributo è minore rispetto a quello degli *investor tastes*. Le relazioni appena descritte possono essere approfondite analizzando la seguente tabella (Tabella 1), al cui interno sono riportate le sensibilità beta di ciascun fattore e la loro correlazione, nello specifico  $\beta_s$  rappresenta la sensibilità del fattore SMB, mentre  $\beta_h$  quella del fattore HML:

Panel A: Cross-Sectional Distributions													
	<i>lME</i>	<i>lBtM</i>	<i>Pro</i>	<i>Inv</i>	<i>lRet6</i>	<i>ESG</i>	$\hat{\beta}_{mk}$	$\hat{\beta}_s$	$\hat{\beta}_h$	$\hat{\beta}_r$	$\hat{\beta}_c$	$\hat{\beta}_w$	$\hat{\beta}_{ESG}$
Mean	0.867	-0.696	0.372	0.174	0.020	45.284	1.038	0.448	-0.012	-0.210	-0.191	-0.086	-0.034
St.dev.	1.605	0.864	0.787	0.603	0.283	16.210	0.451	0.793	1.046	1.315	1.347	0.526	1.336
10%	-1.139	-1.800	0.016	-0.129	-0.286	25.380	0.500	-0.433	-1.127	-1.737	-1.845	-0.681	-1.740
25%	-0.149	-1.194	0.134	-0.029	-0.101	33.230	0.753	-0.078	-0.542	-0.850	-0.880	-0.331	-0.987
50%	0.886	-0.619	0.258	0.064	0.039	43.080	1.012	0.350	-0.013	-0.111	-0.083	-0.046	-0.098
75%	1.905	-0.124	0.456	0.197	0.165	56.790	1.295	0.868	0.530	0.570	0.620	0.203	0.951
90%	2.890	0.278	0.843	0.437	0.307	68.850	1.602	1.467	1.165	1.253	1.294	0.471	1.661

Panel B: Correlations													
	<i>lME</i>	<i>lBtM</i>	<i>Pro</i>	<i>Inv</i>	<i>lRet6</i>	<i>ESG</i>	$\hat{\beta}_{mk}$	$\hat{\beta}_s$	$\hat{\beta}_h$	$\hat{\beta}_r$	$\hat{\beta}_c$	$\hat{\beta}_w$	$\hat{\beta}_{ESG}$
<i>lME</i>	1.000												
<i>lBtM</i>	-0.165	1.000											
<i>Pro</i>	0.132	-0.214	1.000										
<i>Inv</i>	-0.044	-0.103	-0.047	1.000									
<i>lRet6</i>	0.110	-0.026	0.008	-0.010	1.000								
<i>ESG</i>	0.184	-0.008	0.051	-0.061	0.003	1.000							
$\hat{\beta}_{mk}$	-0.092	0.035	-0.021	0.001	-0.055	0.018	1.000						
$\hat{\beta}_s$	-0.374	0.106	-0.112	0.028	-0.033	-0.103	0.269	1.000					
$\hat{\beta}_h$	0.002	0.249	0.062	-0.080	-0.028	-0.013	-0.032	0.066	1.000				
$\hat{\beta}_r$	0.076	0.068	0.017	-0.069	0.025	0.027	-0.003	0.087	0.384	1.000			
$\hat{\beta}_c$	0.006	-0.006	0.021	-0.097	0.024	0.032	0.136	0.064	-0.300	0.071	1.000		
$\hat{\beta}_w$	0.144	-0.160	-0.001	0.078	0.123	-0.006	-0.209	-0.172	0.023	0.026	-0.139	1.000	
$\hat{\beta}_{ESG}$	-0.111	-0.073	-0.043	0.015	0.033	-0.212	0.225	0.165	0.077	-0.033	0.129	-0.176	1.000

(Tabella 1) Descriptive Statistics for the Firm-Level Characteristics and the Estimated Betas. Ciciretti Rocco, Dalò Ambrogio, Dam Lammertjan, 2019. “The Contributions of Betas versus Characteristics”

## 2.2.2 Il ruolo dell'integrazione e dell'esclusione, il *Sustainable CAPM*

Lo stesso anno, un altro rilevante paper viene pubblicato, “*A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Green Investing and Sin Stock Exclusion*”<sup>46</sup>, a cura di Olivier David Zerbib. Nel quale si studia nuovamente la relazione tra caratteristiche ESG e rendimento, stavolta però indagando più specificamente sull'effetto generato dall'utilizzo delle strategie SRI di esclusione, o *negative screening*, e di integrazione ESG, *positive screening*. La ragione di questo focus risiede nel fatto che le due rappresentano, tra le sette strategie globalmente riconosciute, quelle più utilizzate in assoluto, dunque le più idonee a generare effetti considerevoli su prezzi e rendimenti degli asset sostenibili. La prima ha detenuto il primo posto fino al 2019 con un rilevante stacco, mentre la seconda è subentrata nel 2020 dopo diversi anni di straordinaria crescita. Per definirle in maniera estremamente riassuntiva, in quanto più avanti nell'elaborato si approfondiranno le singole strategie: il *negative* o *exclusionary screening* consiste nell'esclusione di determinati settori, società, paesi o altri emittenti da un fondo o portafoglio, sulla base di attività considerate non investibili, i criteri di esclusione possono riferirsi a qualunque aspetto della società, come determinate categorie di prodotto, politiche, pratiche o controversie<sup>47</sup>; mentre il *positive screening* consiste nell'inclusione sistematica ed esplicita, da parte dei gestori degli investimenti, di fattori ambientali, sociali e di governance nell'analisi finanziaria<sup>49</sup>, in pratica allocando il capitale tramite di criteri di ponderazione basati sul rating ESG.

L'autore, Olivier Zerbib, introduce un innovativo Capital Asset Pricing Model (CAPM), ispirandosi al modello Fama-French già analizzato, per integrare nel calcolo del rendimento atteso le due pratiche dell'investimento sostenibile<sup>48</sup>. A tal fine, concepisce due classi di premi, una prima necessaria all'integrazione degli investor tastes, cui appartengono due premi (*direct* e *indirect taste premium*), e la seconda per tenere in considerazione l'effetto dell'esclusione dei *sin stocks*, che allo stesso modo contiene due differenti premi (*exclusion-asset* ed *exclusion-market premium*). I “*taste premia*” si

---

<sup>46</sup> Zerbib David Olivier, 2019. “*A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Green Investing and Sin Stock Exclusion*”. Consultabile presso [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com)

<sup>47</sup> “*Global Sustainable Investment Review 2020*”. A cura di RBC Global Asset Management e Robeco. Consultabile presso il sito di [GSI Alliance](http://GSIAlliance.com)

<sup>48</sup> Per comprendere appieno il modello bisogna tenere in considerazione almeno due delle assunzioni alla base del modello: (Assumption 3) la platea di investitori può essere suddivisa in investitori standard, “*integrators*” ed “*excluders*”, di conseguenza il mercato contiene due tipi di asset, gli “*excluded assets*”, ovvero quelli esclusi dai secondi, gli investitori che utilizzano il *negative screening*, e gli “*investibles assets*”, quelli non esclusi; (Assumption 4) gli investitori hanno preferenze basate sulla logica di media-varianza, ma gli *integrators* hanno preferenze specifiche e sono disposti a tollerare le esternalità derivanti dal possesso di un asset in proporzione a quanto questo si avvicina alle proprie preferenze.

materializzano in funzione dell'intensità di tre effetti, generati appunto dalle preferenze degli investitori. I primi due vengono quantificati all'interno del *direct taste premium* e sono concatenati tra loro da un rapporto di consequenzialità, in quanto il secondo si manifesta come risultato del primo. Innanzitutto, bisogna tenere in considerazione l'effetto generato dalla volontà di un investitore "integrator"<sup>49</sup> di detenere un asset per il quale ha una preferenza, nonostante il rischio di dover sostenere il costo di eventuali esternalità inattese. Maggiore è questo costo e più grande sarà il premio necessario ad incentivare gli investitori ad acquistare tali asset. Allo stesso tempo, al crescere della vicinanza tra caratteristiche dell'asset e *tastes* dell'investitore e quest'ultimo sarà disposto a sopportare il costo delle esternalità. Come conseguenza, bisognerà poi considerare l'effetto generato sul rendimento atteso del mercato. Il costo delle esternalità viene computato nel calcolo del premio per il rischio del c.d. "investable market"<sup>50</sup>, in quanto contribuisce ad aumentare o diminuire il premio necessario a persuadere le scelte di investimento degli attori, relativamente a qualsiasi asset disponibile. L'effetto viene computato sottraendo (se positivo) o aggiungendo tale costo al rendimento di mercato, in proporzione alla percentuale di capitale totale rappresentata dagli "integrators".

Per avere una visione più chiara dei due effetti si riporta un caso limite proposto dall'autore Olivier Zerbib nel suo studio. Egli ipotizza una situazione di mercato nella quale la platea degli investitori è rappresentata solamente da investitori *integrators* e investitori privi di preferenze, in assenza di *excluders*, ne consegue che  $q$  (la percentuale di investimenti considerati esclusi) è pari a 0 e l'*investible market* corrisponde all'intero mercato. In una situazione tale si può isolare l'effetto generato dalla sola strategia di integrazione ESG sul rendimento di un portafoglio  $k$ , rappresentato dalla seguente relazione:

$$E(r_k) = \beta_{km} (E(r_m) - p_i c_m) + p_i c_k$$

$$\text{Taste effect for investable asset } I_k = \underbrace{p_i c_{I_k}}_{\text{Direct taste premium}} - \underbrace{\beta_{I_k m_I} p_i c_{m_I}}_{\text{Market effect}}$$

Dove:  $p_i$  rappresenta la percentuale di investitori che utilizzano la strategia di integrazione, rispetto al totale della platea degli investitori;  $r_m$  definisce gli *excess returns* di mercato, ovvero il rendimento di

<sup>49</sup> "Integrator" in quanto questo utilizzatore della strategia della ESG integration, ne segue che l'investitore "excluder" rappresenterà coloro che utilizzano la strategia della exclusion/negative screening

<sup>50</sup> L'*investable market* costituisce quella parte di mercato composta dagli asset non esclusi dal negative screening

mercato al netto del tasso risk-free ;  $c_k$  descrive il costo delle esternalità percepito dall'investitore nei confronti del portafoglio di titoli  $k$ ; infine  $c_m$  esprime il costo medio ponderato delle esternalità di mercato, computato nel premio di rischio di mercato in virtù del secondo effetto pocanzi descritto.

Per quanto invece riguarda il terzo effetto, questo viene quantificato all'interno dell'*indirect taste premium* ed è rappresentato dall'effetto incrociato degli investor tastes sugli asset esclusi. Come già anticipato, l'investitore *integrator*, sulla base della vicinanza tra le caratteristiche di un asset e le proprie preferenze, è disposto a sopportare maggiormente il costo delle esternalità relative agli asset che più le rappresentano. Specularmente, tende ad essere meno tollerante verso quegli asset distanti dai propri *tastes*, in particolar modo verso quelli esclusi dagli investitori *excluder*, i quali rappresentano l'estremo opposto nello spettro degli investimenti disponibili. Ciò chiaramente genera un effetto rilevante anche su quest'ultimo tipo di asset.

Passando invece ai due *exclusion premia*, come anticipato, questi influiscono sul rendimento atteso degli asset esclusi, ma finiscono con l'influenzare anche i rendimenti degli *investable assets* a causa di un effetto secondario. I due premi sono rappresentati dall'*exclusion-asset premium* e dall'*exclusion-market premium* e sono strutturati in maniera simile. L'autore, nel costruire il primo, fa riferimento alla teoria del *super risk premium* proposta da Vihang Errunza ed Etienne Losq, da loro applicata con lo scopo di valutare degli asset in mercati parzialmente segmentati<sup>51</sup>, nel loro studio del 1989: "Capital Flow Controls, International Asset Pricing, and Investors' Welfare: A Multi-Country Framework". All'interno del suddetto studio si prendeva in considerazione una struttura di mercato caratterizzata dall'esistenza di un *core market* (mercato domestico), costituito da titoli acquistabili da qualsiasi investitore indipendentemente dalla sua nazionalità, e di un *peripheral market*, costituito invece da diversi segmenti (mercati esteri), all'interno del quale ciascun investitore poteva negoziare solamente in un segmento. Il *super risk premia* consisteva nel premio aggiuntivo che le *peripheral securities* avrebbero dovuto provvedere per convincere gli investitori attivi sul *core market* ad investire in uno dei segmenti periferici, vista la conseguente impossibilità di realizzare una perfetta diversificazione. Lo stesso premio può essere applicato al mercato teorizzato da Zerbib, in quanto l'*exclusion-asset*

---

<sup>51</sup> Il concetto di segmentazione parziale corrisponde ad una condizione di mercato all'interno della quale sono presenti diverse classi di investitori e di asset. Solo determinate classi di investitori hanno accesso alla totalità degli asset, alcune classi di asset sono invece escluse o limitate a determinati investitori. Nel caso studiato da Errunza e Losq il mercato parzialmente segmentato era rappresentato dal mercato internazionale, mentre per il paper in esame si può far riferimento alla nota 50 in cui la casistica viene descritta nella Assumption 3

*premium* rappresenta proprio il premio aggiuntivo necessario a convincere gli investitori *excluser* ed *integrator* ad allocare il proprio capitale negli asset esclusi.

Anche nella costruzione dell'*exclusion-market premium* l'autore fa riferimento ad una teoria preesistente, ovvero la *local segmentation variable* individuata da Frank de Jong e Frans Adrianus de Roon all'interno del loro paper "*Time-Varying Market Integration And Expected Returns In Emerging Markets*"<sup>52</sup>. Il paper in questione studia un ipotetico modello di mercato molto simile a quello appena visto e analizza la relazione presente tra il rendimento atteso dei mercati emergenti e le loro caratteristiche di segmentazione. La conclusione cui giungono i due autori è rappresentata dalla presenza di un rendimento atteso superiore nei mercati emergenti, all'interno dei quali sono presenti barriere alla libertà di investimento, rispetto a quelli più sviluppati, grandi e privi di barriere. Essi riconducono tale effetto alla variabile di segmentazione, intesa come il premio necessario a convincere gli investitori locali, i quali rappresentano gli unici soggetti che possono detenere questi asset, a preferire l'investimento nel mercato emergente piuttosto che in quelli più sviluppati. Gli autori inoltre individuano una ulteriore relazione, la presenza delle *trading restrictions* può infatti generare un effetto secondario, che può influenzare il rendimento atteso degli asset degli altri mercati anche in modo significativo, se la correlazione tra questi mercati è sufficientemente alta. Anche in questo caso, il suddetto premio è applicabile al modello ideato da Zerbib, l'*excluder-market premium* rappresenta infatti l'effetto collaterale subito dall'*investable market* a causa dalla presenza di un *excluded market* con rendimento maggiore. Difatti, proprio come nel modello di De Jong e De Roon, viene espresso in proporzione alla correlazione tra i due mercati.

Olivier Zerbib, modifica la formula di entrambi i premi, inserendovi le variabili concernenti il suo mercato teorico ed individua i due *exclusion premia* come la differenza tra un "*non-excluder effect*" ed un "*excluder effect*":

$$\gamma \frac{p_e}{1-p_e} q \text{Cov}(r_k, r_{m_X} | r_I) = \underbrace{\gamma \frac{p_e}{1-p_e} q \text{Cov}(r_k, r_{m_X})}_{\text{Non-excluder effect}} - \underbrace{\gamma \frac{p_e}{1-p_e} q \text{Cov}(\mathbb{E}(r_k | r_I), \mathbb{E}(r_{m_X} | r_I))}_{\text{Excluder effect}}$$

$$\gamma q \text{Cov}(r_k, r_{m_X} | r_{m_I}) = \underbrace{\gamma q \text{Cov}(r_k, r_{m_X})}_{\text{Non-excluder effect}} - \underbrace{\gamma q \text{Cov}(\mathbb{E}(r_k | r_{m_I}), \mathbb{E}(r_{m_X} | r_{m_I}))}_{\text{Excluder effect}}$$

<sup>52</sup> De Jong Frank, De Roon Frans A., 2001. "*Time-Varying Market Integration and Expected Returns in Emerging Markets*". Consultabile presso il sito Center for Economic Policy Research ([cepr.org](http://cepr.org))

Dove:  $\gamma$  descrive l'avversione al rischio degli investitori;  $r_k$  rappresenta il rendimento del titolo o del portafoglio  $k$ ;  $r_{m_x}$  il rendimento dell'*excluded market*;  $r_{m_I}$  il rendimento dell'*investable market*; ed  $r_I$  gli *excess returns* del mercato investibile.

I due effetti sono basati su un ragionamento piuttosto semplice. Il *non-excluder effect* rappresenta il compenso per gli investitori *regular* e *integrator*, i quali, per diversificare perfettamente il proprio portafoglio, si trovano costretti a detenere un numero di asset esclusi. Di conseguenza, nel selezionare i titoli *investible* da detenere prediligono i meno correlati al portafoglio di mercato escluso, in modo tale da potersi coprire efficacemente con i titoli appartenenti a quest'ultimo. Questi investitori, dunque, necessitano di un premio più alto in proporzione alla correlazione, espressa nella covarianza, tra un titolo ed il portafoglio di mercato escluso. L'*excluder effect*, invece, rappresenta il compenso per gli *excluder*, i quali, non potendo detenere asset esclusi, devono accontentarsi di una diversificazione minore e cercano di replicare il portafoglio di *investable assets* più correlato possibile a quello ideale inclusivo dagli *excluded*. In questo caso il ragionamento è opposto a quello fatto per i *regular* e gli *integrator* ed il premio richiesto dagli *excluder* è inversamente proporzionale alla correlazione.

Anche in questo caso, al fine di favorire una visione più chiara dei due effetti, si riporta un caso limite proposto dall'autore. Nel paper si ipotizza una situazione di mercato caratterizzata dalla presenza di una platea di investitori interamente popolata da soggetti privi di preferenze e da *excluders*, aventi preferenze simili ai primi, dunque in assenza di *integrators*. Contrariamente al precedente caso,  $q$  (la percentuale di investimenti considerati esclusi) sarà maggiore di 0, mentre  $p_i$ , come anche i *taste premia*, saranno pari a 0. In una situazione tale si può isolare l'effetto generato dalla sola strategia di negative screening sul rendimento degli *investable assets*:

$$E(r_{I_k}) = \beta_{I_k m_I} E(r_{m_I}) + \gamma q \text{Cov}(r_{I_k}, r_{m_x} | r_{m_I})$$

E sul rendimento degli *excluded assets*:

$$E(r_{X_k}) = \beta_{X_k m_I} E(r_{m_I}) + \gamma \frac{p_e}{1 - p_e} q \text{Cov}(r_{X_k}, r_{m_x} | r_{m_I}) + \gamma q \text{Cov}(r_{X_k}, r_{m_x} | r_{m_I})$$

Combinando il Capital Asset Pricing Model, i *taste premia* e gli *exclusion premia*, Olivier Zerbib costruisce il suo modello, il S-CAPM. Tramite questo innovativo strumento riesce a definire l'*excess return* di ogni asset k, sia che esso appartenga all'universo degli investimenti investibili che a quello degli esclusi, come:

$$\mathbb{E}(r_k) = \beta_{km_I} (\mathbb{E}(r_{m_I}) - p_i c_{m_I}) + \underbrace{\frac{p_i}{1-p_e} c_k - \frac{p_i p_e}{1-p_e} B_{kI} C_I}_{Taste\ premia} + \underbrace{\gamma \frac{p_e}{1-p_e} q \text{Cov}(r_k, r_{m_X} | r_I) + \gamma q \text{Cov}(r_k, r_{m_X} | r_{m_I})}_{Exclusion\ premia}$$

Basandosi su questo modello di valutazione, l'autore analizza una grande quantità di informazioni sui titoli del mercato americano, recuperate tramite la selezione di un numero di green funds statunitensi e l'analisi della *history* di investimenti da essi effettuati tra il 2007 ed il 2019. Stima in questo modo la presenza di un *exclusion premium* medio annuo pari ad 1,43%, composto principalmente dalla componente di *exclusion-asset* in quanto l'*exclusion-market effect* è trascurabile, e di un *taste premium* annuo medio oscillante all'interno di un range che va da -1,12% a +0,14%, a seconda del settore di riferimento e della rilevanza dell'impatto della transizione ecologica su questi ultimi, anche in questo caso una delle due componenti si rivela trascurabile in quanto il *direct taste effect* rappresenta quasi integralmente la cifra riportata. A tal proposito, si rivela particolarmente significativo il differenziale di premio tra le varie industrie, generato dalle preferenze degli investitori sostenibili e dalla propria selezione sulla base delle caratteristiche ESG. Ad esempio, la tabella relativa al *taste premium* costruita da Zerbib (Tabella 2), mostra che l'utilizzo della strategia di integrazione ESG determina un significativo differenziale di rendimento tra l'industria petrolifera e quella delle apparecchiature elettroniche, pari allo 0,5%. Tramite questa tabella è anche possibile notare come l'effetto del premio appaia più rilevante nei confronti delle società sostenibili, in termini di minor rendimento che possono permettersi di avere in quanto rispecchiano i *tastes* degli investitori, rispetto a quello generato nei confronti delle imprese non sostenibili, che al contrario rappresenta una maggiorazione necessaria a convincere gli investitori a detenere i propri titoli.

Industry name	Annual taste effect (in %)
Defense	0.14
Aircraft	0.12
Coal	0.12
Printing and publishing	0.1
Precious metals	0.1
Non-metallic and industrial metal mining	0.09
Agriculture	0.07
Entertainment	0.07
Personal services	0.07
Cand & Soda	0.06
Petroleum and natural gas	0.06
Communication	0.06
Trading	0.06
Retail	0.05
Banking	0.05
Pharmaceutical products	0.04
Meals	0.04
Insurance	0.04
Clothes apparel	0.03
Chemicals	0.03
Steel works	0.03
Real estate	0.03
Recreation	0.02
Transportation	0.02
Business services	0.01
Computers	0.01
Automobiles and trucks	0
Shipping containers	0
Consumer Goods	-0.02
Fabricated products	-0.02
Healthcare	-0.03
Food products	-0.04
Medical equipment	-0.04
Rubber and plastic products	-0.05
Textiles	-0.05
Chips	-0.06
Shipbuilding & Railroad equipment	-0.07
Wholesale	-0.09
Utilities	-0.1
Business supplies	-0.1
Machinery	-0.13
Construction materials	-0.37
Construction	-0.37
Measuring and control equipment	-0.43
Electrical equipment	-0.44
Other	-1.12

(Tabella 2) **Descriptive Statistics for the Firm-Level Characteristics and the Estimated Betas.** Olivier David Zerbib, 2020. “A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Green Investing and Sin Stock Exclusion”

### 2.2.3 Un modello di equilibrio per il mercato ESG

I precedenti studi vengono confermati da un ulteriore paper, rilasciato nel 2020 da Lubos Pastor, Robert F. Stambaugh e Lucian A. Taylor, intitolato “*Sustainable Investing in Equilibrium*”<sup>53</sup>. Gli autori indagano a loro volta sulla relazione tra *investor tastes* e rendimenti dei “*green assets*”, ma, a differenza dei precedenti, studiano il fenomeno da un punto di vista di equilibrio, andando a teorizzare e successivamente provare empiricamente, tramite un secondo paper “*Dissecting Green Returns*”, un modello in grado di spiegare l’equilibrio di mercato generato da tale circostanza. Pastor, Stambaugh e Taylor svolgono la propria analisi dando per assodata l’esistenza della relazione di proporzionalità inversa tra punteggio ESG e rendimenti, e del suo legame con le preferenze degli investitori. Incominciano presentando delle riflessioni sul funzionamento di questo meccanismo, in modo tale da predisporre le fondamenta teoriche su cui costruire l’intero modello.

L’ipotesi di base è rappresentata dal fatto che gli asset più “verdi” possiedono un rendimento minore e che tale riduzione sia giustificata sostanzialmente da due ragioni, le stesse già analizzate nelle pagine precedenti, in sede di analisi del paper “*The Contributions of Betas versus Characteristics*”. Molto sinteticamente: gli investitori possiedono i cosiddetti *green tastes*, e dunque ottengono una utilità ulteriore ed indipendente dal rendimento nel detenere tali titoli, ed i green asset sono utili nel coprirsi dal *climate risk*, difatti questi performano relativamente bene quando si diffondono notizie negative riguardanti il cambiamento climatico. Come già anticipato questo tipo di rischio non è l’unico per il quale gli asset verdi forniscono copertura, è però quello cui si fa maggiormente attenzione all’interno del suddetto elaborato in quanto risulta essere il più impattante sia sulle performance che sull’equilibrio di lungo termine. Difatti gli autori notano che, proprio grazie a questa loro caratteristica, nonostante il minor rendimento atteso, i green asset possono performare meglio del mercato e introducono un fattore chiamato “*ESG factor*”, al fine di individuare quando ciò accada e quanto influisca sul rendimento di tali titoli. Per quanto invece riguarda l’utilità percepita dai *green investors* nel detenere asset di una società socialmente responsabile, all’interno del paper viene sviluppata un’altra importante intuizione. Questi *agents* ottengono sempre un “*investor surplus*”, che si manifesta in quanto essi rinunciano ad una quantità di rendimento minore rispetto a quanto sono realmente disposti a privarsi pur di detenere asset per i quali hanno un “*taste*”. Le conclusioni cui gli autori

---

<sup>53</sup> Pastor Lubos, Stambaugh Robert e Taylor Lucian, 2020. “*Sustainable Investing in Equilibrium*”. Consultabile presso [papers.ssrn.com](https://papers.ssrn.com)

arrivano tramite l'analisi svolta riguardano due argomenti particolarmente rilevanti dal punto di vista valutativo del futuro del mercato SRI, nello specifico: dimostrano che l'investimento sostenibile genera nel lungo termine un reale impatto sociale positivo e che le dimensioni dell'industria ESG dipendono da ciò che loro chiamano dispersione delle preferenze ESG. Entrambe verranno approfondite più avanti.

Nel modello proposto dal paper, il mercato si costituisce di imprese che differiscono in termini di responsabilità sociale di impresa. È possibile immaginarlo come un gradiente, nel quale un estremo è rappresentato dal colore verde (rappresentativo dell'impresa in assoluto più "green"), quello opposto dal marrone (l'impresa in assoluto più "brown"<sup>54</sup>) e tra i due sono presenti un'infinità di sfumature. Le società più tendenti al verde producono esternalità positive per la società, come ad esempio pulire l'ambiente, mentre quelle tendenti al marrone ne producono di negative, come inquinare l'ambiente, in proporzione alla saturazione del proprio colore, rispettivamente verde e marrone su questa scala. Al fine di collocare una impresa all'interno di questo spettro, gli autori utilizzano un indicatore, che è possibile paragonare ad una sorta di punteggio ESG, chiamato  $g_n$ . Questo misura il livello di "greenness" di una impresa  $n$ , se maggiore di zero l'impresa descritta sarebbe una di quelle in grado di generare un impatto sociale positivo e quindi si collocherebbe nella sezione "green" del mercato, al contrario, qualora  $g_n$  fosse negativo, l'impresa  $n$  sarebbe generatrice di esternalità negative; dunque, apparterrebbe al reame delle emittenti "brown". Lo stesso ragionamento viene applicato alla platea di investitori. È possibile immaginare lo stesso gradiente descritto per le imprese, ma in questo caso gli estremi sono rappresentati da una parte da un investitore che svolge la propria attività di allocazione solo ed unicamente per supportare le imprese sostenibili e per generare un impatto sociale positivo, mentre dall'altra parte un investitore indifferente le cui scelte sono totalmente indipendenti dal grado di sostenibilità o di inquinamento delle emittenti. Di conseguenza, gli autori introducono un secondo indicatore,  $d_i$ , al fine di misurare quanto ad un investitore  $i$  importa dei criteri ESG. In questo caso, un  $d_i > 0$  indica che un investitore ritiene importante la sostenibilità di una impresa, di conseguenza otterrà utilità nel detenere imprese green nel proprio portafoglio, proporzionalmente ad entrambi gli indicatori  $d_i$  e  $g_n$ , e viceversa disutilità nel detenere imprese brown. Nel caso in cui  $d_i = 0$ , invece, si denota totale indifferenza da parte dell'investitore nei confronti della corporate social

---

<sup>54</sup> All'interno del paper, oramai anche nel linguaggio comune, il colore marrone viene utilizzato in contrapposizione al verde, per indicare le imprese non socialmente responsabili

responsibility; dunque, egli non otterrà né utilità né disutilità in entrambe i casi, di conseguenza, la scelta si baserà puramente sul rendimento atteso degli asset.

Entrando più nello specifico, il modello viene introdotto presentando alcune *assumption*. Innanzitutto, gli autori assumono che gli *excess returns* ( $\tilde{r}$ ) degli asset, quindi i rendimenti al netto del tasso privo di rischio, seguano una distribuzione normale, espressa dalla seguente equazione:

$$\tilde{r} = \mu + \tilde{\varepsilon} \quad \text{Dove: } \tilde{\varepsilon} \sim N(0, \Sigma)$$

Ciò vuol dire che la componente fissa  $\mu$ , valida per tutte le imprese, rappresenta il rendimento in eccesso determinato tramite l'equilibrio di mercato, mentre la componente variabile  $\tilde{\varepsilon}$  viene determinata per la specifica impresa, con distribuzione normale. Una seconda *assumption* viene poi concepita per spiegare l'utilità percepita dagli investitori sostenibili, questa viene formulata come funzione esponenziale negativa, il cui esponente, anch'esso negativo, è composto da una componente finanziaria ed una non finanziaria. La prima componente dipende dalla ricchezza dell'*agent*, in inglese wealth ( $\tilde{W}_{1i}$ ), questa rappresenta il capitale disponibile dell'investitore  $i$  al tempo 1, ed è ricavata partendo dalla sua ricchezza all'anno zero cui vengono capitalizzati i rendimenti di un ipotetico portafoglio formato da  $n$  titoli rischiosi e privi di rischio:

$$\tilde{W}_{1i} = \tilde{W}_{0i}(1 + r_f + X'_i \tilde{r})$$

$X'_i$  rappresenta invece la frazione di capitale investito in asset rischiosi. La componente finanziaria dipende poi anche dal livello di avversione al rischio, nello specifico gli autori fanno riferimento all'*absolute risk aversion*  $A(W)$ , un indicatore costruito sulla curva di utilità di un investitore avverso al rischio, che misura la reazione, in termini di variazione dell'utilità e quindi di avversione, a mutazioni della ricchezza dell'investitore. Nel modello si ipotizza uno scenario *CARA*, *constant absolute risk aversion*, ciò si verifica quando la derivata prima del suddetto indicatore risulta essere pari a 0, e rappresenta una situazione secondo cui all'aumentare della ricchezza l'investitore detiene lo stesso ammontare di asset rischiosi. Per quanto invece riguarda la componente non finanziaria, questa risulta essere meno standard rispetto alla prima, in quanto costruita sulla base di quanto detto nel precedente paragrafo. Questa seconda componente dipende dunque da quanto gli investitori tengono alla sostenibilità, espresso dal fattore  $d_i$ , e dalla *greenness* del proprio portafoglio, espressa dal fattore  $g_n$  e dalla quantità di ricchezza in esso investita. Il risultato di questa unione sarà:

$$\text{Nonfinancial Component} = d_i(g'X_i)$$

Dove  $d_i g_n$  rappresenta il benefit non pecuniario ottenuto dall'investitore  $i$  nel detenere titoli della società  $n$ , chiamato *benefit vector* all'interno del modello:

$$b_i = d_i g$$

Analizzate tutte le componenti è possibile avere un'immagine più chiara della derivazione dell'utilità dell'investitore, descritta dalla seguente formula:

$$V(\tilde{W}_{1i}, X_i) = -e^{-A_i \tilde{W}_{1i} - b_i' X_i}$$

Esposte le *assumptions* di base, gli autori entrano nel vivo dell'analisi integrandole ai metodi di determinazione dei rendimenti attesi di equilibrio. A tal fine incominciano con l'individuare la componente di equilibrio del rendimento in eccesso,  $\mu$ , ovvero l'*equity premium*. Come nel caso dell'utilità, anche qui ci si trova di fronte a due componenti, una finanziaria ed una non finanziaria. La prima è composta dalla *relative risk aversion*, un indicatore molto simile alla già vista *absolute risk aversion*, ma con la differenza che prende a riferimento solo una frazione della ricchezza degli investitori al fine di renderli confrontabili, e dalla varianza del rendimento di mercato, che invece rappresenta un indicatore di incertezza, in quanto indica la frequenza ed intensità delle variazioni del rendimento di mercato. La seconda componente, invece, rappresenta il premio negativo generato dagli *investor tastes*. Essa dipende dalla *greenness* complessiva del mercato, ottenuta tramite il prodotto dei due vettori *ESG score* ( $g$ ) e *market portfolio weights* ( $w_m$ ), e da un termine negativo che rappresenta l'importanza media della sostenibilità per tutti gli *agents*, proporzionata alla loro avversione relativa. La formula è la seguente:

$$\mu_m = a \sigma_m^2 - \frac{\bar{d}}{a} w_m' g$$

Il secondo termine è negativo in quanto rispecchia una intuizione degli autori, ovvero, se gli investitori tengono molto alle performance esg, dunque  $\bar{d}$  è alto, ed il mercato è sufficientemente sostenibile,  $w_m' g$  alto, allora gli *agents* non necessiterebbero dello stesso rendimento previsto in una situazione in cui le suddette condizioni non sono soddisfatte. In pratica questa relazione implica che al crescere della *greenness* del mercato, gli alti ESG *tastes* riducano l'*equity premium*; al contrario, se il mercato si rivelasse *brown* ( $w_m' g < 0$ ) gli stessi *tastes* richiederebbero una compensazione maggiore per la

sua *brownness* aumentando così il premio. Nel caso limite in cui il mercato fosse totalmente neutrale ( $w'_m g = 0$ ) i rendimenti in eccesso di mercato non subirebbero alcun effetto.

Applicando le stesse deduzioni a livello microeconomico, dunque al modello CAPM, gli autori vanno ad analizzare gli effetti di questo meccanismo a livello di singola impresa. Gli *expected excess returns*, in questo caso, vengono stimati tramite l'utilizzo dell'equity premium appena affrontato e del beta di mercato, i quali concorrono a formare la componente standard dei rendimenti in eccesso del CAPM. Questa componente viene poi corretta introducendo lo stesso fattore non finanziario utilizzato nel calcolo dell'equity premium, privo però del termine  $w'_m$  in quanto si considera la singola impresa. Dunque, secondo questo modello gli *expected excess returns* di equilibrio sono definiti come:

$$\mu = \mu_m \beta_m - \frac{\bar{d}}{a} g_n$$

Questo significa che finché la massa di investitori che tengono alla sostenibilità è superiore allo zero,  $\bar{d}$  risulterà positivo, e di conseguenza i rendimenti in eccesso saranno influenzati dalle caratteristiche ESG. Per questo motivo, in questa equazione, la componente non finanziaria rappresenta l'alfa del CAPM, ossia la variazione del rendimento della singola impresa rispetto a quello stimato con il modello classico. Ciò rispetta quanto già anticipato dalle *assumptions*, secondo cui le imprese *green* possiedono un alfa CAPM negativo, mentre nelle imprese *brown* questo è positivo. Tale osservazione è importante, sia dal punto di vista valutativo esterno che dal punto di vista interno, difatti, l'alfa ha delle implicazioni rilevanti in termini di *corporate finance* in quanto il rendimento atteso è uno dei fattori principali nel calcolo del *cost of capital*<sup>55</sup>, che, tra le sue molteplici applicazioni, rappresenta il tasso di sconto utilizzato dall'impresa per la valutazione dei progetti. In tal senso, la diretta conseguenza di un costo del capitale minore, e dunque di un tasso di sconto minore, consiste nell'aumento del valore attuale e del valore attuale netto risultanti dalla valutazione dei progetti, ciò produce un maggior incentivo per le imprese *green* ad avviare il progetto e dunque ad investire. Lo stesso ragionamento, ma inverso, vale per le emittenti *brown*, che saranno invece disincentivate. Questo meccanismo risulta dunque essere in linea con quanto detto in precedenza.

---

<sup>55</sup> Con *cost of capital* si intende il *Weighted Average Cost of Capital*, anche conosciuto come *WACC*. Esso rappresenta la media ponderata tra il *cost of debt*, il tasso di interesse sui debiti sociali, ed il *cost of equity*, il rendimento atteso definito dal CAPM.

Gli autori poi, nell'esplorare il rendimento atteso a livello di singolo agent, individuano un altro effetto particolarmente significativo. Stimano che il rendimento del portafoglio generico dell'investitore  $i$  è, anche in questo caso, dipendente da una componente finanziaria ed una non finanziaria. La prima è rappresentata dall'*equity premium* mentre la seconda è negativa ed è composta da un fattore specifico del singolo investitore,  $\delta_i$ , ed uno più generico contenente elementi caratteristici del mercato e del portafoglio. L'equazione è la seguente:

$$E(\tilde{r}_i) = \mu_m - \delta_i \left( \frac{\bar{d}}{a^3} g' \Sigma^{-1} g \right)$$

Il primo dei due fattori appena descritti,  $\delta_i$ , rappresenta la differenza tra l'attenzione dell'*agent i* alle caratteristiche ESG e quella media del mercato ( $\delta_i = d_i - \bar{d}$ ). Tralasciando il secondo fattore, più complesso, per la cui derivazione si rimanda all'appendice dell'elaborato sotto analisi, ciò che è possibile dedurre dalla equazione appena citata è che ad un aumento dell'importanza data dall'investitore alla sostenibilità corrisponde una diminuzione del rendimento del suo portafoglio, e questo accade a causa di un *tilt effect*. I tre autori, infatti, notano che un soggetto che tiene molto alla sostenibilità, inclinerà il proprio portafoglio verso i *green asset*. Questo *tilt effect* o *ESG tilt* viene descritto nel paper dalla relazione che spiega i criteri di allocazione degli investitori, secondo cui:

$$X_i = w_m + \frac{\delta_i}{a^2} \Sigma^{-1} g$$

L'allocazione della ricchezza dell'investitore  $i$  dipende dunque dai *market portfolio weights* ( $w_m$ ) sommati all'*ESG tilt*, che a sua volta è proporzionale a  $\delta_i$ . Sulla base di questa relazione, Pastor, Stambaugh e Taylor ritengono che l'*agent* definisca il proprio portafoglio sulla base del criterio di *three-fund separation*<sup>56</sup>, secondo cui ciascun investitore costruisce il proprio portafoglio ottimale combinando *riskless assets*, il *market portfolio*<sup>57</sup> ( $w_m$ ) ed un *ESG portfolio* ( $\Sigma^{-1} g$ ). Inoltre, ritengono che quest'ultimo componente possa essere inclinato ("*tilted*") verso i *green asset*, nel caso in cui

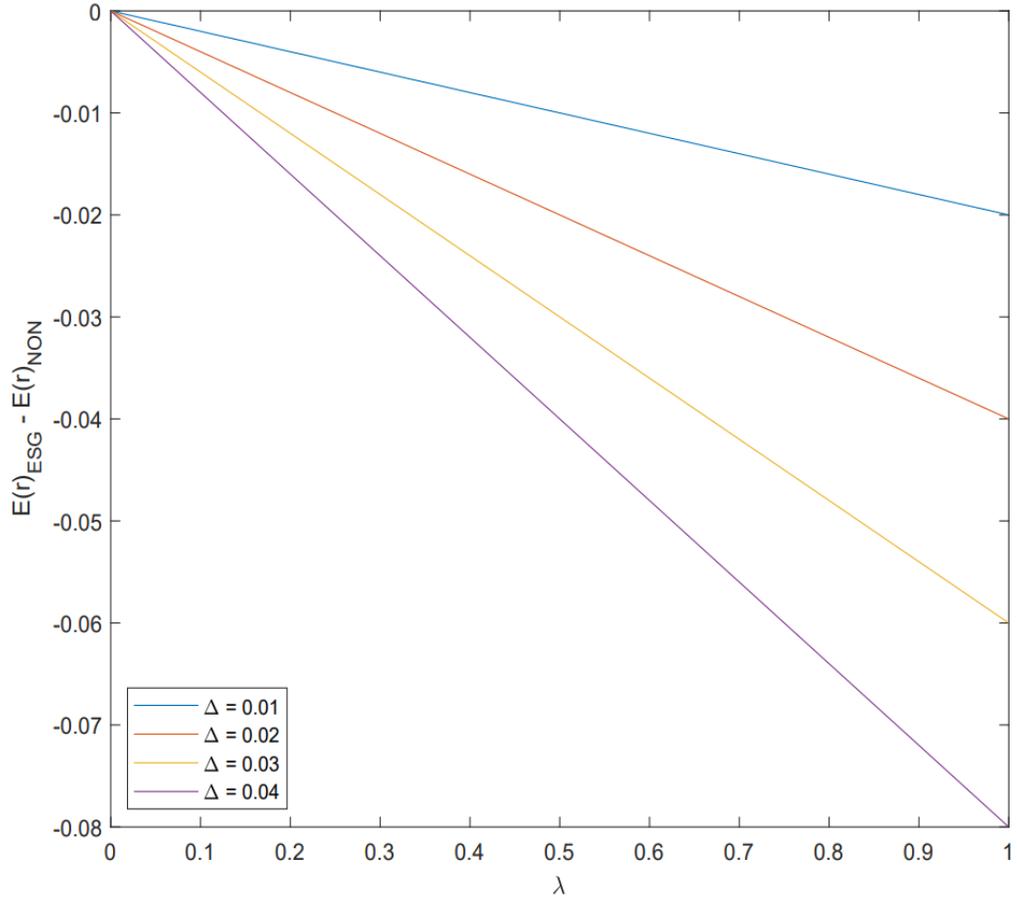
---

<sup>56</sup> Sebbene differente da quello trattato in questa sede, il *three-fund separation theorem* viene originariamente formulato da John R. Birge ed L. Chavez-Bedoya, sulla base del *two-fund theorem* di James Tobin. Esso si basa sulla teoria secondo cui qualsiasi investitore potesse costruire un portafoglio ottimale allocando il proprio capitale tra tre mutual funds diversi in seguendo specifici criteri di allocazione.

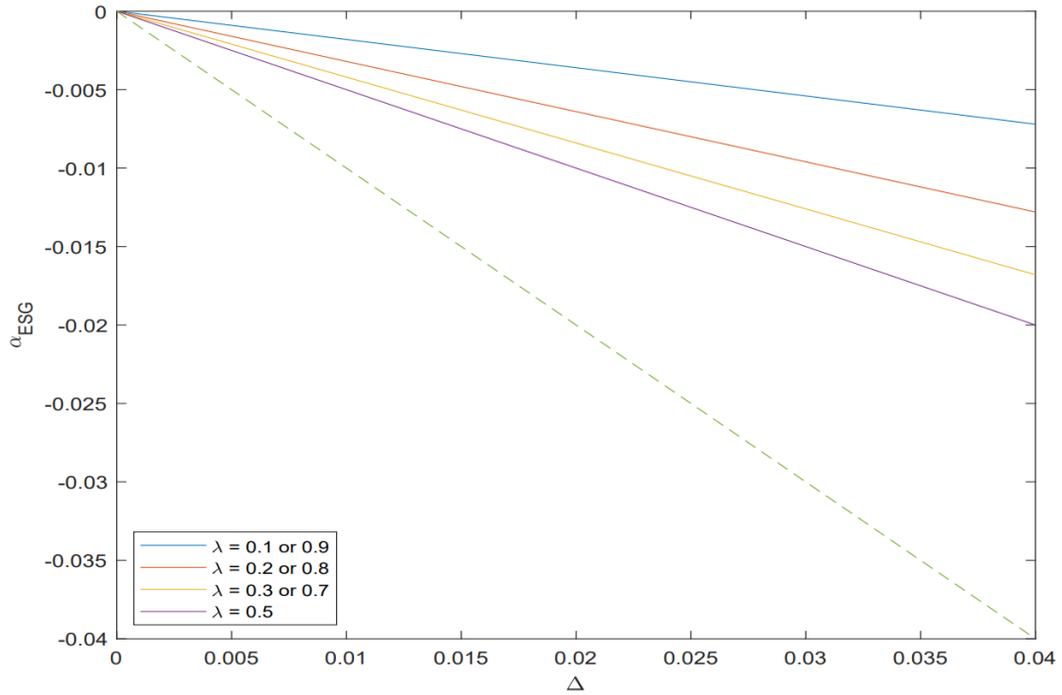
<sup>57</sup> Il *market portfolio* rappresenta un ipotetico portafoglio comprensivo di tutti gli asset disponibili sul mercato. Ogni asset ha un peso generalmente basato sul suo market value o capitalizzazione dell'emittente, misurato tramite il rapporto tra uno dei due ed il totale degli asset disponibili sul mercato. In genere quando gli investitori vogliono acquistare il portafoglio di mercato non acquistano tutti i titoli disponibili, bensì acquistano dei portafogli precostruiti chiamati indici di mercato, il cui scopo è quello di imitare il più possibile l'andamento del mercato di riferimento.

l'investitore fosse particolarmente affezionato alla sostenibilità e quindi nel caso in cui  $\delta_i > 0$  ( $d_i > \bar{d}$ ), verso i *brown* asset, nel caso contrario in cui  $\delta_i < 0$  ( $d_i < \bar{d}$ ), oppure essere privo di inclinazione e dunque rappresentare il portafoglio di mercato, nel caso in cui  $\delta_i = 0$  ( $d_i = \bar{d}$ ). In pratica, se un soggetto a cui non importa della sostenibilità detenesse il portafoglio di mercato, costui non starebbe ottimizzando, in quanto, non discernendo alcuna utilità dai titoli *green* contenuti al suo interno, sta pagando un prezzo in termini di rendimento, dovrebbe dunque optare per un portafoglio *brown*. Un'altra importante intuizione nasce da questa formula, ovvero che l'industria ESG dipende dalla dispersione delle preferenze degli *agents*. Difatti, se tutti avessero lo stesso livello di preferenze, e quindi lo stesso  $d_i$ , la preferenza media  $\bar{d}$  risulterebbe uguale a quella di ciascun investitore, ciò vorrebbe dire che  $\delta_i = 0$  e che il portafoglio ottimale risulterebbe essere sempre quello di mercato. In altre parole, se tutti avessero gli stessi *tastes*, la stessa disponibilità ad investire in imprese *brown* se il rendimento atteso è alto a sufficienza ed in imprese *green* nonostante il minor rendimento, allora nessuno effettuerebbe discriminazioni sulla base di principi di sostenibilità e l'industria ESG non avrebbe modo di crescere, cessando di esistere assieme agli investimenti SRI. Al fine di dare una rappresentazione grafica del fenomeno si fa riferimento ad uno dei grafici elaborati dai tre autori e riportati nelle conclusioni dell'elaborato (Figura 1), generati in sede di calibrazione del modello.

Il grafico riportato rappresenta la relazione tra la differenza di rendimenti attesi dei portafogli degli investitori ESG e Non-ESG e la frazione degli investitori a cui importa della sostenibilità ( $\lambda$ ), in un ipotetico mercato composto solo da *agents* interessati alla sostenibilità e da *agents* indifferenti. I diversi  $\Delta$  utilizzati rappresentano diverse intensità delle preferenze dell'investitore, sono indicatori molto simili a  $d_i$ , ma nello specifico rappresentano quanto rendimento gli investitori ESG sono disposti a rinunciare per poter detenere il portafoglio desiderato. Come è possibile intuire dal grafico, finché ci sono due tipologie di investitori esiste una differenza negativa di rendimento, in quanto coloro che possiedono ESG *tastes* indirizzeranno il proprio portafoglio verso questo tipo di investimento, ottenendo così un rendimento minore. Inoltre, al crescere della variabile  $\lambda$ , e quindi al crescere del numero degli *ESG agents*, il gap incrementa.



(Figure 1) Pastor Lubos, Stambaugh Robert F., Taylor Lucian A., 2020. "Sustainable Investing in Equilibrium"



(Figure 2) Pastor Lubos, Stambaugh Robert F., Taylor Lucian A., 2020. "Sustainable Investing in Equilibrium"

È possibile individuare la stessa tendenza facendo riferimento ad un secondo grafico (Figura 2), anch'esso contenuto nell'elaborato, il quale permette una visione prospetticamente diversa e fornisce la rappresentazione di un ulteriore fenomeno, l'*investor surplus*.

Questa volta la relazione rappresentata è quella esistente tra l'alfa percepito dagli investitori ESG e la quantità di rendimento a cui l'investitore ESG è disposto a rinunciare ( $\Delta$ ). Anche in questo caso è possibile notare che gli alfa sono sempre negativi e che questa negatività si rafforza con l'aumentare della sensibilità dell'*agent* ai fattori ESG. La retta tratteggiata indica le combinazioni di  $\alpha_{ESG}$  e  $\Delta$  che si manifestano nel caso limite in cui l'intera platea di investitori è rappresentata da soggetti interessati alla sostenibilità ( $\lambda = 1$ ), contiene dunque per ogni combinazione il livello massimo di  $\alpha_{ESG}$  e quindi di rendimento cui suddetti investitori sono disposti a rinunciare. Confrontando questo caso limite con situazioni più vicine alla realtà, rappresentate dalle rette continue, risulta evidente che gli *agents* ESG non si trovino mai nella condizione di dover rinunciare a livelli di rendimento pari o superiori a quanto sono effettivamente disposti a sacrificare. La differenza tra questi due livelli di alfa, dunque la distanza tra la retta tratteggiata e una delle rette continue, rappresenta quello che gli autori chiamano *investor surplus*, ovvero l'inevitabile presenza di una differenza positiva tra utilità generata dall'acquisto del titolo *green* ed il rendimento sacrificato. L'effetto in questione viene giustificato dall'esistenza di un "*equilibrium pricing effect*", in pratica, in equilibrio i prezzi si aggiustano, e lo fanno in un modo che avvicina il portafoglio di mercato ad un portfolio più simile a quello desiderato da un investitore ESG.

Per spiegare questo *pricing effect* gli autori elaborano un modello di pricing a due fattori, il quale definisce gli *expected excess returns* di equilibrio di un portafoglio ESG come segue:

$$\mu = \mu_m \beta_m + \mu_g \beta_g \quad \text{con} \quad \mu_g = -\frac{\bar{d}}{a} g_g \quad \text{e} \quad \beta_g = \frac{1}{g_g} g$$

Il primo corrisponde al fattore standard di rendimento definito dal CAPM, mentre il secondo è costruito, seguendo le stesse logiche di calcolo, dal rendimento in eccesso del portafoglio ESG e dal beta del mercato ESG. Il primo,  $\mu_g$ , è rappresentato dall'alfa sugli investimenti visto nello studio dell'equilibrio livello di impresa, considerando però la *greenness* del portafoglio  $g_g$  anziché quella dell'impresa  $g_n$ . Il beta, invece, viene calcolato utilizzando la formula classica, ovvero  $\beta_g = \frac{Cov(\bar{r}, \bar{r}_g)}{\sigma_g^2}$ ,

da cui si ottiene, sostituendo e semplificando, la formula di  $\beta_g$  riportata sopra. Sulla base del modello appena presentato e delle *assumptions* iniziali, risulta che gli *excess returns* debbano rispettare il seguente modello:

$$\tilde{r} = \tilde{r}_m \beta_m + \tilde{r}_g \beta_g + \tilde{v}$$

Poiché non è presente alcuna intercetta, rappresentativa dell'alfa del CAPM, bisogna concludere che l'alfa del portafoglio sia rappresentata da  $\mu_g \beta_g$ , che difatti risulta essere proprio uguale all'alfa individuato in precedenza:

$$\alpha = \mu_g \beta_g = -\frac{\bar{d}}{a} g_g * \frac{1}{g_g} g = -\frac{\bar{d}}{a} g$$

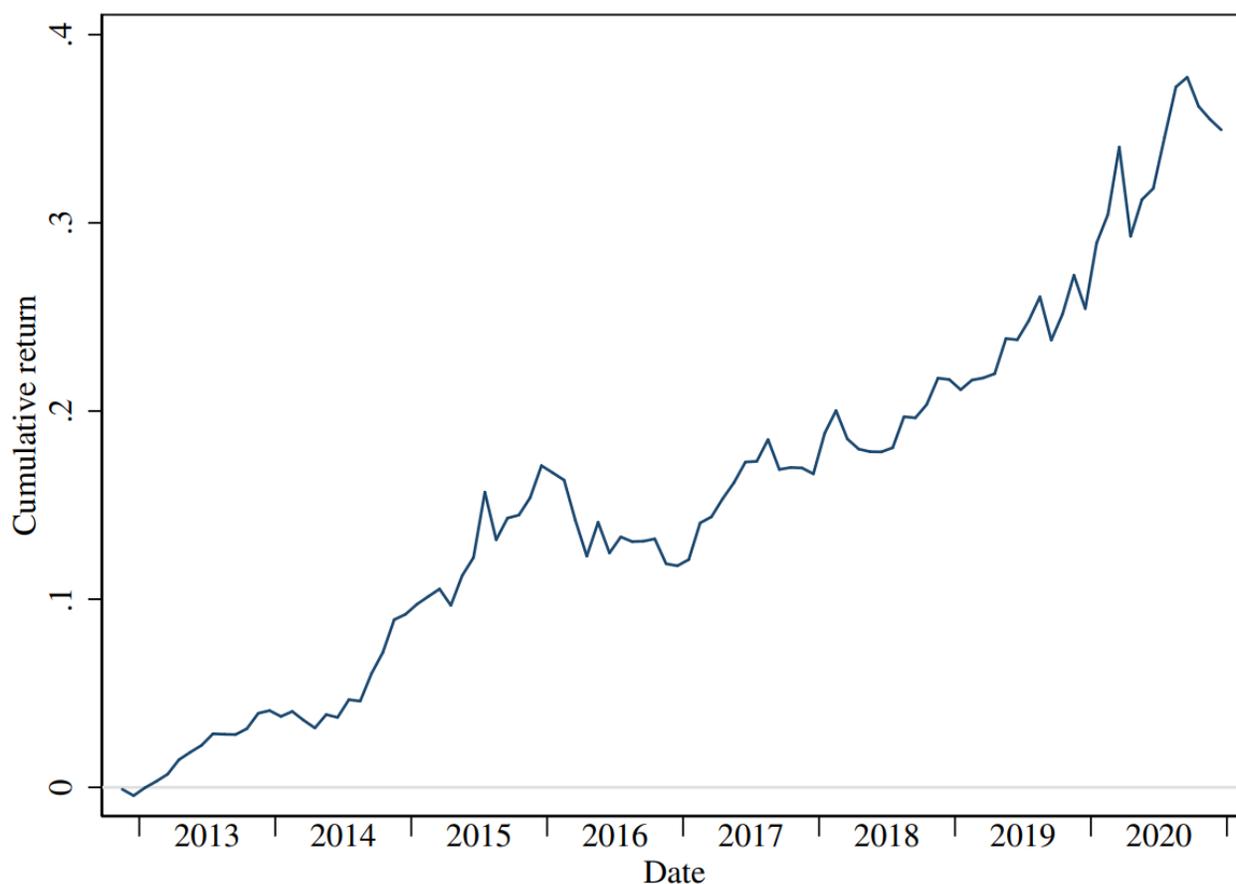
Questa dualità però fornisce una doppia interpretazione. Quando alfa è definito come funzione di  $\beta_g$  è possibile darne una interpretazione *risk-based*,  $\beta_g$  rappresenta infatti l'esposizione sopportata dall'investitore per ottenere il rendimento atteso  $\mu_g$ . Allo stesso tempo, la seconda interpretazione e l'analisi affrontata finora indicano che l'unica ragione per cui gli investitori si espongono a tale rischio è rappresentata dal fatto che questi possiedono delle preferenze fuori dalla media per i *green asset*. Gli autori, dunque, approfondiscono la natura rischiosa dell'alfa e ne individuano una possibile spiegazione nella presenza del cosiddetto *ESG factor*. Esso rappresenta il fattore di rischio relativo ad una posizione, long o short, nel portafoglio ESG ed è generato dalla circostanza secondo cui l'intensità delle preoccupazioni, e dunque dell'interesse, degli investitori verso la sostenibilità è variabile nel tempo, con due modalità. La prima, chiamata "*investor channel*" dagli autori, è rappresentata dalla variazione delle preferenze degli investitori ( $\Delta \bar{d}$ ), mentre la seconda, "*customer channel*", consiste variazione della domanda dei prodotti offerti dalle imprese *green* o *brown* da parte dei consumatori ( $\tilde{z}_g$ ), ad esempio a causa di politiche governative. Sulla base di queste osservazioni, gli autori individuano la componente del rendimento derivante dalla presenza dell'*ESG factor*, ovvero:

$$\tilde{f}_g^e = \tilde{z}_g + \frac{1}{a} (\Delta \bar{d})$$

L'esistenza di un fattore simile comporta un'importante implicazione sulla performance dei green asset. Nonostante i minori rendimenti, questi titoli possono ottenere risultati migliori del previsto quando le preoccupazioni verso le tematiche ESG si rafforzano inaspettatamente, anche solo tramite

uno dei due canali, e dunque quindi quando l'*ESG factor* è elevato. In sostanza i titoli *green* hanno rendimenti attesi più bassi in equilibrio, ma possono avere rendimenti realizzati più elevati se le preoccupazioni ESG aumentano inaspettatamente.

Come già anticipato, i tre autori Pastor, Stambaugh e Taylor hanno pubblicato di recente un secondo paper, intitolato "*Dissecting Green Returns*"<sup>58</sup>. Il nuovo studio segue un approccio empirico, basandosi su quanto teorizzato nel primo, tra le altre cose, gli autori costruiscono l'*ESG factor*, concentrandosi però sull'aspetto ambientale dello stesso, che in questo contesto viene soprannominato *green factor*. Esso viene costruito sulla base di informazioni relative al mercato statunitense e degli *environmental scores* forniti da MSCI<sup>59</sup>, relativi al periodo 2012 - 2020. Il seguente grafico (Figura 3) rappresenta l'andamento del *green factor* nell'intervallo di tempo di riferimento:

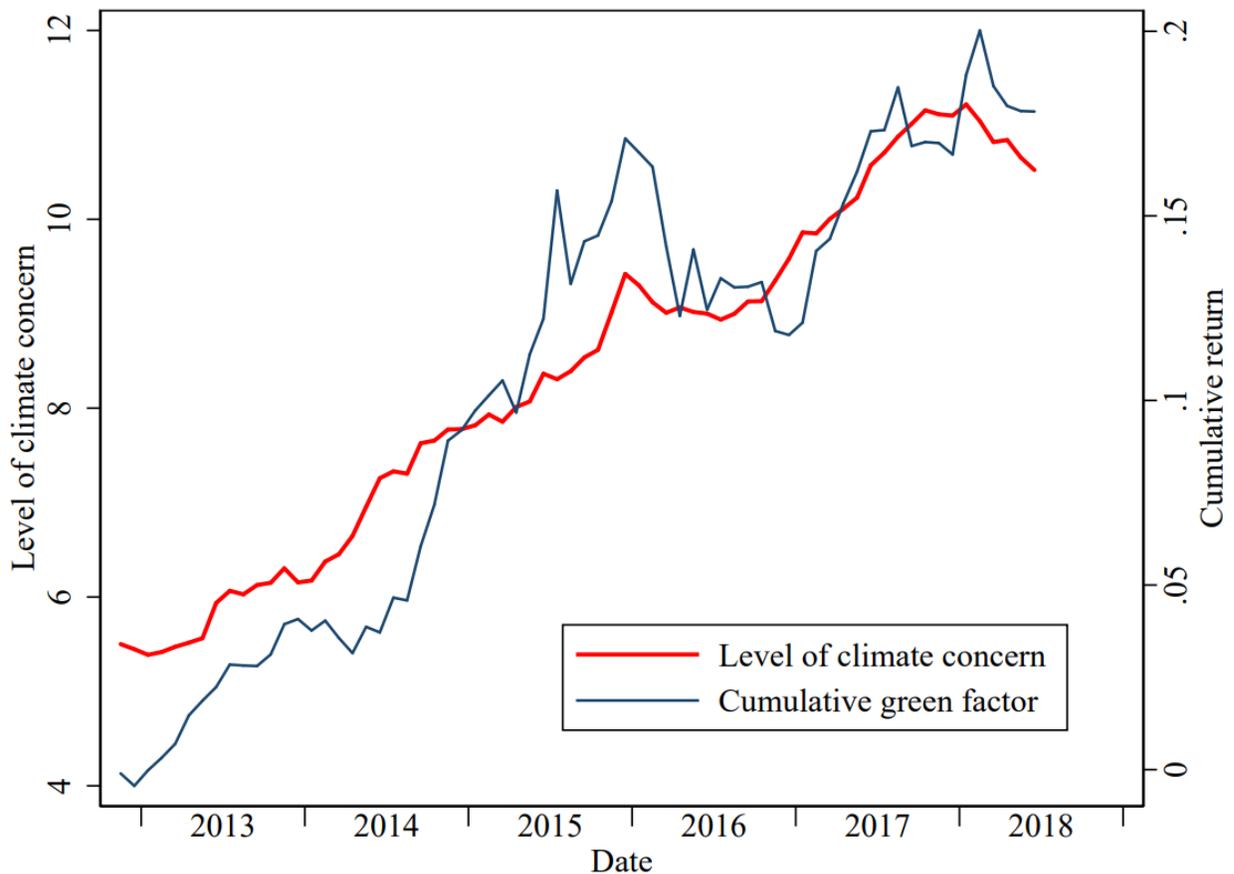


(Figura 3) Cumulative return of the green factor. Pastor Lubos, Stambaugh Robert F., Taylor Lucian A., 2020. "*Dissecting Green Returns*"

<sup>58</sup> Pastor Lubos, Stambaugh Robert F., Taylor Lucian A., June 2021. "*Dissecting Green Returns*". Consultabile presso il sito [papers.ssrn.com](https://papers.ssrn.com)

<sup>59</sup> Morgan Stanley Capital International (MSCI) è uno dei *leading providers* del rating ESG

È evidente dal grafico che nell'ultima decade gli investimenti *green* hanno avuto performance ottime, addirittura arrivando ad uno spread di rendimento cumulativo pari al 35%, nel periodo evidenziato. Questa circostanza è spiegata dal fatto che negli ultimi dieci anni le preoccupazioni verso la sostenibilità sono aumentate moltissimo. Per dimostrarlo, gli autori studiano il livello delle preoccupazioni tramite un indicatore basato sull'analisi del testo degli articoli dei quotidiani statunitensi e trovano che la loro crescita viene rispecchiata piuttosto efficacemente dall'andamento del *green factor*, ciò viene espresso nel seguente grafico (Figura 4):

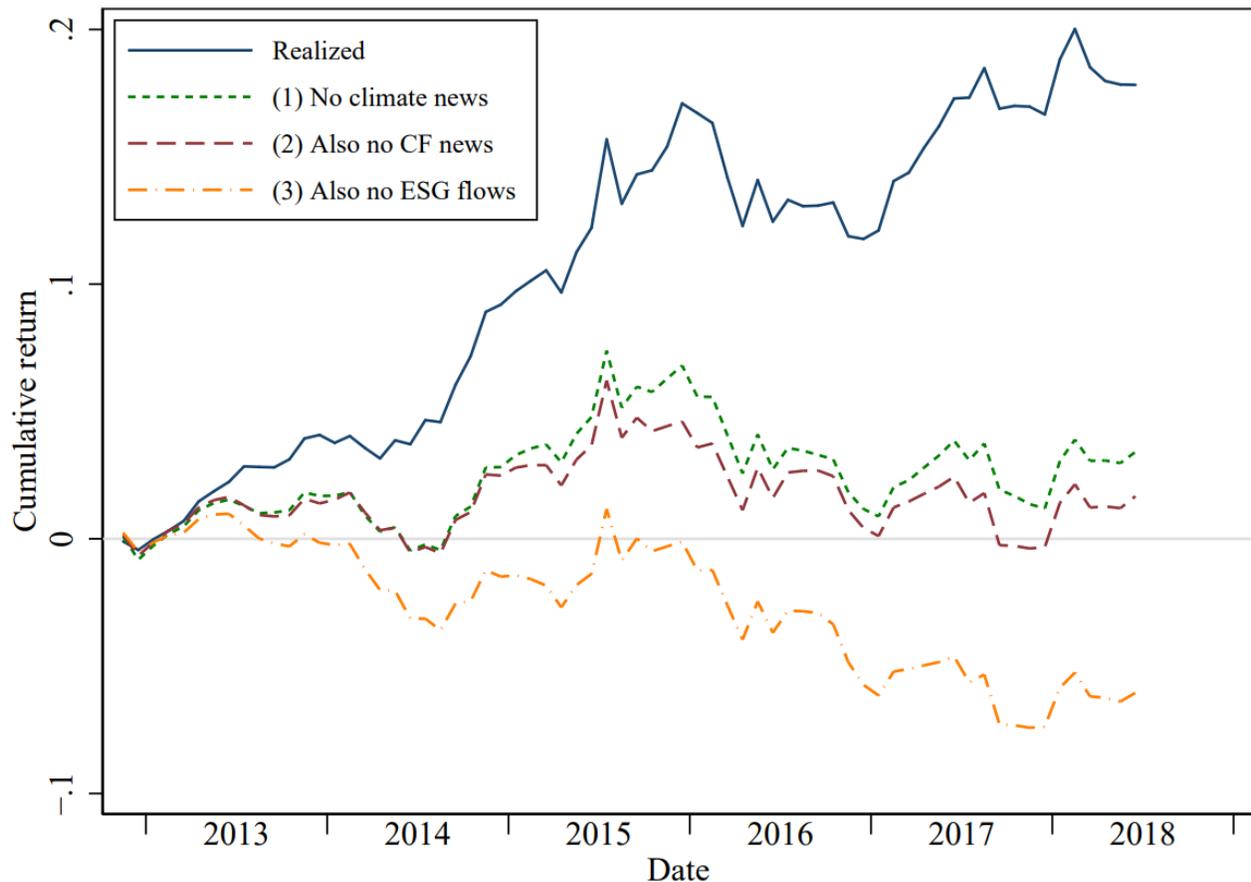


(Figura 4) Climate concerns and the green factor. Pastor Lubos, Stambaugh Robert F., Taylor Lucian A., 2020. "Dissecting Green Returns"

La relazione in questione risulta essere piuttosto intuitiva se ci si sofferma a riflettere. Ad esempio, nell'ipotesi in cui le preoccupazioni del pubblico verso l'ambiente divenissero talmente forti da influenzare le politiche governative, come è successo negli ultimi anni, e lo stato di conseguenza decidesse di aumentare la *carbon tax*, la domanda di prodotti *brown* verrebbe deviata verso i prodotti

*green*, non solo a causa dell'incremento di prezzo dei primi, ma anche in virtù del rafforzamento delle preferenze *green* dei consumatori.

Un'altra dimostrazione a sostegno di questa tesi viene individuata andando ad analizzare l'andamento del *green factor* nell'ipotesi di totale assenza del suddetto aumento dei *climate concerns*. Anche in questo caso si ripropone un grafico fornito dagli autori (Figura 5), in quanto gli effetti sono evidenti:



(Figura 5) Components of green-factor returns. Pastor Lubos, Stambaugh Robert F., Taylor Lucian A., 2020. "Dissecting Green Returns"

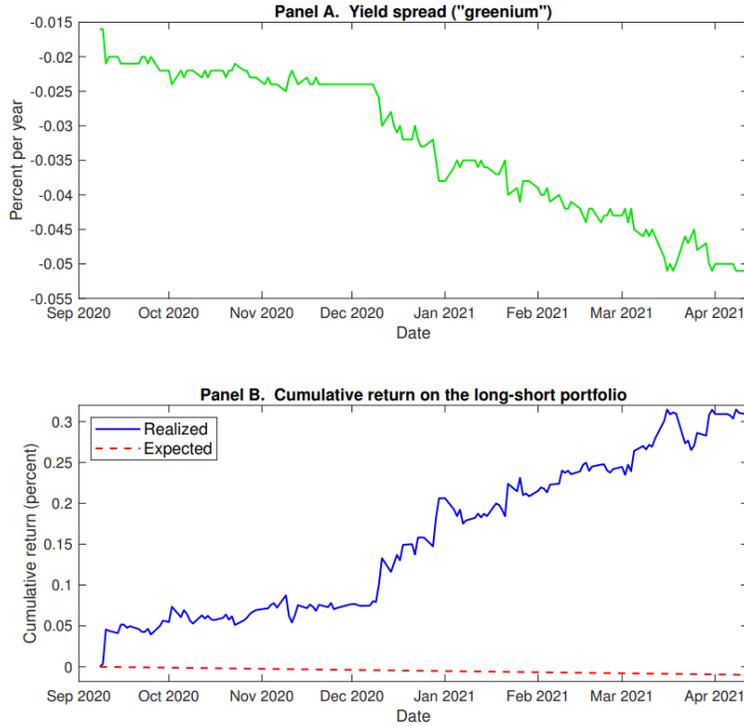
La linea continua rappresenta l'andamento effettivo del *green factor*, già analizzato nei precedenti grafici. La prima linea tratteggiata a partire dall'alto rappresenta invece l'andamento del fattore nell'ipotesi in cui i cambiamenti nelle preoccupazioni verso l'ambiente fossero state nulle, ottenuta ponendo tale termine pari a zero all'interno del modello statistico utilizzato per calcolare la prima. Ciò che risulta evidente è che una volta annullati gli shock delle preoccupazioni derivanti da informazioni sul clima, la performance aggiuntiva viene quasi del tutto annullata, non totalmente in

quanto il *green factor* risulta essere comunque positivo. La seconda e terza linea rappresentano poi l'andamento del fattore una volta rimossi rispettivamente: gli shock derivanti dalle notizie relative alle differenze di utili generati dalle imprese *green* rispetto alle *brown*; e gli shock derivanti dalle notizie relative ad allocazioni di capitale all'interno dei fondi di investimento ESG. Una volta rimosse tutte le variazioni inattese, è possibile notare che il *green-factor* generi performances negative, come previsto per gli investimenti ESG in condizioni normali, dove il rendimento atteso risulta avere alfa negativo. Un "esperimento" reale, non testato ipoteticamente, esiste ed è stato effettuato dalla Germania tramite l'emissione dei cosiddetti "*twin bonds*". Nel 2020 vengono emessi i *green bonds* dal governo tedesco, dei titoli di debito emessi specificamente per il finanziamento di progetti che generano effetti positivi in termini ambientali, per ogni *green bond* però viene emesso un bond gemello, con tasso di interesse e maturità identici. Gli autori sfruttano questa occasione per indagare sul *green factor* isolando l'effetto degli shock. L'unica differenza presente tra i due bond consisteva nell'esistenza del cosiddetto "*greenium*", ovvero lo spread negativo in termini di *yield to maturity*<sup>60</sup> tra i *green bond* ed i loro gemelli *non-green*. Essendo esso negativo implicava una aspettativa di rendimento minore dei primi rispetto ai secondi, che riflette la disponibilità dell'investitore ad accettare un rendimento minore in cambio di titoli che rispecchiano maggiormente le proprie preferenze. Ci si aspettava dunque che i *green bonds* sottoperformassero rispetto ai propri gemelli, ma analizzando i rendimenti realizzati risulta evidente che non sia andata così (Figura 6).

Il primo grafico rappresenta il "*greenium*", dunque l'aspettativa dello spread negativo di yield tra i due bond, mentre il secondo rappresenta il confronto tra tale aspettativa (tratteggiata) e l'effettivo andamento in termini di rendimento realizzato. I *green bond* hanno indubbiamente performato meglio dei gemelli *non-green*, la causa di ciò è individuabile anche nel primo grafico (Panel A), la negatività dello spread atteso è cresciuta, ciò vuol dire che col passare del tempo le preferenze degli investitori si sono rafforzate. Come già detto questa differenza rispecchia la loro disponibilità a rinunciare ai rendimenti pur di detenere ESG, e questa appare sempre maggiore. Di nuovo la circostanza viene giustificata dalla presenza del *green factor*.

---

<sup>60</sup> Lo Yield to Maturity (YTM) è il rendimento totale previsto per un'obbligazione, se questa viene tenuta fino alla sua scadenza, è considerato un rendimento obbligazionario a lungo termine, ma è espresso come un tasso annuale. In altre parole, è il tasso interno di rendimento (IRR) di un investimento in un'obbligazione qualora l'investitore tenga l'obbligazione fino alla scadenza, presupponendo che tutti i pagamenti vengano effettuati come previsto e reinvestiti allo stesso tasso.



(Figura 6) German twin bonds. Pastor Lubos, Stambaugh Robert F., Taylor Lucian A., 2020 "Dissecting Green Returns"

L'argomento direttamente collegato a quanto appena visto è rappresentato dalla migliore copertura al *climate risk* fornita dai titoli *green*. Tale assunzione è supportata dalle valutazioni empiriche affrontate, ovvero che i *green asset* hanno una migliore performance quando la situazione climatica peggiora, specificamente quando questa allarma le persone. Per considerare anche il fattore clima all'interno del modello, gli autori introducono un nuovo elemento alla funzione di utilità degli *agents*. La variabile clima è composta dalla sensitività degli investitori alle condizioni climatiche  $c_i$  e da una variabile clima con distribuzione normale  $\tilde{C}$ . La prima, se positiva, esprime la circostanza secondo cui gli investitori non sono contenti quando  $\tilde{C}$  è basso. La nuova utilità è espressa come segue:

$$V(\tilde{W}_{1i}, X_i, \tilde{C}) = e^{-A_i \tilde{W}_{1i} - b_i' X_i - c_i \tilde{C}} \quad \text{Dove } \tilde{C} \sim N(0, 1)$$

Da cui, i rendimenti in eccesso attesi di equilibrio risultano pari a:

$$\mu = \mu_m \beta_m - \frac{\bar{d}}{a} g + \bar{c} (1 - \rho_{mC}^2) \psi$$

Dove  $\psi$  rappresenta il *climate beta*, ovvero la covarianza delle imprese rispetto alla variabile di clima. Poiché un minor rischio implica un minor rendimento, è opportuno considerare questo fattore all'interno dell'alfa esg:

$$\alpha_n = - \left[ \frac{\bar{d}}{a} + \bar{c}(1 - \rho_{mC}^2)\xi \right] g_n$$

L'alfa dei *green asset* risulta dunque negativo per due ragioni: la presenza degli *investor tastes* e l'esposizione ad un minor rischio climatico.

L'ultimo argomento che gli autori affrontano, già anticipato nell'introduzione a questo studio, è rappresentato dall'impatto sociale generato dalla pratica di SRI. Il social impact viene definito dalla seguente relazione:

$$S_n = g_n K_n$$

Il ragionamento tramite cui gli autori sono arrivati a tale definizione si basa su due concetti, in primis, le *green firm* hanno  $g_n > 0$  e dunque un impatto sociale positivo, l'opposto chiaramente vale per le *brown firm*; in secundis, le imprese più grandi hanno un maggior impatto assoluto, ad esempio dal punto di vista della diffusione di un prodotto sostenibile (come le macchine elettriche) o dell'inquinamento produttivo (proporzionale alla mole di prodotto generato). L'impatto generato è dunque funzione di questi due elementi: la *greenness*  $g_n$ , quindi quanto l'impresa  $n$  è sostenibile; e la sua dimensione, misurata in termini di capitale  $K_n$ . Come già anticipato, il minor rendimento richiesto alle imprese sostenibili si traduce in un minor costo del capitale per queste, di conseguenza in un maggior VAN dei progetti. Poiché il valore di mercato dell'impresa è accresciuto dall'investimento in progetti che hanno successo ed il suo aumento è obiettivo principale della gestione della stessa, i manager, nonostante non siano interessati direttamente alla sostenibilità, per raggiungere il proprio scopo saranno portati ad aumentare in ogni caso la *greenness* della società. Di conseguenza, essendo l'opposto valido per le imprese non sostenibili, l'effetto generato sarà un aumento degli investimenti da parte delle *green firms* ed una riduzione degli stessi da parte delle *brown*, in pratica nel lungo termine si avranno più centrali fotovoltaiche e meno miniere di carbone. Inoltre, poiché le imprese hanno la libertà di scegliere autonomamente il proprio livello di capitale e di *greenness*, al fine di ridurre il proprio costo del capitale ed aumentare il valore di mercato, anche le imprese *brown* saranno

portate ad aumentare il proprio livello di sostenibilità. L'impatto generato dagli investimenti SRI è dunque un impatto reale e significativo per tutte le imprese del mercato, indifferentemente dalla loro sostenibilità iniziale.

## 2.3 Conclusioni

I tre studi analizzati in questo capitolo sono solo alcuni tra la moltitudine dei paper pubblicati sull'argomento, ma allo stesso tempo sono tra quelli maggiormente citati e presi a riferimento dai ricercatori che indagano su approfondimenti specifici. La scelta è stata guidata anche dal fatto che questi studi risultano essere i più innovativi del loro tempo, sono infatti stati i primi ad affrontare con un alto livello di profondità quelle sfide valutative rimaste inesplorate negli scritti che li hanno preceduti. Inoltre, i tre studi presentano una certa sequenzialità, in quanto ognuno di essi aggiunge un nuovo elemento, dimostra empiricamente osservazioni già presentate o da una spiegazione a quanto rimasto inspiegato all'interno del precedente. Come traspare dalla lettura, l'ultimo paper, "*Sustainable Investing in Equilibrium*", si è dimostrato particolarmente rivelatore, in quanto propone un approccio flessibile alla creazione di un modello matematico del mercato sostenibile, che può essere modificato a seconda di come questo settore andrà ad evolvere, e fornisce motivazioni empiricamente dimostrate per praticamente tutte le particolarità del funzionamento di questo mercato, coerenti e compatibili con la moderna teoria di portafoglio. Il paper in questione è stato anche discusso durante il *Symposium on "Climate change, finance and green growth"* tenuto dalla Banca Centrale Europea nel giugno del 2021.

Volendo ricapitolare quanto detto riguardo le caratteristiche del mercato SRI, è possibile riassumerne in alcuni punti le caratteristiche principali, necessarie ad affrontare i prossimi capitoli:

- I. Esiste una relazione di proporzionalità inversa tra il rendimento atteso di un titolo di una società  $n$  e le caratteristiche ESG della stessa. Le *green firms* hanno un alfa negativo mentre le *brown firms* hanno un alfa positivo;
- II. L'alfa negativo è spiegato dall'esistenza di due fattori: gli *investor tastes*, dunque le preferenze degli investitori verso la sostenibilità, che li rendono più o meno propensi a rinunciare ad una quota di rendimento in cambio di una quantità di utilità individuale, derivante dalla detenzione

- di un asset più vicino alle proprie preferenze; e la capacità dei green asset di fornire una maggiore copertura dal *climate risk*, informazioni negative relative al cambiamento climatico, e dal rischio legale, cambiamenti normativi legati alle caratteristiche ESG delle società, ad esempio l'introduzione di norme che richiedono l'affidamento a strutture designate allo smaltimento sostenibile degli scarti di lavorazione;
- III. Gli investitori sostenibili hanno sempre un “*investor surplus*”, derivante dal fatto che questi non si trovano mai nella condizione di dover rinunciare ad una quantità di rendimento maggiore rispetto a quanto sono effettivamente disposti a sacrificare. In altri termini l'utilità generata dall'investimento sostenibile è sempre maggiore rispetto a quella cui si rinuncia in vista del minor rendimento;
  - IV. Nonostante il minor rendimento atteso, gli investimenti in *green asset* possono avere un rendimento realizzato maggiore, anche in misura rilevante, rispetto ai *brown asset*. Ciò è dovuto all'inaspettato rafforzamento delle preferenze ESG degli *agents* o della domanda di prodotti sostituiti sostenibili, entrambe possibilmente alimentate da scelte governative. Il fattore in grado di misurare queste variazioni dei *tastes* e della domanda è l'*ESG factor*;
  - V. La dimensione dell'industria ESG dipende dalla dispersione delle preferenze degli investitori, in quanto gli *agents* discriminano sulla base dei propri *tastes* e costruiscono in tal modo un portafoglio più o meno orientato verso le imprese green, generando come conseguenza gli effetti sopraelencati e, in definitiva, permettendo l'esistenza di un'industria ESG. Se tutti avessero lo stesso livello di preferenze il portafoglio ottimale risulterebbe essere sempre quello di mercato, in altre parole, nessuno effettuerebbe discriminazioni e l'industria ESG non avrebbe modo di crescere, cessando di esistere assieme agli investimenti SRI.
  - VI. Grazie agli SRI è possibile generare un impatto sociale positivo, in due modi: il minor rendimento atteso riduce il costo del capitale delle imprese *green* mentre aumenta quello delle imprese *brown*, la variazione ha un impatto sul VAN dei progetti e di conseguenza l'investimento SRI incoraggia le imprese sostenibili ad investire, mentre scoraggia quelle non sostenibili; la possibilità di ridurre il proprio costo del capitale e conseguentemente aumentare il proprio valore di mercato spinge tutte le società ad impegnarsi per essere più sostenibili.
  - VII. È ragionevole ritenere che nel lungo termine, a seguito dell'omogeneizzazione degli *investor tastes*, i due mercati, SRI e non, convergeranno in un unico mercato improntato alla sostenibilità, all'interno del quale l'avanzamento ESG rappresenterà un fattore critico di

successo e, dunque, il trade-off tra sostenibilità e rendimento si trasformerà in un rapporto di proporzionalità diretta.

Infine, si vuole aggiungere che la relazione rischio rendimento non rappresenta l'unico costo che l'investitore sostenibile è portato ad affrontare e sulla base del quale calibra le proprie scelte. Almeno due ulteriori fonti di costo sono ravvisabili quando si tratta di SRI, a partire dal maggior prezzo richiesto per l'acquisto di questi asset. In tempi recenti, infatti, titoli ad alto ranking ESG e fondi SRI raccolgono un'alta domanda tra gli investitori, spesso risultando in una maggiorazione del loro costo. In particolare, i titoli di imprese particolarmente sostenibili tendono a presentare un più alto rapporto P/E (Price/Earnings) in confronto alle proprie simili, ciò significa che l'investitore è tenuto a pagare un prezzo maggiore per un livello di profittabilità equivalente o inferiore rispetto a quanto ottenibile da un titolo standard; mentre i fondi SRI tendono ad addebitare commissioni sensibilmente più alte rispetto a quelli tradizionali. A titolo esemplificativo in riferimento a quest'ultimo punto, tra i fondi offerti BlackRock, ad un estremo dello spettro, l'ETF iShares<sup>61</sup> con maggior punteggio ESG disponibile "*XESG iShares ESG Aware MSCI Canada Index ETF*"<sup>62</sup> addebita commissioni pari a 0,18%, ridotte rispetto allo scorso anno durante il quale ammontavano a 0,22%, ammontare corrispondente a circa tre volte quanto addebitato dall'ETF all'estremo opposto, ossia lo 0,06% di "*XIC iShares Core S&P/TSX Capped Composite Index ETF*"<sup>63</sup>, fondo che presenta inoltre una maggiore diversificazione, contando 235 emittenti contro le 129 del primo. I due inoltre presentano lo stesso rendimento atteso, in quanto XIC e XESG sono costruiti in modo da riflettere quanto più accuratamente possibile l'andamento del portafoglio di mercato. La seconda fonte di maggior costo per l'investitore sostenibile risiede, invece, nella già accennata riduzione delle possibilità di applicare strategie di diversificazione del rischio, in quanto la selezione effettuata sulla base dei criteri di sostenibilità implica una forte contrazione dell'universo investibile e quindi una minore *reliability* del portafoglio nel generare il risultato atteso. Questi svantaggi rappresentano le considerazioni che rendono la scelta, apparentemente semplice, tra finanza tradizionale e sostenibile sostanzialmente più complessa.

---

<sup>61</sup> iShares è una raccolta di fondi negoziati in borsa (ETF) gestita da BlackRock, è il leader globale nel mercato degli Exchange-Traded Funds (ETF)

<sup>62</sup> BlackRock *iShares ESG Aware MSCI Canada Index ETF*. Dati consultabili presso [blackrock.com](https://www.blackrock.com)

<sup>63</sup> BlackRock *iShares Core S&P/TSX Capped Composite Index ETF*. Dati consultabili presso [blackrock.com](https://www.blackrock.com)

## Il Rating ESG

### 3.1 La complessità del Rating ESG

I Fondi SRI consistono in fondi comuni d'investimento ordinario, sotto il punto di vista finanziario, regolamentare e di gestione, ma differiscono sostanzialmente da questi ultimi quando si tratta di selezione e valutazione dei propri investimenti. Difatti, questi seguono rigorosamente un processo “sostenibile” nell'espletazione di queste due funzioni, affiancando, e talvolta prediligendo, criteri di eticità e responsabilità sociale ai tradizionali parametri di natura finanziaria. Le valutazioni che questi fondi devono tenere in considerazione quotidianamente per la strutturazione del proprio portafoglio, necessitano di approfonditi processi di ricerca ed analisi delle società target, oltre che di informazioni e competenze molto specifiche. Valutazioni che, come conseguenza del crescente interesse del Sustainable and Responsible Investment (SRI), stanno affrontando un sensibile incremento del grado di complessità della materia stessa, soprattutto in virtù dei recenti sviluppi in ambito tecnologico. Difatti, la crescita del mercato sostenibile sta raggruppando nel concetto stesso di ESG un'ampia varietà sempre crescente di elementi rilevanti a fini valutativi, introducendo sempre nuove o più specifiche sfaccettature alle tre componenti fondamentali che lo compongono, caratterizzando il parametro principale della sostenibilità con uno spiccato connotato di mutevolezza. Risulta dunque evidente come, in una simile situazione, diviene estremamente complicato riuscire a sviluppare degli indici valutativi oggettivi e funzionanti, ma soprattutto applicabili a popolazioni tanto vaste quanto quelle generalmente prese in analisi dalle agenzie di rating. La circostanza di certo non facilita l'incarico, già particolarmente complesso, della valutazione di sostenibilità delle emittenti e pervade il settore del rating ESG di una forte incertezza, disaccordo e talvolta inaffidabilità delle agenzie che vi operano. Nonostante ciò, la necessità di disporre di una valutazione professionale ed imparziale del livello di sostenibilità delle società è molto sentita sia da parte dei fondi SRI che da parte delle società, le quali, visti i fenomeni descritti nel capitolo precedente, vedono i fattori ESG salire tra le principali priorità da considerare nella strategia aziendale. Il ruolo delle agenzie di rating ESG diventa dunque sempre più rilevante, parallelamente al trend sostenibile.

## 3.2 Il funzionamento del rating ESG

Le agenzie di rating ESG rappresentano, ad ora, l'unico veicolo alla soddisfazione dell'esigenza di strumenti idonei a misurare e confrontare le performance ESG, applicabili al maggior numero di realtà possibili e con un costo accettabile; e dunque di soggetti specializzati che capaci di escogitarli e renderli fruibili ad operatori e investitori. Al fine dell'espletamento della propria funzione, esse raccolgono ed aggregano dati delle imprese per fornire un giudizio sulla qualità etica delle politiche aziendali, tramite considerazioni oggettive e professionale, e permettere agli investitori un processo decisionale completo segnalando le emittenti aventi maggior successo nel gestire le sfide sostenibili. I Rating ESG rappresentano, infatti, giudizi sintetici che certificano la solidità di un emittente, di un titolo o di un fondo, dal punto di vista degli aspetti ambientali, sociali e di governance e che non vogliono sostituire il rating tradizionale, ma piuttosto integrarlo, aumentando le informazioni disponibili agli investitori. Sono ad oggi la forma più evoluta di misurazione della *Corporate Environmental Performance* (CEP) di una società, rappresentativa dei risultati misurabili della gestione sostenibile della stessa, ed il loro obiettivo è quello di riflettere il riconoscimento da parte del mercato degli sforzi e delle prestazioni di responsabilità sociale dell'azienda.

I parametri utilizzati per elaborare il rating sono molteplici e sono scelti sulla base di criteri diversi a seconda della agenzia che li fornisce o della società che deve essere valutata, alcuni esempi di parametri maggiormente utilizzati sono: le emissioni di CO<sub>2</sub>, dell'efficienza energetica e dell'efficienza nell'utilizzo delle risorse naturali, generalmente questi vengono utilizzati a fini di determinazione del rating "Environmental". Come anticipato, esistono differenti sistemi di rating ESG istituiti dalle agenzie, alcuni basati sulla CEP, altri invece sull'*ESG Risk*, a seconda del peso che queste danno alle due caratteristiche; ad esempio Morningstar è una delle agenzie leader nel mercato del rating ESG ed utilizza la valutazione basata sul rischio in quanto ritiene che: "tutte le società sono esposte a rischi di carattere ambientale, sociale e di governance, ma la differenza la fa la loro capacità di adottare le politiche migliori per gestirli. Più efficace è la gestione del rischio ESG, dicono, maggiore è la probabilità che l'azienda sia profittevole nel lungo termine."<sup>64</sup> Ad ogni modo, tra i due non vi è una preferenza ben distinta da parte degli utilizzatori finali, in quanto entrambi gli approcci possiedono vantaggi e svantaggi specifici, e dovrebbero essere scelti sulla base delle caratteristiche

---

<sup>64</sup> Lavecchia Francesco, 2021, "*Rischio ESG: promossi e bocciati a Piazza Affari*". Articolo completo presso il sito [morningstar.it](http://morningstar.it)

dell'emittente da valutare e dell'obiettivo finale della valutazione. I rating che valutano il rischio ESG, ad esempio, sono facilmente confrontabili globalmente, ma sono caratterizzati da una maggiore difficoltà interpretativa, mentre i rating focalizzati sulla CEP, nonostante siano più intuitivi, per essere confrontabili devono passare attraverso meccanismi specifici, anch'essi differenti a seconda del provider, per l'adeguamento del punteggio al settore di appartenenza dell'emittente, e dovendo sottostare ad un passaggio variabile aggiuntivo la loro affidabilità ne risente.

Durante il processo di determinazione del rating le agenzie riferiscono a diverse fonti informative, esterne ed interne, scelte sulla base delle politiche della specifica agenzia, come ad esempio pubblicazioni aziendali, banche dati governative, media, ONG o interviste agli stakeholder. Per quanto riguarda la scelta delle fonti, le principali agenzie di rating hanno adottato metodologie riconducibili a due approcci: un primo di tipo quantitativo, che mira a valutare *corporate environmental performance* dell'impresa sulla base dei dati pubblicamente disponibili redatti secondo gli standard internazionali, come il Bilancio Economico, il Bilancio di Sostenibilità e gli Standard GRI<sup>65</sup>; e un secondo, invece, di tipo qualitativo e prevede la raccolta di dati e informazioni forniti dalle società derivanti da valutazioni o questionari relativi alle tre dimensioni ESG, ai Principi Etici Sociali e ai 17 SDGs. È importante infine effettuare una ulteriore distinzione, tra score e rating ESG, infatti, nonostante i due vengano utilizzati spesso come sinonimi, possiedono un significato ed approcci di determinazione diversi. I primi, gli score, corrispondono ad analisi quantitative automatiche basate su sistemi statistici, che impiegano un'ampia gamma di informazioni storiche sulla impresa valutata, come bilanci, settore di appartenenza ed altri indici quantitativi; i rating, invece, rappresentano delle analisi effettuate da un team di analisti specializzati, che raccolgono dall'azienda stessa ulteriori dati, tra cui i business plan, i contratti appena stipulati o da stipulare, l'elenco dei fornitori e il prospetto dei rischi. Oltre alle fonti di informazione la principale differenza risiede nel fatto che l'analista che si occupa di elaborare il giudizio, inevitabilmente apporta un proprio contributo soggettivo alla

---

<sup>65</sup> *Global Reporting Initiative Standards*, rappresentano degli standard internazionali finalizzati ad aumentare la comparabilità globale delle informazioni sostenibili aziendali. Sono indirizzati a tutte le imprese e incoraggiano la pubblicazione di report sul loro impatto sostenibile in modo coerente e credibile. Purtroppo, gli standard non sono ancora obbligatori in nessuno stato, di conseguenza non stanno avendo l'impatto desiderato sotto il punto di vista della trasparenza ambientale e di abbattimento del *Greenwashing*. L'Unione Europea, che rappresenta il continente maggiormente coinvolto nel movimento sostenibile, sembrava essersi resa disponibile ad introdurli obbligatoriamente dopo la richiesta di mobilitazione verso degli standard globali da parte di GRI nel 2020, ma questo aprile (2021) la Commissione Europea ha dichiarato di volersi muovere autonomamente, tramite l'introduzione della *Corporate Sustainability Reporting Directive*, la cui bozza dovrebbe essere pronta entro la prima metà del 2022 secondo l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*)

valutazione, che può impattare, anche in modo consistente, il risultato finale, sia in termini migliorativi che peggiorativi. Anche in questo caso, entrambi gli approcci possiedono vantaggi e svantaggi, infatti, se gli score risultano essere più oggettivi, allo stesso tempo non considerano molte informazioni interne alla società, che potrebbero impattare sensibilmente il risultato dell'analisi; al contempo, i rating sono in grado di ottenere e valutare queste informazioni, ma si rivelano meno affidabili a causa del connotato di soggettività che viene spesso incorporato nella valutazione. Di conseguenza, la scelta tra i due deve essere circostanziale, valutando accuratamente quale risulta essere più idoneo alla società da valutare e al tipo di valutazione e in quale dei due la agenzia fornitrice dell'analisi cui si vuole fare riferimento risulta essere specializzata, in quanto, indubbiamente, alcuni provider risulteranno essere più o meno soggettivi di altri.

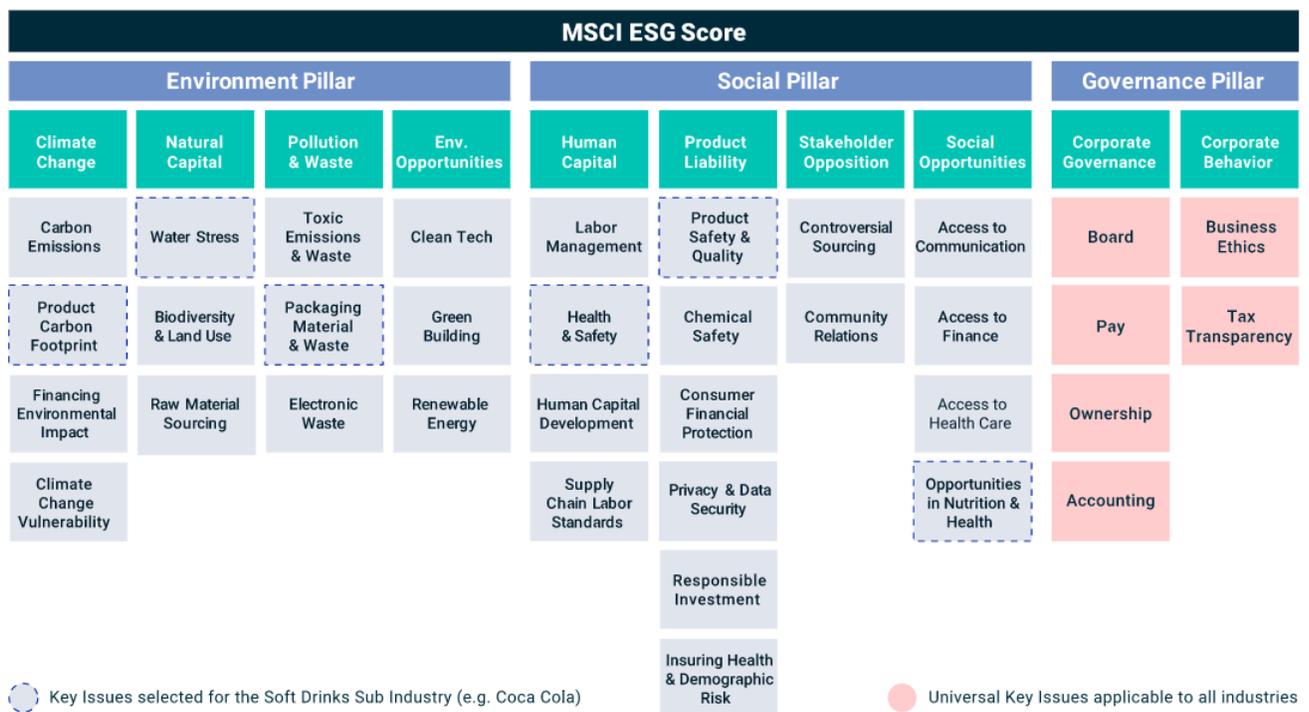
### 3.3 Vizi del Rating ESG

Come anticipato, l'aumento sostanziale degli investimenti ESG, particolarmente vivo in questo periodo anche grazie al crescente numero di millennial che si uniscono alla comunità degli investitori, il cui impegno per gli investimenti etici è ben documentato, spinge le aziende a proiettare un'immagine positiva della responsabilità sociale d'impresa. Un recente studio di Morgan Stanley<sup>66</sup> ha rivelato che quasi il 90% degli investitori millennial sono interessati a perseguire investimenti che riflettano maggiormente i propri valori sostenibili. Per poter gestire, lato impresa, o valutare, lato investitore, tale immagine positiva è necessario poterla misurare; dunque, il ruolo delle agenzie di rating ESG diventa fondamentale, in funzione della dimensione del mercato degli investimenti ESG. Tuttavia, queste agenzie sono da lungo tempo bersaglio di forti critiche sulle metodologie che impiegano e sui conseguenti risultati che ottengono e presentano. Continuamente vengono espresse preoccupazioni relative alla soggettività intrinseca dei rating, dovuta a una moltitudine di fattori, in quanto aumenta sensibilmente il rischio di travisare il quadro reale, ingannando gli investitori e confondendo le imprese. Le cause principali, seppur non esaustive, cui è possibile ricondurre la problematica, sono da ricercarsi in due elementi: le fonti di informazioni e l'assenza di standardizzazione. Le agenzie di rating, infatti, raccolgono informazioni sulla performance ESG di un'azienda ed effettuano le proprie

---

<sup>66</sup> “Morgan Stanley Survey Finds Investor Enthusiasm for Sustainable Investing at an All-Time High”, 2019. Articolo completo disponibile presso [morganstanley.com](https://www.morganstanley.com)

valutazioni sulla base di una serie di *key issues* selezionati e pesati sulla base delle proprie politiche. Per avere un'idea più concreta: MSCI, una delle agenzie leader del mercato del rating sostenibile, valuta le imprese tramite 35 questioni chiave ESG, che si concentrano sui punti di contatto tra il core business di un'azienda e questioni specifiche del settore in grado di aumentarne rischi e opportunità significative, e che vengono pesati sulla base dell'impatto e dell'imminenza di questi ultimi. L'immagine riportata di seguito (Figura 7) è una chiara rappresentazione fornita da MSCI dei fattori che considera più rilevanti nella valutazione di un'azienda.



(Figura 7) Morgan Stanley Capital International, “ESG Ratings Key Issue Framework”. Articolo consultabile su [msci.com](https://www.msci.com)

È importante notare, però, che ogni agenzia prende in considerazione fattori diversi quando cerca di analizzare la performance ESG. Risulta chiaro il motivo per cui la mancanza di standardizzazione dei criteri utilizzati rappresenti una critica comune rivolta a queste agenzie.

Buona parte del problema si concentra dunque nel diffuso disaccordo, principalmente percettivo, relativo agli elementi fondamentali della sostenibilità, ma anche da fattori come la diversità di obiettivi, metodologie ed informazioni disponibili. Essendo i punteggi ESG generati da dati eterogenei e metodologie idiosincratiche, essi possono divergere in modo significativo da un fornitore all'altro e conseguentemente generare una forte discordanza tra le valutazioni fornite. Tale divergenza tra

punteggi ESG, spesso anche molto significativa, mette in dubbio la affidabilità dell'intero mercato del rating sostenibile, oltre che quella del mercato SRI stesso. Nonostante la circostanza dipenda da un numero di fattori, approfonditi nei prossimi paragrafi, diversi studi, tra i quali spicca il paper di Chatterji, Durand, Levine e Touboul, *“Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers”*<sup>67</sup>, hanno dimostrato che più della metà della divergenza osservata può essere spiegata dalle differenze valutative appena descritte. Nello studio citato, tale rinvenimento porta gli autori a concludere che queste metriche non siano idonee a guidare gli emittenti e che, negli scenari peggiori, l'attenzione manageriale, benché ben intenzionata verso la sostenibilità, confusa dal rating possa essere deviata verso tematiche che concretamente risultano meno impattanti rispetto a quelle già sotto mira, riducendo in definitiva il benessere sociale. Allo stesso modo, notano che gli investimenti basati su queste metriche inidonee non riusciranno a dirigere il capitale verso le aziende più responsabili, danneggiando l'investitore, che deterrà asset che non necessariamente rispecchiano le proprie preferenze, e rallentando lo sviluppo sostenibile. Un'altra spiacevole conseguenza risiede nella sopravvenienza di dubbi relativi all'affidabilità degli studi effettuati negli ultimi quindici anni, specificatamente quelli basati sul rating ESG, vista l'incoerenza di questi punteggi. La conseguenza è alimentata da un ulteriore fattore, emerso dall'analisi effettuata da Berg, Fabisik e Sautner, nel paper *“Rewriting History II: The (Un)Predictable Past of ESG Ratings”*<sup>68</sup>, consistente nella possibilità che la storia dei punteggi ESG venga talvolta riscritta, creando un rischio di distorsione a posteriori. I tre autori individuano questo rischio esaminando la storia dei punteggi ESG di Refinitiv, precedentemente noto come Asset4, una agenzia di rating che ha fornito i dati ESG utilizzati in numerosi articoli accademici pubblicati negli ultimi 15 anni. Ad esempio, gli autori notano che, benché Refinitiv abbia affermato che le aziende con buoni punteggi ESG hanno performato meglio durante lo svolgersi della crisi Covid-19, la conclusione risulta differente a seconda che si utilizzino i punteggi iniziali o quelli riscritti:

*“Retrospectively, one would attribute a positive performance effect during the Covid19 pandemic to high-E&S firms if one were to classify firms based on the rewritten data. However, this performance*

---

<sup>67</sup> Chatterji Aaron, Durand Rodolphe, Levine David, Touboul Samuel; 2015. *“Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers”*. Consultabile presso [papers.ssrn.com](https://papers.ssrn.com)

<sup>68</sup> Berg Florian, Fabisik Kornelia, Sautner Zacharias; 2020. *“Rewriting History II: The (Un)Predictable Past of ESG Ratings”*. Consultabile presso [papers.ssrn.com](https://papers.ssrn.com)

*would not have been achievable using the data (or information) available to investors at the onset of (or before) the pandemic”.*<sup>69</sup>

I punteggi ESG sono tipicamente generati tramite la media ponderata di una serie di indicatori di forza e debolezza aziendale, relativi ai *key issues*. Un esempio dell'applicazione di questa pratica è rappresentato dalla agenzia MSCI, che per arrivare al rating ESG finale utilizza la media ponderata dei punteggi dei singoli *key issues* normalizzata rispetto ai pari del settore di rating ESG. La media, però, lascia spazio a certi emittenti per svolgere manovre atte ad ottenere punteggi alti nonostante eventuali loro associazioni a controversie in ambito sostenibile e fornisce ricche opportunità, per le aziende astute e in malafede, di adottare un approccio "strategico" per aumentare il proprio rating, strutturando i propri investimenti ESG e reporting in modo tale da ottenere punteggi anche molto alti con il minimo sforzo, senza dunque generare alcun concreto miglioramento del proprio impatto, cosiddetto *Greenwashing*. Sotto un certo punto di vista, questo tipo di punteggi ESG contribuiscono all'utilizzo di tale pratica. Infine, il metodo delle medie si dimostra altrettanto inefficace in campo quantitativo, in quanto il loro funzionamento si basa su assunzioni prive di fondamento empirico, accademico o addirittura intuitivo; come ad esempio la condizione secondo cui l'utilità dell'investitore derivante dall'investimento in società *green* sia rappresentata da una funzione lineare, ciò vorrebbe dire che la disutilità derivante dal detenere titoli di una società che affronta una controversia critica potrebbe essere neutralizzata investendo in una società che ha guadagnato un premio per la propria sostenibilità, il che risulta quantomeno dubbio una volta approfondita la logica dietro gli SRI. Un'ampia spiegazione di tale inefficacia quantitativa viene fornita negli studi “*Corporate social performance as a bottom of line for consumers*”<sup>70</sup> di Meijer e Schuyt e “*The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis*”<sup>71</sup> di Oikonomou, Brooks e Pavelin.

A conferma di quanto detto finora, l'*American Council for Capital Formation* nel 2018 ha svolto un'analisi dei quattro leader del mercato: MSCI ESG, Sustainalytics, RepRisk e ISS, esplorandone la standardizzazione dei criteri, la coerenza nelle valutazioni, la capacità di identificare il rischio e le

---

<sup>69</sup> Si veda la nota 68

<sup>70</sup> Meijer M.M., Schuyt T.N.M., 2005. “*Corporate social performance as a bottom of line for consumers*”. Consultabile presso [journals.sagepub.com](http://journals.sagepub.com)

<sup>71</sup> Oikonomou Ioannis, Brooks Chris, Pavelin Stephen, 2012. “*The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis*”. Consultabile presso [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com)

potenziali distorsioni nell'attuale processo di valutazione. Come risultato, l'ACCF scopre un sistema ricco di complicazioni, come incoerenza delle metriche utilizzate e una diffusa non curanza dei diversi regimi normativi nelle diverse aree geografiche nelle valutazioni. Tuttavia, l'aspetto che il consiglio identifica come più preoccupante è che ciascuna delle quattro agenzie utilizza le proprie metodologie proprietarie, metriche, ponderazione e persino definizioni di ciò che costituisce ESG. Nell'analizzare le divergenze generate da questa diversità di approcci, scoprono che una stessa società può essere valutata ben al di sotto della media secondo un provider, mentre da un altro viene considerata al di sopra della media. Un esempio di ciò è rappresentato da Bank of America, valutata "sotto la media" da RepRisk, ma "ben al di sopra della media" da Sustainalytics. Questa incoerenza è indicativa del problema fondamentale al cuore del processo di valutazione, ossia che attualmente le valutazioni ESG sono intrinsecamente soggettive e questa soggettività può incidere anche pesantemente sul risultato della valutazione.

### 3.3.1 Le criticità nel dettaglio

Come si è già anticipato, quelli analizzati non risultano essere gli unici vizi legati alle valutazioni delle agenzie di rating ESG. Difatti, nonostante questi rappresentino da soli buona parte delle complicazioni complessive, ammontano solo a poco più della metà di queste ultime. Si propone dunque un breve approfondimento dei problemi e delle implicazioni di cui finora non si è ancora discusso o di cui si è solo accennata l'esistenza.

In generale, per la determinazione di un qualsiasi tipo di valutazione i dati utilizzati giocano un ruolo fondamentale, in quanto per ottenere un risultato attendibile è essenziale che questi siano quantitativamente sufficienti, precisi e soprattutto affidabili. La mancanza di dati di qualità è tradizionalmente identificata come la principale barriera all'obiettività dei rating ESG. La principale critica rivolta ai rating ESG è che i dati usati dalle agenzie sono auto-riportati, cioè le aziende analizzate forniscono esse stesse le informazioni su cui sono valutate. Infatti, non essendo presente alcuna normativa internazionale relativa ai requisiti dei dati ESG da sottoporre a revisione, si lascia spazio alle aziende per riportare solo le informazioni idonee al perseguimento dei propri interessi e potenzialmente per nascondere alcune delle carenze nelle loro politiche ESG. In sostanza, le aziende hanno la libertà di scegliere i traguardi che vogliono pubblicizzare evitando convenientemente ciò su

cui invece dovrebbero lavorare, che potenzialmente potrebbe arrecare più danno di quanto di positivo i loro traguardi possano generare. Appare chiaro come ciò possa gonfiare artificialmente il loro punteggio e farle sembrare più attente all'ESG di quanto non siano in realtà. La radice di questo problema risiede di certo nella quasi assenza di standard di reporting ESG, le aziende non sono infatti tenute a fare rapporto sulla maggior parte dei tipi di dati ESG e i pochi standard presenti, oltre a non essere vincolanti a livello globale, spesso non sono nemmeno condivisi da Europa e Stati Uniti, non sono lontanamente confrontabili, in termini di complessità e completezza, rispetto a quelli esistenti, ad esempio, per i dati finanziari. Tale mancanza fa sì che le informazioni raccolte dalle agenzie si rivelino spesso prive di coerenza e rende la raccolta di dati completi e di alta qualità una sfida ancora da vincere. In due studi effettuati nel 2020 da alcuni ricercatori dell'Università di Harvard e dell'Università dell'Oregon, intitolati: “*Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings*”<sup>72</sup> e “*Corporate Environmental Impact: Measurement, Data and Information*”<sup>73</sup>, viene dimostrato empiricamente che, paradossalmente, una maggiore divulgazione dei dati ESG da parte delle aziende è associata a maggiori disaccordi tra le valutazioni. Difatti, nel campione di società utilizzato, comprensivo di alcune delle imprese più solide in termini di disclosure ambientale, i componenti ESG calcolati da MSCI, RobecoSAM e Sustainalytics presentano correlazioni contenute in un range che va da 0.31 a 0.46, basse per quello che ci si aspetterebbe dai leader del mercato del rating ESG, nel classico credit rating, ad esempio, la correlazione stimata è di 0.99 circa<sup>74</sup>. Inoltre, gli autori mostrano come tali disaccordi risultino essere più rilevanti in proporzione alle dimensioni delle imprese, alla loro disclosure esg ed al numero di analisti che le sorvegliano. I ricercatori forniscono poi un esempio pratico del fenomeno, citato di seguito:

*“Anecdotal evidence suggests that this might be true. For example, when Workday Inc. significantly increased its ESG disclosure for fiscal year 2015 by adopting the new G4 Global Reporting Initiative guidelines, its sustainability report increased from 54 to 98 pages. Its ESG disclosure score from Bloomberg increased significantly for both the environmental and social pillars. However, disagreement increased as its Thomson Reuter’s rating for both environmental and social issues*

---

<sup>72</sup> Christensen Dane, Serafeim George, Sikochi Siko; 2020. “*Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings*”. Consultabile presso [papers.ssrn.com](https://papers.ssrn.com)

<sup>73</sup> Freiberg David, Park DG, Serafeim George e Zochowski T. Robert; 2020. “*Corporate Environmental Impact: Measurement, Data and Information*”. Consultabile presso [papers.ssrn.com](https://papers.ssrn.com)

<sup>74</sup> Berg Florian, Koelbel Julian F., Rigobon Roberto; 2019. “*Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*”. Consultabile presso [papers.ssrn.com](https://papers.ssrn.com)

*increased, MSCI's environmental rating decreased and its social rating increased, and Sustainalytics left its environmental rating unchanged while its social rating increased. We observed similar patterns when analyzing other companies that substantially increased their ESG disclosure, such as AT&T, Tech Mahindra and Altria, among others.”*<sup>75</sup>

Un altro esempio, a conferma del fatto che le incoerenze dei dati forniti dalle imprese, in questo caso in termini di forma degli stessi, siano comuni, viene fornito nel paper “*Four Things No One Will Tell You About ESG Data*”<sup>76</sup>. I ricercatori analizzando un campione casuale di 50 aziende Fortune 500, rilevano che queste hanno riportato metriche relative alla salute e alla sicurezza dei dipendenti in più di 20 modi diversi nei rapporti sulla sostenibilità, usando terminologie e, soprattutto, unità di misura differenti. Ciascuna di queste metriche cerca di valutare lo stesso componente ESG, ma la loro variabilità complica per le agenzie il processo di determinazione di quale tra queste catturi meglio le buone prestazioni aziendali. Inoltre, gli autori ritengono sia difficile che le diverse serie di metriche possano essere utilizzate per produrre valutazioni comparabili delle prestazioni in analisi. Tutto ciò crea una forte confusione, in quanto il fatto che i provider vengano lasciati liberi di determinare autonomamente quali parametri catturino al meglio le prestazioni ESG e quali metodi di aggregazione utilizzare, fa sì che le loro conclusioni siano frequentemente differenti.

Non è poi raro che i dati in possesso delle agenzie vengano ottenuti da fonti terze. Ad esempio, nel caso in cui un'azienda non comunicasse informazioni sul proprio utilizzo dell'acqua, l'agenzia potrebbe ricorrere alla raccolta di dati dai servizi idrici, contenenti stime sull'utilizzo dell'acqua vicino ai siti operativi dell'azienda, per effettuare una stima per ciascun sito. Tuttavia, nel paper citato al paragrafo precedente, si nota che le informazioni provenienti dalla disclosure ESG effettuata dalle aziende non sempre corrisponde a quanto riportato dai fornitori terzi, suggerendo che tali dati siano il frutto di un processo di stima di questi fornitori. Anche in questo caso, ci si trova di fronte a differenti metodi di imputazione, che possono produrre risultati anche molto diversi, minacciando dunque la validità di qualsiasi analisi basata su tali informazioni.

Infine, i dati ESG, sia derivanti dai fornitori terzi che dalla società stessa, sono spesso non controllati. Pertanto, omissioni, affermazioni non comprovate e cifre imprecise possono essere difficili da

---

<sup>75</sup> Si veda la nota 72

<sup>76</sup> Kotsantonis Sakis, Serafeim George; 2019. “*Four Things No One Will Tell You About ESG Data*”. Consultabile presso [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com)

identificare e verificare all'interno dei rapporti di sostenibilità. La conseguenza è che c'è un grande rischio di presentare valutazioni le cui conclusioni sono state basate su informazioni errate.

Un'altra critica che viene spesso mossa ai provider di rating ESG è riferita alla circostanza secondo cui i tre pilastri dell'ESG sono talmente diversi l'uno dall'altro e contengono una così vasta gamma di fattori, che risulta estremamente difficile interpretare i rating, a causa del modo in cui tutte queste questioni sono aggregate all'interno di un singolo indicatore. Ad esempio, un'azienda potrebbe eccellere nel modo in cui garantisce salute e sicurezza ai propri dipendenti, ma le sue politiche di diversità e inclusione potrebbero non essere altrettanto buone. Tuttavia, i rating ESG non riescono a riconoscere queste sfumature, cercando invece di presentare un punteggio aggregato che spesso non riesce a riflettere accuratamente i punti di forza e di debolezza del business. Ciò si verifica anche per il fatto che, comunemente, questi rating spostano la propria attenzione sulle politiche e le pratiche di gestione, piuttosto che sugli effettivi impatti ESG e sui risultati delle aziende valutate. Difatti, benché sia prevedibile la presenza di politiche e programmi più sviluppati all'interno di aziende maggiormente preoccupate questioni ESG o che, per motivi fisiologici, si trovano a scontrarsi con circostanze che richiedono un maggior impegno sostenibile, non è garantita la creazione di concreto impatto positivo su una o più di tali questioni. Avere delle politiche ESG, per quanto ben intenzionate e concretamente applicate, è condizione necessaria ma non sufficiente per la generazione un impatto misurabile, queste politiche dovrebbero infatti essere in grado di produrre esternalità misurabili per poter essere valutate positivamente. Nel peggiore dei casi, questo approccio da parte dei provider permette alle imprese di istituire delle politiche ESG con il fine unico di proiettare un'immagine aziendale più sostenibile di quanto non sia in realtà, quindi di avvalersi del cosiddetto “*greenwashing*”. Difatti, mentre è abbastanza facile per un'azienda introdurre formalmente una qualche forma di impegno ESG alla propria documentazione ufficiale, ciò non si traduce necessariamente un risultato misurabile; e se tale risultato si presenta non risulta semplice misurarne il conseguente impatto. Ad esempio, nel caso in cui una azienda si impegnasse a sviluppare il proprio fattore “S” (*social*) tramite un'intensificazione dei programmi formativi del personale, l'effetto concreto derivante potrebbe risultare difficile misurare, bisognerebbe determinare numericamente quanto i dipendenti abbiano sviluppato le proprie competenze ed il valore del conseguente contributo generato per l'azienda. Questa incertezza e complessità porta le agenzie di rating ESG a concentrarsi sulla politica piuttosto che sul risultato, riconoscendo dunque l'istituzione di una simile politica, ma senza entrare nei dettagli

di quanto impatto questa effettivamente comporti. Di conseguenza, un simile approccio non è in grado di mostrare il quadro completo della sostenibilità di un'impresa, mettendo in dubbio l'efficacia delle politiche ESG, sia agli occhi degli investitori, che non riescono a valutarne gli effetti, che delle emittenti intenzionate a metterle in pratica, le quali non riescono a determinare a priori se la politica che intendono perseguire genererà l'effetto desiderato sul rating ESG.

Il paper “*Putting the “S” in ESG: Measuring Human Rights Performance for Investors*”<sup>77</sup>, pubblicato da NYU STERN nel 2017, dimostra quanto detto nel presente paragrafo. I ricercatori indagano su 1'700 indicatori del fattore "S", rilevando che il 92% ha valutato gli sforzi e le attività dell'azienda, come l'emissione di politiche o impegni; la conduzione di audit, valutazioni del rischio o formazione; la partecipazione a organizzazioni di membri o altre collaborazioni; o il coinvolgimento degli stakeholder. Tuttavia, solo l'8% ha misurato gli effetti reali o l'impatto di queste politiche e attività.

L'ultima rilevante criticità del rating è relativa ai cosiddetti “*bias*” delle agenzie, ovvero i fattori di soggettività che vengono coinvolti nelle valutazioni e che ne possono influenzare significativamente i risultati. Questa criticità può essere vista come un macrogruppo, in quanto non esiste solo un tipo di *bias*, bensì queste distorsioni possono manifestarsi in forme e circostanze diverse. Tra queste possiamo individuarne alcuni tipi, particolarmente ricorrenti e/o influenti, quali: *company size bias*; *geographic bias*; e *industry sector bias*. Il primo dei tre bias è quello relativo alla dimensione, ossia che le imprese di maggiori dimensioni tendono ad ottenere rating più elevati. Tale circostanza potrebbe essere dovuta al fatto che le aziende di maggiori dimensioni possiedano più risorse da investire in misure che possono migliorare il loro profilo ESG. Come menzionato precedentemente, però, questo non significa necessariamente che abbiano anche un maggiore impatto positivo. Ciò difatti crea un vero e proprio *bias*, in quanto, a differenza delle grandi aziende, quelle piccole e medie sono solitamente note per essere più innovative e sono quelle responsabili per la creazione del maggior numero di posti di lavoro; tuttavia, a causa della loro minore capitalizzazione di mercato e delle risorse limitate, potrebbero essere discriminate dalle agenzie di rating ESG. Una simile circostanza, oltre ridurre l'accuratezza del rating, potrebbe finire col disincentivare le piccole e medie imprese dall'investire in politiche sostenibili. Evidenza relativa alla presenza del *company size bias* viene

---

<sup>77</sup> O'Connor Casey, Labowitz Sarah; 2017. “*Putting the “S” in ESG: Measuring Human Rights Performance for Investors*”. Consultabile presso [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) (PDF)

fornita da uno studio effettuato dall'*American Council for Capital Formation (ACCF)*<sup>78</sup>, pubblicato nel 2018. L'ACCF analizza più di 4'000 rating ESG emessi dalla agenzia Sustainalytics, mostrando che effettivamente le aziende più grandi tendono a ottenere valutazioni ESG più elevate, la differenza di rating varia in un range che in media va dal 20% al 30%, circa, in più rispetto al punteggio delle piccole e medie imprese.

Il secondo *bias* è quello relativo al posizionamento geografico dell'impresa. Questa discriminazione nasce a causa del fatto che i requisiti di *disclosure* variano significativamente a seconda del paese in cui risiede l'emittente valutata, infatti, in diversi paesi oramai sono stati introdotti requisiti normativi divergenti per stimolare la divulgazione delle informazioni ESG da parte delle imprese. Ad esempio, l'UE richiede alle aziende con 500 o più dipendenti di pubblicare una dichiarazione non finanziaria, nonché ulteriori informazioni sulla politica della diversità. La normativa di sostenibilità degli Stati Uniti, invece, non possiede un simile requisito impositivo di un qualche tipo di disclosure sostenibile, il che genera un *bias* positivo verso le aziende europee. Una ulteriore possibile causa potrebbe essere imputata alla maggior rilevanza data all'investimento ESG da parte degli investitori europei, difatti il "*Global Investor Study 2016*"<sup>79</sup> effettuato da Schroders, evidenzia che in Europa circa il 58% dei manager di fondi considera le considerazioni relative ai fattori ESG rilevanti nelle proprie decisioni di investimento, mentre negli Stati Uniti solo il 14% sono della stessa opinione. Queste discrepanze possono risultare in delle valutazioni evidentemente incoerenti. Un eloquente esempio è fornito dalle valutazioni di Sustainalytics di BMW e Tesla. La prima è classificata come una delle migliori prestazioni (finendo nel 93° percentile), nonostante il suo coinvolgimento in una serie di scandali relativi a pratiche anticoncorrenziali e di marketing illegale. La seconda invece, Tesla, nonostante sia un'azienda produttrice di veicoli elettrici, pannelli solari e accumulo di energia e la cui missione principale è quella di abbassare le emissioni di CO<sub>2</sub>, è stata posizionata solo al 38° percentile. La differenza tra le due è di ben venti punti, con punteggio rispettivamente pari a 74 e 54.

Infine, il terzo *bias* consiste in una discriminazione basata sul settore industriale di appartenenza dell'impresa. Come anticipato, le agenzie di rating normalizzano i rating per settore di appartenenza per poterli rendere comparabili, tuttavia, frequentemente, le agenzie assegnano pesi E, S e G alle aziende basandosi sui principali *key issues* del settore, senza però tener conto dei rischi specifici

---

<sup>78</sup> Doyle Timothy M.; 2018. "*Ratings That Don't Rate. The Subjective World of Esg Ratings Agencies*". Consultabile presso [accfcorgov.org](http://accfcorgov.org)

<sup>79</sup> Ralston Gavin; 2016. "*Global Investor Study 2016*". Consultabile presso [schroders.com](http://schroders.com)

dell'azienda. Questo può risultare in un rating distorto, in quanto le imprese appartenenti allo stesso settore non sempre hanno gli stessi rischi specifici e modelli di business, mentre tale metodologia sorvola sulla loro valutazione. Un esempio fornito dal già citato paper di ACCF<sup>80</sup>, riguarda il confronto tra il conglomerato General Electric e l'impresa Waste Management Inc., che operano nello stesso settore. Le due condividono le stesse ponderazioni ESG, ma hanno un'esposizione ai problemi ESG drasticamente diversa. Infatti, General Electric opera a livello globale come un'azienda di infrastrutture e tecnologia con otto diversi segmenti di reporting, ed ha generato nel 2020 un fatturato di 75 miliardi di dollari, dalla vendita di beni e servizi, mentre, Waste Management Inc. opera a livello nazionale, fornendo servizi ambientali di gestione dei rifiuti a clienti residenziali, commerciali e industriali negli Stati Uniti, generando un fatturato di 15 miliardi di dollari. Vista l'evidente differenza dimensionale e di modello di business, General Electric e Waste Management Inc. hanno a che fare con diversi tipi di rischio. Le due possono avere esigenze completamente diverse per quanto riguarda, ad esempio, le loro *supply chain*. Le attività globali della prima le danno l'opportunità di selezionare da un pool più ampio di partner a livello globale e le maggiori risorse a cui ha accesso facilitano la gestione della catena di approvvigionamento, permettendo all'azienda un più ampio margine di scelta dei propri fornitori. Il suo principale rischio ESG, in questo ambito, è relativo al dover operare in paesi che differiscono tra loro nell'applicazione dei principi sostenibili; dunque, lavorare con alcuni fornitori residenti in paesi con normative più liberali può risultare pericoloso per il proprio punteggio ESG. Al contrario, Waste Management Inc. ha probabilmente meno opzioni per la sua catena di approvvigionamento, ma dato che la sua presenza è limitata prevalentemente agli Stati Uniti (e Canada), dovrebbe sostenere un rischio minore in quanto condivide gli stessi principi e normative di sostenibilità con i propri fornitori. In questo caso le differenze tra le due imprese ed i rischi specifici che ne conseguono sono evidenti, eppure, per il semplice fatto operano nella stessa industria, condividono le stesse ponderazioni ESG. Risulta chiaro un approccio “*one-size-fits-all*” non è idoneo a valutare elementi di questa complessità e può generare una forte confusione per gli investitori, oltre a sfavorire le imprese migliori e a favorire quelle peggiori del settore; un'azienda che si comporta estremamente bene nella gestione della supply chain, appartenente ad un settore dove vi è una prevalente arretratezza in questo ambito, potrebbe ottenere un punteggio inferiore a causa alla performance media del settore, mentre per le imprese peggiori vale il contrario.

---

<sup>80</sup> Si veda la nota 78

### 3.4 La struttura e le implicazioni della divergenza

Berg, Kölbel e Rigobon, un team di ricerca dell'MIT Sloan, tramite un paper rilasciato nel 2020, *“Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”*<sup>81</sup>, indagano sulla divergenza tra i punteggi ESG forniti da diverse agenzie di rating. Nello specifico, esaminano il disaccordo tra le valutazioni di cinque leader di mercato: KLD, Sustainalytics, Vigeo-Eiris, Asset4 e RobecoSAM; e individuano una forte divergenza, confermando i risultati di un precedente studio rilasciato da CSRHub, ossia che la correlazione tra le valutazioni delle agenzie è molto bassa, aggirandosi attorno a 0.3. Il risultato indica una chiara mancanza di coerenza e la presenza della rilevante natura soggettiva dei punteggi ESG, le cui motivazioni sono state spiegate nei paragrafi precedenti.

I tre ricercatori identificano poi tre tipi di divergenza, sulla base delle differenti cause e, conseguentemente, implicazioni che le caratterizzano: portata, peso e misurazione. La prima tipologia di divergenza, quella di portata, può verificarsi quando un'agenzia include nella propria valutazione fattori o considerazioni che non vengono valutate da altre. Ad esempio, nel caso in cui Vigeo-Eiris considerasse il lobbismo aziendale nel suo ambito di valutazione, mentre Sustainalytics non lo considera. Ciò implica l'esistenza di diversi punti di vista sull'insieme di attributi rilevanti che dovrebbero essere considerati in un rating ESG.

La seconda, la divergenza dei pesi, può verificarsi quando le agenzie assegnano diversi gradi di importanza agli attributi. Ad esempio, nel caso in cui Sustainalytics valutasse i diritti umani più del lobbismo, mentre Vigeo-Eiris facesse l'opposto, verranno applicati due criteri di allocazione differenti. Si manifesta, dunque, quando i valutatori utilizzano funzioni di aggregazione diverse per tradurre più indicatori in un rating ESG unico. Tale funzione potrebbe essere, come accennato, una semplice media ponderata, ma potrebbe essere anche ben più complessa.

Infine, la divergenza di misurazione si verifica quando più agenzie di rating misurano lo stesso attributo usando indicatori diversi. Una, ad esempio, potrebbe valutare le pratiche di lavoro di un'azienda sulla base del turnover della forza lavoro, mentre un'altra sul numero di cause mosse dai lavoratori contro l'azienda. Ciò implica che, anche se due valutatori fossero d'accordo su una serie di attributi, i diversi approcci di misurazione porterebbero comunque a valutazioni divergenti.

Nel paper, infine, si evidenzia che circa il 53% della divergenza delle valutazioni è dovuta all'effetto della misurazione, il 44% è dovuta a quello portata, mentre solo il 3% è dovuta ai pesi.

---

<sup>81</sup> Berg Florian, Koelbel Julian F., Rigobon Roberto; 2020. *“Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”*. Consultabile presso [papers.ssrn.com](https://papers.ssrn.com)

I risultati della ricerca prescrivono cautela agli investitori che utilizzano i rating ESG nelle loro decisioni di investimento, a causa di una evidente mancanza di convergenza nei punteggi assegnati. L'effetto negativo generato da queste divergenze, però, non è solo sostenuto dagli investitori, ma anche dalle imprese stesse, in una forma ben più dannosa. Infatti, questo disaccordo smorza l'ambizione delle aziende che cercano di migliorare la propria performance ESG, in quanto genera una forte confusione, fornendo segnali contrastanti relativamente alle aree in cui queste risultano carenti e quelle in cui invece dimostrano performance sopra la media. Ci si aspetta che i rating facciano luce sulle imprese che si dimostrano essere leader ESG e mostrino al mercato quale sia la performance di riferimento. Invece, la discrepanza tra i punteggi assegnati manda segnali contrastanti all'azienda su dove dovrebbe dirigere i propri sforzi ed individua leader ESG fittizi, come BMW. Di conseguenza è importante che gli investitori che li utilizzano comprendano a fondo la metodologia di valutazione ed il processo di raccolta dei dati. Nello specifico, poiché non tutti i rating ESG trasmettono la stessa serie di informazioni, gli investitori dovrebbero assicurarsi che quelli utilizzati soddisfino le proprie aspettative. Dal lato delle aziende, invece, è necessario che queste prendano provvedimenti per compensare le imprecisioni dei rating. Ad esempio, le aziende potrebbero monitorare attivamente i loro rating ESG e sviluppare un approccio volto al confronto diretto con uno o più provider, finalizzato a garantire una valutazione accurata della propria performance ESG. Questo include l'effettuazione di verifiche da parte dell'impresa stessa, in diversi ambiti, al fine di assicurare che l'agenzia stia utilizzando informazioni accurate e reali nella propria analisi.

### 3.5 Conclusioni

Poiché i rating ESG sono estratti da dati eterogenei e metodologie diverse, sono destinati a divergere da un provider all'altro. Pertanto, il potenziale informativo dei punteggi ESG è piuttosto basso. I diversi punti di vista e la mancanza di standardizzazione di metodologie e disclosure rendono incredibilmente difficile individuare una agenzia di cui fidarsi affidandosi alla veridicità delle sue valutazioni. Tuttavia, il mercato del rating ESG è relativamente giovane e si sta evolvendo, le questioni riportate in questo capitolo sono già state riconosciute dal mercato e, anche se non con poche difficoltà, ci si può aspettare che le agenzie, e i governi, lavoreranno al fine di alleviare i problemi attualmente associati ai rating. Difatti, fino a quando questo rimarrà un argomento centrale per gli

investitori, si può far affidamento sul fatto che in futuro ci sarà un miglioramento del modo in cui le aziende vengono valutate.

Nell'attesa, però, è utile tenere in considerazione il fatto che le carenze nel processo valutativo non privano gli investimenti ESG del proprio significato, bensì suggeriscono che i risultati delle agenzie devono essere visti attraverso una lente critica. È fondamentale che gli investitori siano consapevoli dei difetti di queste valutazioni, in particolare della loro forte soggettività e dei numerosi problemi metodologici, e che comprendano anche il processo di raccolta delle informazioni utilizzato nella loro elaborazione, per assicurarsi che i rating utilizzati soddisfino le proprie aspettative. Le aziende, invece, trarrebbero beneficio dall'interazione con le agenzie di rating e dall'attivo monitoraggio dei dati ESG grezzi che vengono raccolti su di loro, al fine di identificare le imprecisioni e migliorare le informazioni disponibili per gli investitori. Infine, una maggiore supervisione e una riforma del sistema di rating devono essere seriamente considerate. Dovrebbe essere richiesta l'adesione a degli standard universali al fine di fornire osservazioni eque e trasparenti a supporto dei processi decisionali, sia delle aziende che degli investitori.

## Fondi e strategie SRI

### 4.1 Il processo del *Sustainable and Responsible Investing*

Gli investimenti sostenibili e responsabili sono strategie che, nella valutazione degli investimenti di imprese e istituzioni, integrano l'analisi finanziaria con criteri ESG, a fini selettivi. Dunque, non si prendono in analisi le sole variabili prettamente finanziarie, come rischio e rendimento, ma si effettua anche un'analisi di tipo extra-finanziario, concentrandocisi sui fattori ESG: Environmental, Social and Governance. In pratica si tratta semplicemente un nuovo modo di fare investimenti, un approccio che permette agli individui di sostenere le imprese che aderiscono ai loro principi, credenze e valori.

Poiché il trend di crescita che ha portato il mercato SRI dove è oggi si è manifestato quasi interamente nell'arco degli ultimi quindici anni, gli investitori, i fondi e le istituzioni sono ancora in una fase conoscitiva e di sperimentazione delle *common practices* di questa realtà relativamente nuova. Tale circostanza ha portato allo svilupparsi di molteplici innovative strategie ed approcci a questo tipo di investimento e, conseguentemente, la necessità di una classificazione in grado di aiutare i nuovi investitori che intendessero approcciarsi al mercato degli investimenti etici. In risposta a questa tendenza, nel 2012, Eurosif<sup>82</sup> riunisce un team di esperti del settore provenienti da diversi Stati europei e nominati dai SIF nazionali, finalizzato a proporre l'istituzione di una nuova serie di classificazioni e definizioni per i processi di investimento ESG. I risultati del gruppo sono stati oggetto di un ampio processo di consultazione e sono stati aggiornati negli anni successivi in vista della evoluzione del mercato e delle necessità di allineamento con altre associazioni internazionali. Il documento pubblicato da Eurosif che per primo introduce una classificazione delle principali strategie di investimento utilizzate dai fondi SRI è l'*European SRI Study*<sup>83</sup> del 2012, come detto, le definizioni verranno poi aggiornate negli studi del 2016 e 2018 (pubblicati con cadenza biennale) per cui si farà riferimento alla versione più recente.

---

<sup>82</sup> Eurosif è la principale associazione europea incentrata sull'analisi del *sustainable and responsible investing*, al fine di promuovere l'istituzione di un sistema finanziario più sostenibile. Eurosif è un ente strutturato come partnership tra i forum nazionali per l'investimento sostenibile (*Sustainable Investment Forums*, SIF) localizzati in Europa. I membri dei vari SIF includono investitori istituzionali, asset manager, fornitori di indici e società di ricerca e analisi ESG. Eurosif è anche un membro fondatore della *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), ossia l'alleanza dei maggiori SIF di tutto il mondo.

<sup>83</sup> Eurosif, 2012. "European SRI Study 2012". Consultabile presso il sito [eurosif.org](http://eurosif.org)

All'interno del paper, Eurosif individua e definisce le sette principali strategie di investimento socialmente responsabile, sintetizzate nella seguente tabella (Tabella 3).

Eurosif	GSIA-equivalent	PRI-equivalent	EFAMA-equivalent
Exclusion of holdings from investment universe	Negative/exclusionary screening	Negative/exclusionary screening	Negative screening or Exclusion
Norms-based screening	Norms-based screening	Norms-based screening	Norms based approach (type of screening)
Best-in-Class investment selection	Positive/best-in-class screening	Positive/best-in-class screening	Best-in-Class policy (type of screening)
Sustainability themed investment	Sustainability-themed investing	Sustainability themed investing	Thematic investment (type of screening)
ESG integration	ESG integration	Integration of ESG issues	-
Engagement and voting on sustainability matters	Corporate engagement and shareholder action	Active ownership and engagement (three types): Active ownership Engagement (Proxy) voting and shareholder resolutions	Engagement (voting)
Impact investing	Impact/community investing	-	-

(Tabella 3) Eurosif, 2018. “European SRI Study 2018”. Consultabile presso il sito [eurosif.org](http://eurosif.org)

All'interno della tabella, al fine di rendere la classificazione omogenea a quelle fornite dalle altre organizzazioni internazionali, le strategie vengono convenientemente affiancate dalle alternative denominazioni date alle loro equivalenti dagli altri enti, quali: GSIA<sup>84</sup>, PRI<sup>85</sup> ed EFAMA<sup>86</sup>.

Infine, è importante notare che queste sette strategie non sono le uniche utilizzate dai fondi, esistono ben oltre sette approcci strategici in campo SRI, quelle riportate rappresentano solamente le più diffuse globalmente, tra privati e fondi, per la costruzione di un portafogli sostenibile; cui appunto sono riconducibili un numero di approcci strategici molto simili benché non totalmente identificabili nella definizione pura data da Eurosif. Difatti, uno dei pochi argomenti su cui la maggior parte degli investitori sostenibili si trovano d'accordo è il fatto che non esista un approccio “*one size fits all*”, in

<sup>84</sup> *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA) è una collaborazione delle sette più grandi organizzazioni per l'investimento sostenibile nel mondo, tra cui compare anche Eurosif.

<sup>85</sup> *Principles for Responsible Investment* (o PRI) una rete di investitori sostenuta dall'ONU ed è il principale promotore mondiale dell'investimento responsabile. È un ente totalmente indipendente che si occupa di offrire divulgazione relativa alle implicazioni dei fattori ESG negli investimenti; sostenere la sua rete internazionale di investitori firmatari nell'incorporare questi fattori nelle loro decisioni di investimento e di proprietà; ed incoraggiare gli investitori all'investimento responsabile.

<sup>86</sup> *European Fund and Asset Manager Association* (EFAMA) è l'associazione rappresentativa del mercato europeo della gestione degli investimenti, pubblica regolarmente documenti che forniscono informazioni di base ed approfondimenti sulla gestione degli investimenti in Europa.

quanto la strategia applicata è funzionale a diversi fattori, sia lato investitore che lato impresa. Ad esempio, per quanto riguarda il primo, si fa innanzitutto riferimento all'obiettivo che questo intende raggiungere, in termini di utilità, impatto sociale e alle sue preferenze ESG. Banalmente, un investitore marginalmente appassionato alla sostenibilità avrà meno interesse nel perseguire una strategia complessa come quella del *positive screening* o *Best-in-Class*, in quanto richiedono un maggior dispendio di tempo, preferirà dunque optare per il *negative screening* in cui semplicemente vengono tagliati fuori i *sin stocks* o le imprese aventi un ESG score particolarmente basso. Ciò permette inoltre una maggiore flessibilità in termini di scelta, in quanto, se interessato ad uno specifico emittente, come ad esempio Enel (che possiede la centrale a carbone Federico II, tra i trenta impianti europei che emettono più CO<sub>2</sub><sup>87</sup>), potrà semplicemente non escluderlo dal proprio portafogli. La questione si complica ulteriormente quando si considera il lato impresa, in questo caso gli elementi che possono modificare gli approcci strategici possono riguardare gli obiettivi strategici, le caratteristiche del business o il grado di tecnologia applicato. Ad esempio, nell'eventualità in cui una o più imprese operanti in un settore particolarmente controverso fossero di interesse dell'investitore sostenibile, nel caso di introduzione di modelli innovativi che questo ritiene potrebbero avere un futuro impatto ESG positivo, queste non risulterebbero in target tramite l'utilizzazione di una strategia di *positive screening*, mentre verrebbero considerate nel caso di *impact investing*, risulterà dunque più opportuno l'utilizzo di un mix delle due o di una strategia alternativa che possieda caratteristiche dell'una e dell'altra.

## 4.2 Strategie di Investimento Sostenibile e Responsabile

Allo scopo di fornire al lettore una comprensione degli approcci più approfondita, ed introdurre il discorso che si affronterà nei prossimi paragrafi, si propone una descrizione più dettagliata delle caratteristiche, obiettivi delle singole strategie e dei loro ambiti di applicazione. A livello generale bisogna specificare che tutti gli approcci riportati sono implementati congiuntamente ai criteri di gestione finanziaria standard e agli obiettivi di investimento perseguiti dall'investitore o fondo che li applica. Di conseguenza, fanno parte di una strategia d'investimento, non rappresentano l'intera

---

<sup>87</sup> Rapporto “*Europe’s dark cloud*” pubblicato nel 2016 da WWF, CAN (Climate Action Network), HEAL (Health Environment Alliance) e Sandbag. Consultabile presso [env-health.org](http://env-health.org)

strategia, e vengono spesso utilizzati simultaneamente. Detto ciò, è possibile introdurre l'approfondimento delle differenti alternative effettuando una distinzione, è possibile ricondurre le sette strategie a tre diversi orientamenti, distinti sulla base dell'approccio utilizzato nel perseguimento dell'obiettivo comune, ovvero indirizzare il mercato verso lo sviluppo sostenibile; e pertanto applicabili sincronicamente. Il primo consiste nell'orientamento a supportare aziende che stanno portando avanti progetti o azioni positive, benefiche o desiderabili, investendo in esse; è possibile associare a questo primo gruppo strategie quali: *ESG Integration*, *Best-in-Class screening* e *Sustainability Themed Investment*. Questa classe di approcci tende ad avere un focus su determinati tipi di business e ad indirizzare gli investimenti verso un gruppo più ristretto di imprese rispetto agli altri due, di conseguenza risulta necessaria una maggiore attenzione all'implementazione di una strategia di diversificazione, in quanto restringendo la platea di imprese selezionabili se ne riduce l'efficacia, o quantomeno la si rende particolarmente complicata da implementare. Allo stesso tempo, sulla base della letteratura analizzata nel secondo capitolo, è possibile dedurre come questo orientamento sia, tra i tre, il più efficace nell'indirizzare i mercati verso una evoluzione incentrata sullo sviluppo sostenibile, in quanto manifesta i propri effetti facendo leva sui cosiddetti *tastes effect*, generando di conseguenza gli effetti di rendimento già analizzati in precedenza. A tale circostanza può essere ragionevolmente attribuita parte del merito relativo alla recente crescita nella adozione di questo primo orientamento, rendendolo, da quasi un anno oramai, il più diffuso tra gli investitori sostenibili. Nello specifico, tra i tre approcci ad esso riconducibili, l'*ESG Integration* ed il *Sustainability Themed Investment* risultano essere, sulla base delle analisi riportate dal GSIA nel 2020<sup>88</sup>, rispettivamente, i primi due approcci in termini di tasso di crescita.

Il secondo orientamento consiste, invece, nell'evitare quelle aziende che perseguono politiche o svolgono operazioni controverse, che possono generare effetti indesiderabili e talvolta nocivi per l'ambiente, o, più in generale, tutte quelle operanti in determinati business che il fondo si è impegnato ad escludere, in sostanza escludendole dalla platea di possibili aziende investibili o disinvestendo. È possibile associare a questo secondo gruppo due strategie: il *Negative* o *Exclusion Screening* ed il *Norm-Based Screening*. Questo tipo di orientamento risulta essere complementare al precedente e presenta vantaggi e svantaggi quasi speculari, difatti i due vengono spesso utilizzati in combinazione. La popolazione di imprese investibili in questo caso si rivela ben più ampia rispetto alla rigida

---

<sup>88</sup> *Global Sustainable Investment Alliance*, 2020. "Global Sustainable Investment Review 2020"; consultabile presso il sito [gsi-alliance.org](http://gsi-alliance.org)

selezione tipica dei tre precedenti approcci, in quanto questi screening permettono una piuttosto immediata e rigorosa esclusione di poche specifiche società o di interi settori, favorendo, come anticipato, un minor dispendio di tempo nella fase di ricerca preliminare. Difatti, questa esclusione viene spesso effettuata sulla base di “*black lists*” redatte dai fondi, raramente modificate, o di criteri piuttosto diretti, talvolta a tal punto da essere generici, come nel caso di esclusione di specifici settori. Tuttavia, non bisogna trascurare il fatto che, nonostante questo approccio fornisca una alternativa più immediata, in grado di fornire una selezione non troppo limitativa e quindi impattando meno significativamente sulla complessità di implementazione delle strategie di diversificazione, generalmente il focus ricade su poche società in alcuni casi o risulta essere troppo generico in altri. La conseguenza della passività di questo approccio è la sua limitata efficacia nell’indirizzare capitali verso le emittenti più sostenibili e dunque nel supportare lo sviluppo sostenibile, in quanto escludere le imprese più *brown* non implica investire nelle imprese più *green*. Difatti, quando i criteri risultano essere troppo specifici, si finisce inevitabilmente con l’investire nelle emittenti *brown* non escluse, in quanto il loro rendimento risulta essere maggiore rispetto alle controparti verdi. Nel caso contrario, invece, si finisce con l’escludere interi settori, senza considerare la possibilità dell’esistenza di imprese multi-business, ivi operanti solo marginalmente o tanto innovative da essere in grado di trainare il proprio settore sulla strada dello sviluppo sostenibile. Prendendo come esempio il settore petrolifero, tradizionalmente – e per ragioni condivisibili – compreso tra i “*sin stocks*”, l’utilizzo del prodotto di questa industria è oramai incorporato nella vita quotidiana di tutti a tal punto da rendere inaffidabile qualsiasi tipo di previsione relativa alla cessazione di produzione ed utilizzo del petrolio, anche volendo far riferimento alle più pessimistiche stime relative all’esaurimento dei combustibili fossili si prevede che questi persisteranno almeno per le prossime tre decadi. Risulterebbe dunque desiderabile che le emittenti appartenenti a questa industria si orientassero verso politiche produttive più sostenibili, come di fatto sta accadendo (due esempi sono Royal Dutch Shell PLC e Total S.A.), ma le strategie di selezione “passive” come quelle appena viste non sono in grado di individuare ed investire in queste emittenti in quanto escludono indiscriminatamente tutte le imprese appartenenti al settore. In sostanza, all’interno dell’universo *investible*, le emittenti competono sulla base del rendimento atteso, di conseguenza vengono messe sullo stesso piano le migliori imprese in campo ESG e quelle non sufficientemente *brown* da essere escluse dal fondo, oltre a tutte le emittenti che si trovano tra questi due estremi. In questo modo le società *green* non solo vengono premiate notevolmente meno, non generando dunque l’effetto attrattivo della sostenibilità aziendale, ma si

trovano in svantaggio, dunque, un simile orientamento seppur non totalmente inefficace, risulta essere poco produttivo dal punto di vista della transizione verso lo sviluppo sostenibile, questa considerazione è allineata a quanto visto nel secondo capitolo. Negli ultimi anni gli investitori sono riusciti ad ottenere una maggiore esperienza e comprensione delle dinamiche alla base del mercato degli investimenti responsabili, anche grazie all'impressionante aumento della letteratura disponibile a riguardo. È dunque ragionevole ritenere che una simile evoluzione delle competenze nel settore abbia permesso di spostare l'attenzione degli attori verso strategie più efficienti in termini di generazione di impatto positivo, rappresentando questo elemento e la utilità ad esso collegata fattori quasi alla pari, in termini di rilevanza, rispetto al rendimento economico degli investimenti. Tale osservazione risulta supportata dai risultati rilasciati dalla GSIA nel 2020<sup>89</sup>, i quali mostrano una forte riduzione nell'applicazione di questo secondo orientamento, in favore di un altrettanto forte aumento del primo, portando questi approcci passivi, in particolare quello dell'esclusione, dall'essere i primi in termini di crescita ad essere quelli maggiormente in disuso. Nello specifico, l'applicazione delle strategie di *Exclusionary Screening* ha subito una riduzione tale da riportarne i livelli di diffusione a quelli di cinque anni fa, quando il mercato SRI era ancora molto arretrato rispetto al suo stato attuale, mentre per quanto riguarda il *Norms-Based Screening*, la sua popolarità tra gli investitori è in calo oramai dal 2016.

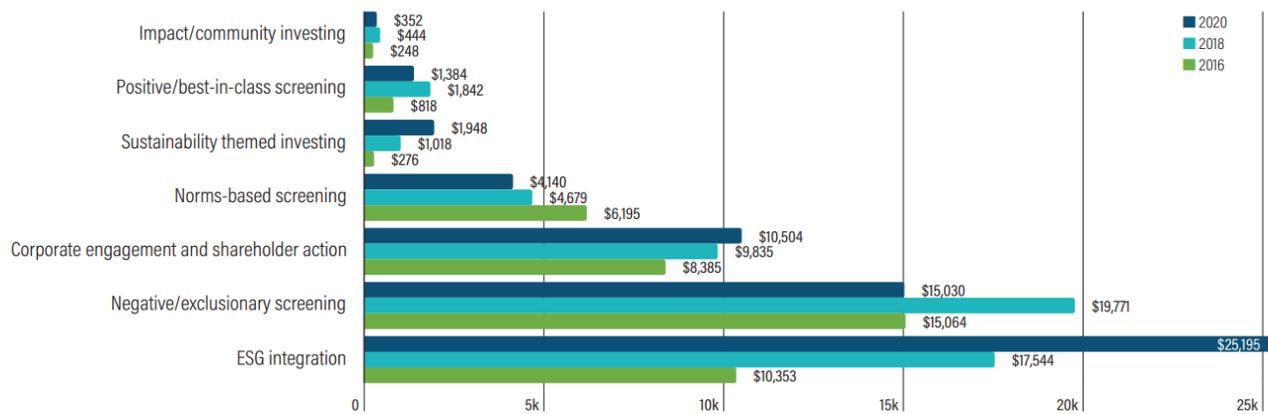
Infine, il terzo orientamento si fonda sulla volontà degli investitori di impegnarsi al fine di generare un cambiamento positivo. Consiste sostanzialmente nell'utilizzo dei diritti amministrativi, legati alla quota di proprietà ottenuta a seguito dell'investimento, per incoraggiare il progresso su questioni ambientali, sociali o di governance. Tra le sette strategie riconosciute da Eurosif, è possibile associare a questo terzo aggregato l'*Engagement and Voting on sustainability matters*, tuttavia, vista l'esistenza di una moltitudine di strategie SRI al di fuori di quelle pocanzi elencate, la suddetta non rappresenta l'unica ad esso riconducibile. Questo terzo orientamento risulta totalmente distinto rispetto ai precedenti, in quanto, i primi due sono costituiti da strategie che condizionano le scelte di investimento del fondo, mentre al terzo appartengono metodologie che non influiscono direttamente sulle scelte, bensì sulla partecipazione del fondo alla vita sociale. Proprio per questo motivo tali approcci sono spesso impiegati come strategie SRI *stand alone*, sebbene il loro utilizzo combinato sia altrettanto diffuso, al contrario dei primi due orientamenti, per i quali risulta poco comune l'utilizzo in

---

<sup>89</sup> *Global Sustainable Investment Alliance*, 2020. "Global Sustainable Investment Review 2020"; consultabile presso il sito [gsi-alliance.org](http://gsi-alliance.org)

autonomia. Come anticipato, il focus di questo tipo di strategie è relativo all'utilizzazione dei diritti di voto dei fondi in quanto *shareholders*, per veicolare direttamente dall'interno della società la propria volontà di cambiamento verso politiche più sostenibili. Tale meccanismo, non condizionando il processo di selezione degli investimenti, permette di risolvere il problema affrontato durante l'approfondimento del secondo orientamento, esemplificato facendo riferimento al settore petrolifero. Questo approccio garantisce al fondo la totale libertà della scelta del settore in cui investire, permettendo un'azione mirata nei confronti di quelle emittenti che, potenzialmente, perseguono politiche controverse o che, a causa delle caratteristiche del proprio business (come nel caso delle imprese di produzione di plastiche o asfalto la cui risorsa primaria è il petrolio) o di circostanze fisiologiche (come il settore di appartenenza), risultano essere poco motivate ad investire denaro ed energie al fine di perseguire politiche di trasformazione sostenibile. Tramite questi approcci, i fondi possono intervenire dall'interno, realizzando operazioni di “*responsible shareholder activism*”, per promuovere un cambiamento in grado di generare un effetto positivo e, non di rado, trainare i competitors nella stessa direzione. Non è da escludere poi l'applicazione di tali strategie ad imprese che non si trovano in circostanze simili, ma che semplicemente sono in condizioni di arretratezza in termini di risolutezza o di efficacia delle politiche perseguite per la trasformazione.

Il seguente grafico (Figura 8), e la successiva tabella (Tabella 4), presentati nello studio effettuato dalla GSIA nel 2020 “*Global Sustainable Investment Review 2020*”, riportano quanto detto relativamente alla crescita delle sette strategie SRI, fornendo una rappresentazione della quantità di asset sostenibili *under management* cui queste vengono applicate:



(Figura 8) “*Global growth of sustainable investing strategies 2016-2020*”, estratta dallo studio “*Global Sustainable Investment Review 2020*” presentata dalla GSIA. Il valore degli asset è espresso in miliardi di dollari

	■ 2020	■ 2018	■ 2016	GROWTH 2016-2020	COMPOUND ANNUAL GROWTH RATE
Impact/community investing	\$352	\$444	\$248	42%	9%
Positive/best-in-class screening	\$1,384	\$1,842	\$818	69%	14%
Sustainability-themed investing	\$1,948	\$1,018	\$276	605%	63%
Norms-based screening	\$4,140	\$4,679	\$6,195	-33%	-10%
Corporate engagement and shareholder action	\$10,504	\$9,835	\$8,385	25%	6%
Negative/exclusionary screening	\$15,030	\$19,771	\$15,064	0%	0%
ESG integration	\$25,195	\$17,544	\$10,353	143%	25%

(Tabella 4) “Global growth of sustainable investing strategies 2016-2020”, estratta dallo studio “Global Sustainable Investment Review 2020” presentata dalla GSIA. Il valore degli asset è espresso in miliardi di dollari.

Approfondendo singolarmente i diversi approcci è possibile mettere in luce principi, obiettivi e caratteristiche alla base di ciascuno di essi. Una simile analisi rappresenta un passaggio determinante, in quanto, attraverso una migliore comprensione degli elementi che guidano gli attori nell’implementazione delle strategie, risulterà più intuitivo identificarne gli specifici ambiti applicativi, le tipologie di rating più adeguate – a seconda delle differenti analisi coinvolte – e le eventuali sinergie realizzabili tramite la loro combinazione. È opportuno, a tal fine, affrontare il seguente paragrafo approfondendo le strategie secondo uno specifico ordine, così da semplificare la comprensione delle logiche applicate e mantenere coerenza con la successione cronologica seguita nella descrizione degli orientamenti. Poiché, inoltre, parte degli approcci strategici riportati sono figli dei più generici metodi di esclusione ed integrazione, si è optato per il mantenimento della loro aggregazione secondo tre indirizzi: *positive screening*, *negative screening* ed *active ownership*.

#### 4.2.1 Strategie di *positive screening*

Come anticipato, l’approccio di screening positivo viene comunemente associato alla strategia di integrazione ESG, tanto farli sembrare sinonimi. Tale associazione sussiste principalmente per tre ragioni, ossia: l’integrazione rappresenta l’espressione strategica originaria del concetto di selezione in ambito sostenibile, benché quella attuale sia una versione evoluta della strategia primordiale; essa possiede un forte carattere di generalità riaspetto agli altri approcci appartenenti allo stesso aggregato, i quali sono di norma riconducibili ad una sua sotto-categoria basata su criteri specifici; infine,

rappresentando la strategia più diffusa globalmente, agli occhi dei meno esperti, viene spesso interpretata come l'unica opzione disponibile per l'applicazione di una selezione basata su criteri legati alla sostenibilità. Appare chiaro, tuttavia, che i due concetti non sono sinonimi, sebbene spesso vengano confusi. Difatti, il *positive screening*, in generale, rappresenta semplicemente un termine per indicare un certo tipo di processo selettivo degli investimenti, secondo cui le emittenti che possiedono caratteristiche conformi ai criteri applicati vengono scelte e comprese nell'universo investibile. L'*ESG Integration*, è dunque una strategia di *positive screening*, che nello specifico utilizza criteri di sostenibilità sociale, ambientale e di governance, come schermo<sup>90</sup> per filtrare le emittenti, facendo passare solo quelle che si conformano alle esigenze del fondo. In altre parole, l'integrazione ESG consiste nell'inclusione attiva di aziende all'interno dell'universo degli investimenti target sulla base dei benefici sociali e/o ambientali dei loro prodotti e processi.

Il suo connotato di generalità risiede nel fatto che questa strategia fonda l'intero processo di selezione sulla integrazione considerazione dei fattori ESG, integrandoli poi ai fattori finanziari nell'analisi tradizionale degli investimenti. Essa risulta dunque priva di qualsiasi strategia d'impatto specifica, non preoccupandosi di ricercare specifici risultati di sostenibilità o di impatto, a differenza delle altre strategie di *positive screening*. Il processo di integrazione si concentra infatti sull'impatto potenziale, positivo e negativo, delle performance ESG su quelle finanziarie future dell'azienda, le quali, a loro volta, possono influenzare la decisione di investimento, andando di conseguenza a selezionare le emittenti in grado di integrare e coadiuvare efficacemente i propri obiettivi di sviluppo sostenibile con una strategia d'impresa volta alla generazione di valore per gli *stakeholders*.

I principali obiettivi perseguiti tramite l'implementazione della strategia di *ESG Integration* sono due: la riduzione del rischio e/o la realizzazione di maggiori rendimenti futuri. Nel primo caso, gli investitori tengono in considerazione i fattori ESG per individuare e prevedere rischi attuali e futuri nell'ambito della singola azienda o dell'intero settore, nello specifico si fa riferimento a quelle categorie di rischio legate al cambiamento climatico, all'inquinamento, ai diritti umani e alla governance in generale, ovvero gli *ESG risks*. Buona parte di questi ultimi, in virtù del carattere legale delle proprie conseguenze, possono essere raggruppati sotto un'unica grande categoria, quella del *legal risk*, inteso come rischio di perdita finanziaria o reputazionale che può derivare dall'indifferenza

---

<sup>90</sup> In inglese *screen* da cui *screening*, è un termine comunemente utilizzato in ambito fotografico/cinematografico per descrivere un filtro per la luce.

o mancanza di consapevolezza del modo in cui la normativa si applica all'impresa, ai suoi rapporti, processi, prodotti e servizi. Il rischio legale, tuttavia, non si esaurisce nella probabilità di violazione della normativa esistente, ma considera anche molteplici ulteriori eventualità, come ad esempio: l'occorrenza di difendersi da una causa; il fallimento nel prendere misure di prevenzione adeguate nel proteggere beni patrimoniali pubblici o privati; l'introduzione o aggiornamento di normative tale da determinare la necessità di realizzare cambiamenti, anche importanti, riguardanti una qualsiasi attività della *supply chain*; e, più in generale, qualsiasi altro evento di natura legale che possa risultare in una perdita per l'impresa. Il peso che i possibili risvolti derivanti dalla realizzazione di questi rischi possono avere sulle condizioni attuali e future della azienda giustifica ulteriormente la popolarità dell'integrazione, l'approccio difatti diviene sempre più diffuso anche tra gli investitori non etici, contribuendo in maniera significativa alla sua espansione e, di riflesso, accentuando la rilevanza strategica della sostenibilità aziendale per le imprese. Nonostante il *legal risk* rappresenti, per via delle sue numerosissime configurazioni, una importante fetta dei rischi collegati ai fattori ESG, non ne fornisce una descrizione esaustiva, in quanto le incognite legate a questi tre fattori sono moltissime e, poiché questo mercato si trova ancora in una fase "adolescenziale", è ragionevole ritenere che buona parte di queste debbano ancora essere individuate. Un generico esempio di *ESG risk*, non direttamente riconducibile al *legal risk*, è quello relativo alla *corporate governance* dell'emittente, che tra le sue tante configurazioni comprende la sana e corretta gestione, intesa, in senso lato, come l'istituzione di politiche e standard valoriali in grado di evitare di incorrere in violazioni ed eventuali inefficienze interne dovute a vizi della struttura di governo, come la corruzione.

Per poter rendere l'idea della possibile dannosità derivante dalla materializzazione di un rischio ESG, da cui la rilevanza della loro prevenzione, si fa riferimento al caso Volkswagen (VW), incominciato nel 2015 e conclusosi nella seconda metà del 2020. A seguito di azioni guidate da una "*poor governance*", l'impresa tedesca è stata coinvolta in una delle *class action* più costose della storia, conosciuta come Dieseldate. Nel settembre 2015 VW ha ammesso di aver installato dei "*defeat devices*" in milioni delle sue auto con motore diesel, questi dispositivi erano in grado di rilevare quando le auto venivano testate e correggere il funzionamento di determinati componenti in modo che risultassero *compliant*. Tuttavia, in condizioni d'uso normale, i motori producevano emissioni ben più alte rispetto al limite legale. Questo episodio di cattiva gestione ha portato al richiamo di milioni di auto e, a metà del 2020, ad un costo per Volkswagen pari a 33,3 miliardi di dollari in multe, sanzioni, accordi finanziari e costi di riacquisto; senza considerare il danno in termini di perdita reputazionale,

ribaltato sugli *shareholders*, nell'arco di due mesi il valore di borsa di VW si è ridotto del 46% e tutt'ora la sua credibilità, soprattutto in termini di interesse verso la sostenibilità, risulta molto danneggiata (il valore dei titoli VW è ancora ben al di sotto del prezzo pre-scandalo). Ulteriori danni sono stati poi riportati dai loro distributori, fornitori, impiegati e soprattutto dalla Germania stessa, che ha visto il proprio gioiello più brillante, l'ambasciatore dell'eccellenza e dell'affidabilità tedesca in tutto il mondo, coinvolto in uno scandalo umiliante.

Per quanto invece riguarda il secondo obiettivo perseguito dalla strategia di integrazione, ossia la generazione di maggiori rendimenti futuri, i dati ESG vengono utilizzati dagli investitori per individuare opportunità di investimento in grado di sovraperformare nel lungo termine. Per esempio, sempre analizzando le aziende automobilistiche, è possibile studiare come queste reagiscano alla tendenza del passaggio all'alternativa elettrica e successivamente integrare questa valutazione nei forecast di rendimento. In sostanza, quando la strategia è finalizzata al perseguimento di questo obiettivo, si vanno ad individuare quelle emittenti che non si limitano semplicemente ad introdurre politiche sostenibili, ma che sono in grado di arricchire la propria strategia di business tramite l'integrazione dei fattori ESG, utilizzandoli come fattore distintivo della propria offerta o come rafforzamento di quegli elementi già saldi della propria strategia, riproducendoli in chiave di innovazione sostenibile.

L'integrazione ESG si concentra principalmente sugli aspetti finanziari dell'investimento sostenibile, rischio e rendimento, e per questo motivo viene spesso considerata come una strategia distinta rispetto all'aggregato di *positive screening*, all'interno del quale il focus è spostato sull'impatto positivo effettivamente generato dalle imprese target. Tuttavia, una volta approfondito il funzionamento dell'integrazione, è possibile riconoscere al suo interno le caratteristiche tipiche individuabili in tutti gli approcci di screening positivo e di conseguenza considerarla alla stregua di una strategia selettiva più generica, avente un focus sulla considerazione dei fattori ESG nella valutazione finanziaria, elemento, d'altronde, spesso ricorrente anche negli approcci *Best-in-Class* e *Sustainability Themed*. Queste ultime, inoltre, sono decodificabili come risultato di un suo fisiologico processo di evoluzione, in quanto la principale differenza, che risiede nell'utilizzo di criteri di screening più specifici improntati sull'impatto positivo, e dunque in una selezione più stringente, è riconducibile al mutamento in termini di varietà e specificità delle esigenze e preferenze degli investitori prettamente etici, elemento osservabile nelle fasi di sviluppo di un qualsiasi mercato. Di conseguenza, prima di

approfondire ambiti applicativi e rating appropriati, si ritiene opportuno delineare brevemente le caratteristiche delle due strategie rimanenti, in quanto le differenze non sono tanto rilevanti da comportare variazioni significative in termini di applicazione o di dati utilizzati.

La strategia di *Best-in-Class selection* consiste nell'individuazione delle imprese che si distinguono, all'interno di un determinato settore, per la propria attenzione a problematiche ambientali, sociali e di governance, senza però trascurare il raggiungimento dei propri obiettivi finanziari. In sostanza la sua implementazione concerne una doppia selezione: una iniziale, che può essere considerata alla stregua della selezione caratteristica della *ESG Integration*, basata sulla integrazione dei fattori ESG all'analisi finanziaria tradizionale; ed una secondaria consistente nella la ponderazione delle aziende, o più in generale degli asset, che secondo l'analisi ESG presentano le migliori performance all'interno del proprio settore e/o rispetto ad un campione definito. In questo modo si restringe ulteriormente l'universo investibile, distinguendo le emittenti più dedicate da quelle che invece investono il minimo impegno utile affinché possano essere considerate *investible* dai fondi etici, attirando così più investimenti. Il metodo di ponderazione utilizzato è generalmente basato su punteggi ESG, i quali possono essere assegnati dal fondo stesso, se possiede le competenze necessarie, o, più comunemente, sulla base di rating forniti da provider specializzati; in entrambi i casi, i punteggi ed il processo di ponderazione sono determinati sulla base di criteri molto variabili. Tramite questo processo selettivo in due fasi si vuole seguire un duplice orientamento nel perseguimento dei propri obiettivi, da una parte l'investitore si pone obiettivi di massimizzazione del rendimento futuro e di mitigazione del rischio, proprio come nel caso dell'integrazione, dall'altra parte invece si vuole dare più importanza all'impegno dedicato alle questioni ESG dalle emittenti selezionate, premiando le imprese che performano meglio della competizione o che migliorano più in fretta, incentivando dunque le imprese a seguire questa direzione. È importante notare che questo secondo orientamento ha un risvolto positivo anche dal punto di vista della massimizzazione del rendimento e mitigazione rischi, in quanto permette di massimizzare il punteggio ESG complessivo del portafoglio.

Per quanto riguarda la strategia *Sustainability Themed Investment*, la questione è molto simile. Anche in questo caso si effettua una selezione articolata in due fasi, e si persegue un duplice orientamento in termini di obiettivi. La principale differenza rispetto all'approccio *Best-in-Class* risiede proprio nel secondo orientamento appena affrontato. In questo caso, infatti, si punta a supportare quelle emittenti che si impegnano ad affrontare specifiche sfide sociali e/o ambientali, come il cambiamento climatico, l'eco-efficienza e la salute, integrando tali questioni agli obiettivi strategici del proprio *business model*.

In virtù di questa diversità di obiettivi, anche il processo di selezione risulta modificato, la sua seconda fase è infatti incentrata sulla ricerca di emittenti che si impegnano attivamente per la risoluzione di questi problemi e che non si limitano, ad esempio, a rendere i propri processi o prodotti più sostenibili per soddisfare la fetta di clienti con preferenze ESG, ma che rendono queste sfide dei veri e propri obiettivi strategici, in funzione dei quali viene sviluppato il modello di business.

Una volta approfondito il funzionamento di questi due approcci risulta ancora più evidente il principio di derivazione che li collega all'approccio di integrazione, motivo per cui le considerazioni illustrate nelle prossime righe, principalmente riferite all'*ESG Integration* sono applicabili a tutte e tre le strategie.

Sulla base di quanto detto finora, è possibile sviluppare alcune osservazioni relative agli ambiti applicativi, alle eventuali sinergie realizzabili e alle tipologie rating più adeguate alle strategie appena analizzate. In quanto alla strategia di integrazione, la sua implementazione può risultare opportuna per investitori, istituzionali e non, per diverse ragioni, la cui validità risulta accresciuta dalla forte migrazione in atto dei fondi verso gli SRI. L'approccio possiede degli obiettivi ben definiti e che, vista la direzione di questo mercato, si rivelano sempre più realisticamente raggiungibili in caso di una sua corretta esecuzione. Difatti, dal punto vista domanda-offerta, le imprese sostenibili possiedono una peculiare caratteristica, è possibile inquadrare la loro operatività in due mercati gemelli. Per ciascun prodotto offerto si identificano almeno due differenti gruppi di clienti. Con un po' di fantasia il ragionamento può essere applicato ad un qualsiasi prodotto, ma per semplicità si farà nuovamente riferimento al mercato automobilistico, in quanto possiede un gemello facilmente individuabile, ossia il mercato delle automobili elettriche. Tesla, famosa produttrice di veicoli elettrici, offre il prodotto sostituto ecologico della convenzionale automobile, soddisfacendo lo stesso bisogno del consumatore cui si rivolge una qualsiasi produttrice di veicoli. Offrendo l'alternativa elettrica, però, soddisfa un'ulteriore esigenza, appartenente ad una diversa categoria di consumatori, quelli interessati esclusivamente alle automobili *eco-friendly* (per semplicità non si considerano i consumatori che si trovano nel mezzo di questi due estremi). La conseguenza di ciò è l'esistenza di una duplice domanda; dunque, il fatto che le vetture Tesla vengano considerate nel il processo di scelta del prodotto da due diverse categorie di consumatori, mentre le automobili tradizionali ricevono attenzione solo da parte di una di esse. L'azienda, attiva in due diversi mercati, quello tradizionale ed il suo gemello sostenibile, ha dunque una maggiore probabilità di vendere il proprio prodotto, dettata dalla dimensione di questo secondo mercato, il quale, forte delle tendenze attuali, presenta una vigorosa

crescita. Questo fenomeno si riflette chiaramente anche sulla sua capacità di attirare investimenti, risultando in questo ambito ancora più marcato, in virtù dell'esistenza delle preferenze ESG e del mercato SRI. Tale circostanza, assieme ai vantaggi delle imprese sostenibili, tra i quali spicca la riduzione del costo del capitale ed il minor rischio ESG, danno tangibilità alla visione di un futuro in cui le imprese sostenibili sovraperformino rispetto alla competizione, facendo dell'Integrazione ESG una strategia vantaggiosa per qualsiasi tipo di investitore, sia che si intenda perseguire gli obiettivi di rischio e rendimento, sia che si voglia aumentare la propria attrattività nei confronti dei privati, nel caso di un fondo. Questa aspettativa viene rispecchiata dalla crescita evidenziata in precedenza.

Tuttavia, è necessario fare i conti con alcuni svantaggi, derivanti dalla difficoltà di implementazione della suddetto approccio. Le criticità che possono essere riscontrate e che possono portare al fallimento della realizzazione di questa strategia si concentrano infatti in due fasi: la raccolta delle informazioni alla base della valutazione ESG e la selezione delle emittenti target. L'approfondimento delle cause generatrici della prima criticità, combinato alla consapevolezza degli obiettivi perseguiti, permette di strutturare la riflessione relativa alle tipologie di rating più opportune per l'integrazione. La valutazione ESG delle emittenti, in quanto elemento imprescindibile della strategia, rappresenta una fase cruciale per il successo della sua implementazione; può essere affrontata tramite due differenti approcci. Nel caso di investitori con alto expertise in ambito di analisi ESG, ma soprattutto in grado di reperire una notevole quantità informazioni sufficientemente accurate, la questione viene spesso affrontata internamente, ossia svolgendo le proprie indagini e traendo le proprie conclusioni sulla base dei dati ottenuti; può capitare però che questo metodo venga – erroneamente – utilizzato da attori che non possiedono simili caratteristiche, a causa della forte sfiducia nell'utilizzo del rating ESG, elemento che rappresenta il fondamento dell'approccio alternativo. È importante notare che questo primo metodo di valutazione richiede risorse e tempo ben più rilevanti rispetto al secondo e, di conseguenza, presenta un elevato grado di complessità. Il secondo approccio, molto più comune poiché più agevole, consiste nell'utilizzo degli *ESG score* forniti dalle agenzie di rating per la valutazione delle emittenti. Benché l'investitore non necessiti di particolari requisiti per la sua applicazione, questo metodo presenta comunque un grado di complessità, generato dall'inaffidabilità del rating, che, se sottovalutata, può portare a valutazioni ben lontane dalla realtà. Come visto nel terzo capitolo, non esiste una agenzia che rilascia rating corretti sotto ogni punto di vista, ciascuna segue determinati criteri e obiettivi nella propria valutazione, che spesso non sono condivisi dalle altre; perciò, sta all'investitore pendere la decisione critica relativa alla scelta della agenzia più

opportuna. Nel caso dell'integrazione, l'obiettivo principale della valutazione è allineato a quelli della strategia, individuare le caratteristiche ESG che permettono all'azienda di prevenire rischi e generare maggiori rendimenti in futuro, è dunque opportuno scegliere agenzie che, come driver principali, valorizzino l'impatto delle politiche sostenibili perseguite sulla futura redditività dell'impresa e la sua capacità di sopportazione dei rischi ESG. Simili requisiti di valutazione sono riscontrabili, ad esempio, nei rating rilasciati da Morningstar, basati sull'*ESG Risk Rating Assessment*, una metodologia sviluppata internamente in grado di misurare l'incidenza di una gestione carente delle problematiche sostenibili sul valore di un'azienda, focalizzandosi sia sulla sua profittabilità nel lungo termine che sulla capacità di gestire i rischi; un altro esempio può essere MSCI, le cui valutazioni intendono misurare la resilienza nel lungo termine ai rischi ESG, svolgendo la propria analisi sulla base dell'esposizione e della gestione degli stessi rispetto ai propri competitor; infine si riporta la metodologia utilizzata da Thomson Reuters, concentrata prevalentemente nella misurazione delle performance societarie in termini di tematiche ESG. Ad ogni modo, indipendentemente dalla agenzia selezionata, è propizio che l'investitore svolga una propria valutazione critica, individuando almeno due provider cui fare riferimento, analizzando le principali caratteristiche delle metodologie applicate ed identificando, tramite il confronto, i principali driver degli scostamenti. In questo modo sarà possibile indirizzare la propria decisione sulla base dei driver che più rispecchiano le proprie preferenze. Purtroppo, non essendo ancora possibile affidarsi ciecamente al rating ESG, l'implementazione ottimale della strategia implica un utilizzo equilibrato degli *scores* forniti dalle agenzie, approcciandosi ad essi con occhio critico, e di informazioni e valutazioni sviluppate internamente, in un rapporto proporzionato alla capacità ed *expertise* dell'investitore nel raccogliere, elaborare e valutare dati utili.

Il secondo svantaggio dell'implementazione della strategia di integrazione risiede, invece, nella fase di selezione delle emittenti target. Questa risulta particolarmente impegnativa a causa della complessità di elaborazione di un'idonea strategia di diversificazione, che va ad intensificarsi di pari passo con la rigidità dei criteri utilizzati. Difatti, per via della stringente selezione, il numero di imprese investibili si riduce drasticamente, limitando in maniera rilevante le possibilità di impiego di una efficace diversificazione; di conseguenza l'investitore dovrebbe dedicare particolare attenzione a questo aspetto durante la fase di selezione.

Infine, per quanto riguarda gli ambiti applicativi delle strategie *Best-in-Class* e *Sustainability Themed Investment*, i loro attributi di elevata specificità non lasciano molto spazio alla fantasia, appare chiaro

dalla descrizione dei rispettivi obiettivi affrontata in precedenza. Come per l'*ESG Integration*, risulta fondamentale, nell'implementazione di queste due strategie, investire tempo e riservare particolare attenzione sullo studio di una efficace diversificazione, in grado di minimizzare, per quanto possibile, il rischio di investimento; vista l'estrema riduzione del numero di emittenti consecutiva all'ancor più rigido processo di selezione. Relativamente alla selezione dei rating, invece, data la similarità degli obiettivi alla base delle strategie, si può far riferimento a quanto detto per l'integrazione. Nel caso di *Sustainability Themed Investment*, però, in virtù del suo focus su specifiche iniziative, il rating ricopre un ruolo di minor rilevanza rispetto alla valutazione svolta internamente.

#### 4.2.2 Strategie di *negative screening*

Come per la sua versione positiva, quando si sente parlare di *negative screening*, lo si associa istintivamente all'approccio di Esclusione. Tuttavia, benché la percezione di sinonimia sia legittimata, anche in questo caso, dai tre fattori affrontati in precedenza, si commette un'imprecisione. Il termine *negative screening*, infatti, specularmente alla controparte positiva, indica un generico metodo di selezione degli investimenti basato su un criterio esclusivo, tramite il quale si individua un insieme di emittenti, omogenee rispetto a determinati criteri, e le si escludono dall'universo investibile, individuando perlappunto negativamente le imprese considerabili. La strategia di esclusione è dunque un approccio appartenente alla famiglia del *negative screening*, in quanto i criteri di selezione vengono applicati con un focus specifico sulla sostenibilità del business. In particolare, l'*Exclusion of holding from investment universe*, si sostanzia nell'eliminazione dall'universo di investimento di tutte quelle aziende, settori o paesi, coinvolti in attività non conformi ai valori morali degli investitori o ad alcuni standard globali, relativi, ad esempio, a diritti umani, pratiche di lavoro, ambiente e lotta alla corruzione, a seconda delle politiche del fondo. Esso presenta inoltre, rispetto al *norm-based screening*, un rapporto di parentela e generalità equivalente a quello affrontato nelle pagine precedenti. Di conseguenza gli aspetti salienti che saranno approfonditi per la strategia di esclusione risulteranno validi, calibrandoli con dovute considerazioni relative alla maggiore specificità, anche per la sua derivata *norm-based*, la quale, difatti, si specializza in una selezione guidata unicamente dalla conformità a specifici standard e/o norme internazionali<sup>91</sup>.

---

<sup>91</sup> Dove per norme internazionali si intende la normativa ESG definita da organismi internazionali come le Nazioni Unite.

In generale, gli obiettivi perseguiti tramite l'utilizzo degli approcci di *negative screening* sono due, ossia la mitigazione dei rischi ESG e la generazione di impatto positivo, perseguite rispettivamente tramite la riduzione del peso delle imprese poco sostenibili all'interno del portafoglio ed influenzando le imprese a cambiare il proprio modello di business o fermare pratiche discutibili, generalmente disinvestendo nelle stesse. A questi due obiettivi se ne aggiunge un terzo, nel caso in cui l'utilizzatore sia un investitore istituzionale, ossia allineare il portafoglio ai valori etici e morali dei privati, in modo tale da risultare appetibile anche agli investitori devoti alle questioni sostenibili. In funzione del raggiungimento dei suddetti obiettivi, i criteri alla base dell'*exclusion screening* possono assumere gradi di dettaglio sorprendentemente diversi, in quanto possono essere impiegati sia standard generici che principi *tailored* sulla base delle preferenze degli investitori, rendendolo un approccio flessibile. L'utilizzo dei primi è però molto più comune, poiché uno dei vantaggi dell'esclusione è proprio la sua semplicità implementativa. Per questa ragione, gran parte dei fondi che applicano tale strategia fanno affidamento a delle *blacklist* preesistenti, contenenti imprese e/o settori da considerare "fuori target". In questo senso, le discriminazioni più comuni sono dirette nei confronti dei cosiddetti "*sin stocks*", alcuni esempi sono: armi, pornografia, tabacco, alcohol, gioco d'azzardo e test sugli animali. Nel caso di applicazione di criteri più specifici, invece, si fa riferimento a caratteristiche che l'investitore comune ritiene ricorrenti tra le imprese considerate non investibili, un esempio può essere rappresentato dall'esclusione di aziende che generano una percentuale del proprio fatturato, superiore ad un limite considerato accettabile, dalla vendita di prodotti appartenenti ai *sin stocks*. Chiaramente standard generici e criteri specifici possono essere applicati allo stesso portafoglio, generando restrizioni più intense. Tuttavia, considerando la minor diffusione dei secondi, l'utilizzo di questa strategia tende a presentare inefficacie nella generazione di impatto positivo e, più in generale, nel raggiungimento degli obiettivi, in quanto il numero di imprese escluse può essere insufficiente, non procurando dunque una pressione soddisfacente a determinare un cambiamento e rischiando di non rispecchiare appieno i valori degli investitori privati, inoltre si rischia di escludere indiscriminatamente imprese che, se supportate, potrebbero rivelarsi portatrici di benefici sociali, andando così a rinunciare a possibili opportunità di investimento. In altre parole, si rende più impegnativo per un investitore privato il processo di selezione di un fondo che rispecchi i propri valori e aspettative di ritorno e di impatto. Per mitigare simili svantaggi risulta dunque opportuno tenere in considerazione due elementi essenziali nel processo di esclusione: la cosiddetta "*materiality*" della controversia dell'emittente, intesa come entità della stessa, e la natura del coinvolgimento in una

determinata attività di business. Nel primo caso, la materialità riguarda il grado di negatività dell'attività esclusa e la sua entità all'interno dell'operatività dell'emittente, dunque si dovrebbe individuare se l'investitore privato desidera eliminare qualsiasi impresa che ha a che fare con simili attività, oppure, in caso contrario, una soglia di tolleranza, in termini di quota di fatturato o di risorse ad essa dedicate ad esempio, oltre la quale gli investitori percepiscono la necessità di escludere una specifica emittente. Con riferimento al secondo, invece, si dovrebbe individuare la natura del rapporto esistente tra impresa e attività controversa, ad esempio distinguendo il grado di escludibilità di un'impresa manifatturiera e di una che si occupa di distribuzione e retail. Chiaramente, in entrambi i casi, le decisioni sono personali ed è improbabile riuscire ad annullare interamente gli svantaggi analizzati, ciò non toglie che gli investitori debbano tenere a mente il *trade-off* esistente tra la rigidità di queste soglie e l'impatto finanziario generato dalle esclusioni che ne possono risultare.

Gli ambiti applicativi *dell'exclusionary screening* sono principalmente legati ai suoi vantaggi applicativi, essendo questa una strategia di facile implementazione può essere considerata come valida alternativa all'*ESG Integration* nel caso in cui l'utilizzatore non possieda competenze o expertise sufficienti ad adottare con confidenza una strategia che richiede doti di ricerca ed analisi approfondite; alternativamente questo approccio può rivelarsi opportuno per quegli investitori che desiderano aumentare il livello ESG del proprio portafoglio, senza però dover dedicare particolare attenzione e tempo alla fase di selezione delle emittenti, tenendo dunque a mente una serie di considerazioni che possano quantomeno allontanare le proprie decisioni di investimento da attività ritenute particolarmente controverse. Un'ultima osservazione a riguardo può essere realizzata in relazione all'impatto positivo generabile; infatti, l'esclusione trova il proprio punto di forza sull'utilizzo diffuso di strategie analoghe tra gli investitori e, non potendo avere un impatto rilevante sulle aziende di cui non si possiedono azioni, la pressione è sufficiente a generare un cambiamento solo se la maggioranza degli investitori agisce in conformità a principi simili. Non è da escludere, visti i recenti rallentamenti nella crescita di questi approcci, che in futuro non sarà più possibile fare affidamento sul numero degli utilizzatori, è dunque ragionevole pensare che la rilevanza della loro dimensione diventerà fattore determinante per il successo, essendo le campagne di disinvestimento una minaccia particolarmente efficace nello spingere verso il cambiamento.

Detto ciò, appare chiaro che, in altre circostanze, un investitore non avrebbe motivo di preferire una strategia di esclusione rispetto ad una di integrazione, in quanto quest'ultima è ritenuta superiore sotto ogni punto di vista, in termini efficienza di mitigazione del rischio, di generazione di maggiori

rendimenti futuri, di creazione di impatto positivo ed anche di allineamento dei valori con quelli degli investitori. Tuttavia, in alcuni casi può dimostrarsi vantaggioso un utilizzo combinato delle due strategie, in quanto la realizzazione di sinergie risulta possibile. L'accostamento di integrazione ed esclusione può generare benefici quando si intende combinare la selezione basata sulla valutazione ESG della prima e particolari preferenze dell'utilizzatore o degli investitori privati, ottenendo così un beneficio sotto il punto di vista dell'allineamento di valori e, possibilmente, di impatto generato. Ad esempio, si può approfittare della superiorità dell'integrazione e, allo stesso tempo, della nettezza e rigidità dei criteri tipici dell'esclusione, alleviando in tal modo eventuali mancanze relative dai metodi valutativi o dall'utilizzazione di rating ESG. Un simile risultato è raggiungibile eliminando dall'universo investibile eventuali emittenti che, in virtù dell'ottima valutazione ESG o di un buon rating, verrebbero considerate come possibili target da un approccio integrativo tradizionale, ma al contrario sarebbero state trascurate nel caso di esclusione a causa di una materialità del loro coinvolgimento in attività controverse superiore ad livello considerato accettabile, oppure a causa di fattori negativi particolarmente rilevanti agli occhi dell'investitore, ai quali il provider del rating non abbia dato sufficiente peso. Appare chiaro che per poter generare una sinergia rilevante sia necessario adottare criteri di esclusione sufficientemente specifici, di conseguenza un approccio combinato risulta efficace anche quando si applica uno *screening Norm-Based*, visto il suo carattere di specificità. In tal senso è possibile, ad esempio, trascurare emittenti apparentemente sostenibili, ma operanti in paesi privi di normative che garantiscano una sufficiente disclosure ESG o protezione dei diritti umani. Infine, relativamente alle tipologie di rating più opportune, essendo l'approccio di *Exclusion Screening* basato su criteri essenzialmente di natura personale, questo strumento non viene comunemente utilizzato, se non nell'eventualità in cui si volesse applicare un criterio di esclusione generico basato su di un punteggio ESG minimo, nel qual caso sarebbe appropriato tenere a mente le considerazioni esposte in precedenza in ambito di rating applicabile all'approccio di integrazione, in virtù della similarità con essa in termini di obiettivi e metodo di selezione. Può invece rivelarsi particolarmente utile far riferimento alle cosiddetti "*exclusion list*" utilizzate da alcuni provider nel selezionare il campione di imprese per le proprie ricerche in ambito di sostenibilità aziendale. Agenzie come Vigeo-Eiris, MSCI e Bloomberg, infatti, commissionano o sviluppano internamente delle liste basate su criteri di esclusione condivisibili, a scopo di ricerca ESG, funzionale alla determinazione dei propri rating, o per la costruzione dei cosiddetti *Socially Responsible Indexes*, le quali possono essere direttamente applicate alla propria selezione o impiegate come riferimento per lo sviluppo di

liste sviluppate internamente. Come nel caso degli *ESG scores*, anche le *exclusion lists* devono essere apprezzate con occhio critico, tenendo in considerazione le politiche di investimento del fondo, le preferenze degli investitori e, soprattutto, gli obiettivi prioritari cui è funzionale l'applicazione della strategia; in quanto, ciascuna lista tiene conto di specifici criteri, non necessariamente condivisi dalle altre o riconosciuti dall'investitore. Ad esempio, le liste applicate da MSCI e da Vigeo-Eiris possiedono differenti opinioni riguardo due attività particolarmente dibattute, quali l'energia derivante da combustibili fossili, accettata da Vigeo-Eiris ed esclusa da MSCI, e la creazione e/o vendita di materiali radioattivi, per la quale accade l'opposto; mentre si trovano d'accordo su argomenti quali la produzione e vendita di tabacco, alcohol, armi e sulla violazione di normative o convenzioni internazionali.

#### 4.2.3 Strategie di *active ownership*

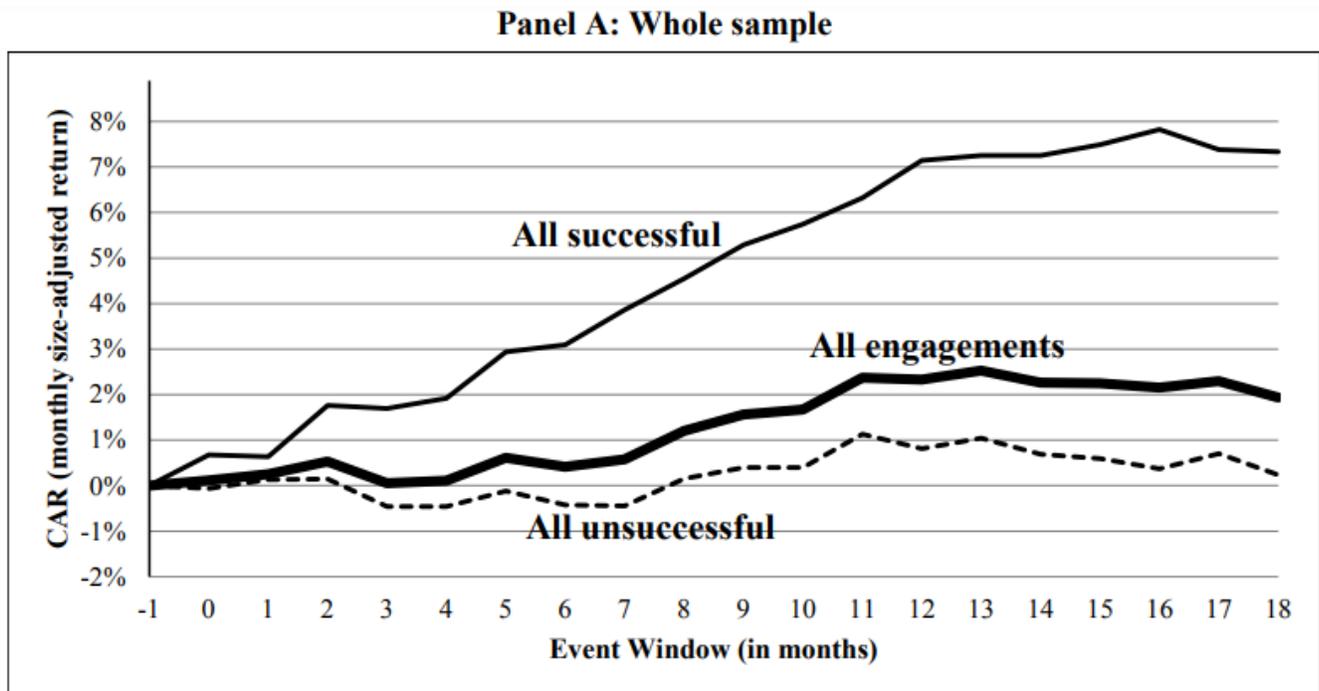
Gli approcci appartenenti alla famiglia dell'*active ownership* si fondano sull'impegno degli investitori nell'incoraggiare moti di cambiamento interni alle emittenti partecipate. Poiché la capacità di influenza necessaria a generare una pressione interna significativa è considerevole, nel presente paragrafo, con il termine "investitori" si farà riferimento quasi esclusivamente a quelli istituzionali, essendo questi gli unici generalmente a possedere quote significative delle partecipate.

L'approccio di *active ownership* più diffuso è il già citato *Engagement and Voting on sustainability matters*, fondato sulla partecipazione attiva degli investitori nella vita aziendale, attraverso l'esercizio del voto delle azioni possedute ed il dialogo diretto con il management, funzionale alla generazione di un coinvolgimento dell'azienda nelle questioni ESG. Si tratta di un processo di lungo termine che persegue tre obiettivi principali, ossia: influenzare la strategia aziendale per la creazione di valore; supportare la gestione aziendale nel processo di mitigazione del rischio ESG e ricerca di opportunità di sviluppo sostenibile; promuovere avanzamenti in termini di *disclosure* ed implementazione di politiche in ambito ESG. A tal fine è necessario che l'investitore si dedichi alla partecipazione attiva sotto ogni punto di vista, in quanto un impegno partecipativo limitato ad alcuni aspetti della vita aziendale, per quanto questi possano essere rilevanti, come ad esempio la corporate governance, non è sufficiente a garantire il successo nel perseguimento degli obiettivi. L'applicazione di questo tipo di strategie risulta dunque essere particolarmente impegnativa, in quanto richiede una dedizione non

indifferente nell'accompagnamento ed incoraggiamento continuo e, soprattutto, prolungato nei confronti della partecipata, soprattutto in paesi caratterizzati dalla presenza preponderante di imprese con un azionariato chiuso, come l'Italia. Inoltre, la quota di proprietà necessaria ad esercitare un'influenza rilevante è spesso significativa, di conseguenza l'implementazione prevede un impiego considerevole di risorse per un periodo medio-lungo, che vedranno un possibile ritorno solo nel lungo termine. Considerando che questa risulta essere la terza strategia più diffusa tra quelle analizzate, i risultati in termini di impatto positivo sono sufficientemente alti da convincere un elevato numero di investitori del fatto che i vantaggi superino di gran lunga il suo costo di esecuzione, ciò è dovuto principalmente alla sua efficacia nel determinare un cambiamento ed alle opportunità di sinergizzazione con le altre strategie SRI. Diversi studi sono stati in grado di evidenziare empiricamente gli effetti delle strategie di *active ownership* di successo, dimostrando in particolare che i grandi investitori attivi possono generare rendimenti anomali positivi investendo e trasformando aziende non responsabili. Tra questi spicca "*Active Ownership*"<sup>92</sup>, un paper pubblicato da Dimson, Karkas e Li nel 2015, che riporta risultati che tuttora presentano una significativa rilevanza empirica. I tre ricercatori svolgono la propria analisi su un campione di oltre 2000 casi di *engagement* in 613 società quotate, in un periodo di 10 anni, dal 1999 al 2009. Individuano un tasso di successo del 18% e scoprono che, in media, è necessaria una sequenza di due o tre *engagements* prima di poter registrare dei successi, confermando quanto detto poco fa relativamente alla difficoltà di raggiungimento di una corretta ed efficace implementazione. Nonostante ciò, i risultati riportati sono notevoli, come appare nei grafici riportati (Figura 9 e 10), vengono registrati rendimenti differenziali positivi per quasi tutti i tentativi analizzati, anche nel caso di fallimento, che raggiungono il loro picco nel medio-lungo periodo.

---

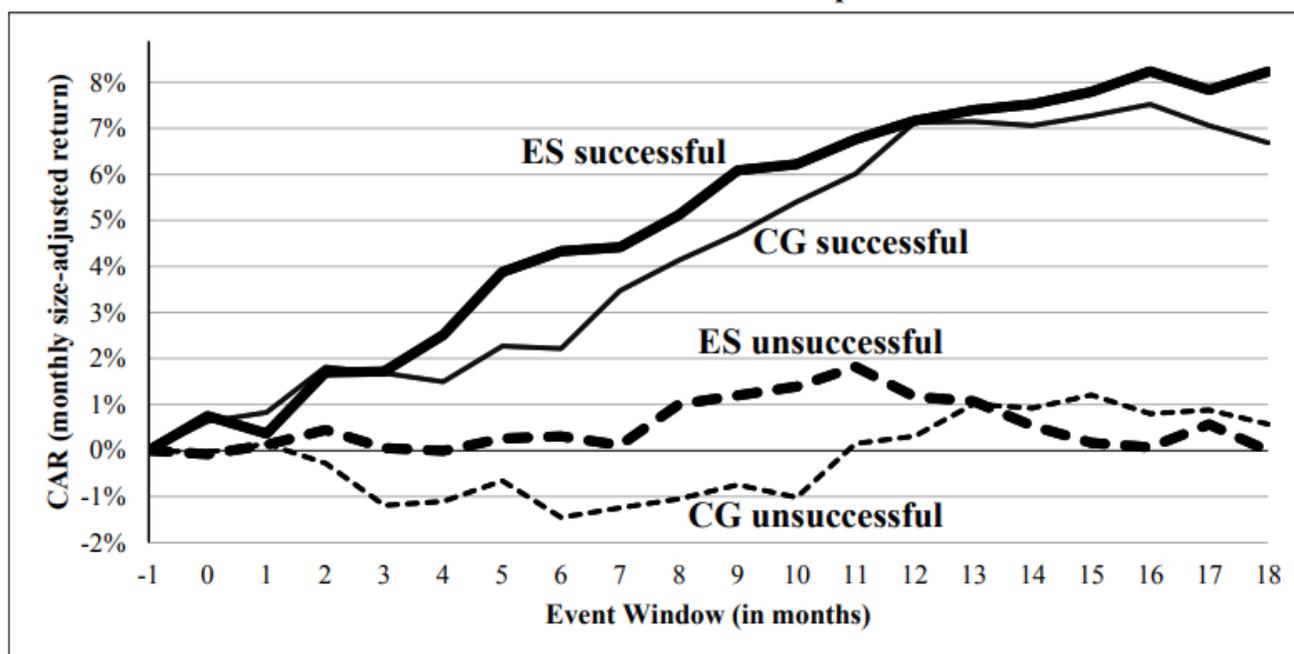
<sup>92</sup> Dimson Elroy, Karkas Oguzhan, Xi Li; 2015. "*Active Ownership*". Consultabile presso il sito [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com)



(Figura 9) Cumulative abnormal returns around initial engagements – Panel A. Dimson Elroy, Karkas Oguzhan, Xi Li; 2015. “Active Ownership”.

Il primo dei due grafici (Figura 9) traccia l’andamento dei *Cumulative Abnormal Returns* (CAR) mensili, in un lasso temporale che parte dall’*engagement* iniziale e prosegue per i successivi diciotto mesi, individuato dagli autori come il periodo di tempo mediamente impiegato per il raggiungimento del successo della strategia. Come anticipato, ad una strategia di *active ownership* sono associati rendimenti differenziali positivi sia in caso di successo che di insuccesso, seppur marginali nel secondo caso, a dimostrazione dell’effettiva efficacia dell’implementazione di simili approcci; senza poi tenere in considerazione i vantaggi in termini di utilità sostenibile percepita dagli investitori, derivante dall’impatto ESG positivo generato dalla trasformazione delle emittenti partecipate. Nel secondo grafico (Figura 10), invece, è possibile valutare la composizione del CAR in termini di contribuzione di un engagement mirato al miglioramento dei fattori ES, environment e social, o del fattore CG, corporate governance.

**Panel B: CG and ES subsamples**



(Figura 10) Cumulative abnormal returns around initial engagements – Panel B. Dimson Elroy, Karkas Oguzhan, Xi Li; 2015. “Active Ownership”.

Quanto appena detto rafforza la validità delle osservazioni relative alla caratteristica di sinergizzazione, infatti, l'utilizzo di *active ownership*, se strutturato in modo da garantire concrete possibilità di determinare un cambiamento nella/e partecipata/e, può risultare vantaggioso per incrementare l'efficacia di qualsiasi strategia SRI. Come visto finora, infatti, un aspetto comune di queste strategie è il perseguimento di obiettivi di copertura dagli *ESG risks* e generazione di maggiori rendimenti futuri, di conseguenza, agendo dall'interno e favorendo lo sviluppo proprio di quegli elementi, altrimenti non condizionabili, determinanti per la creazione di condizioni aziendali necessarie, si aumentano sensibilmente le possibilità di successo. Questo processo, dunque, non può che assistere l'effettivo raggiungimento dei due obiettivi, fornendo sinergie desiderabili in ogni circostanza, laddove si presentino le condizioni ottimali per la sua messa in pratica.

Per questi motivi, *l'engagement and voting* o, più in generale, gli approcci di *active ownership*, trovano il proprio ambito applicativo all'interno di un qualsiasi fondo, o investitore detentore di una partecipazione significativa, devoti alle questioni ESG e utilizzatori di strategie SRI, nei casi in cui questi fossero disposti a dedicarsi proattivamente alla partecipazione alla vita aziendale. Inoltre, le strategie di attivismo sono applicabili seguendo gli stessi criteri secondo la modalità *stand-alone*, concentrando i propri sforzi verso una trasformazione vantaggiosa per la partecipata, finalizzata al

perseguimento dei tre obiettivi analizzati in precedenza; un approccio diffuso di questo tipo è il cosiddetto “*Washing-Machine*”, che consiste nell’acquisire una quota significativa di una emittente non responsabile, per poi trasformarla e rivenderla al mercato nel lungo termine.

Infine, per quanto concerne le tipologie di rating più opportune, essendo questo un approccio principalmente utilizzato per beneficiare delle sinergie producibili, la scelta del rating dovrebbe dipendere dalle strategie a sostegno delle quali si intende utilizzarlo, è dunque necessario far riferimento alle tipologie più adeguate a queste ultime. Nel caso di applicazione *stand-alone*, invece, il rating dovrà essere funzionale all’individuazioni di emittenti in grado di sostenere un processo di trasformazione; tuttavia, presenta una certa marginalità rispetto ad una analisi svolta internamente per individuazione del margine di miglioramento dei fattori ESG. Per l’impiego della strategia di “*washing-machine*”, ad esempio, si potrà far riferimento ad agenzie dalla cui valutazione possano trasparire considerazioni relative all’impegno dell’impresa verso le questioni ESG, in quanto si cerca di selezionare emittenti che presentino un ampio spazio per il loro sviluppo e dunque in grado di generare un impatto significativo. Un provider che coinvolge questi fattori all’interno delle proprie valutazioni è Thomson Refinitiv, che considera, ad esempio, l’impegno dimostrato dall’emittente per la riduzione effettiva delle emissioni, nel porsi come un buon esempio di cittadinanza e nel seguire i principi di *best practice* in materia di *corporate governance*. Anche, e soprattutto, per questo terzo aggregato, fare riferimento esclusivamente al rating è insufficiente e può rivelarsi addirittura dannoso, poiché queste considerazioni sono quasi sempre aggregate in un unico indicatore, privo di qualsiasi contestualizzazione o commento esplicito, ciò determina l’estrema complessità del processo di individuazione e valutazione delle singole componenti e rende necessaria una analisi autonoma.

#### 4.2.4 *Impact Investing*

Nonostante l’*Impact Investing* rappresenti una delle sette strategie SRI riconosciute dalle organizzazioni internazionali, è stata intenzionalmente tralasciata durante l’analisi dei tre aggregati, in quanto può condividere le caratteristiche tipiche di ciascuna strategia, ma differisce da queste in termini di obiettivi perseguiti. L’*Impact Investing* è considerabile come una strategia impropria, esso è piuttosto un orientamento generale di allocazione del capitale. Racchiude, infatti, un’ampia gamma di investimenti, nello specifico tutti quelli finalizzati alla generazione di un impatto sociale misurabile

ed intenzionale, collocabili all'interno di uno spettro, ai cui estremi si posizionano la filantropia (esclusa) e gli investimenti sostenibili e responsabili, sulla base delle aspettative di rendimento dell'investitore. In sostanza, ciascuna allocazione riconducibile a questo approccio è frutto di una combinazione variabile delle tre componenti caratteristiche, determinata in funzione degli obiettivi strategici dell'investitore, ossia: l'impatto sociale obiettivo; il livello di rendimento atteso, contenuto in un intervallo che va da un tasso inferiore a quello di mercato fino al *risk-adjusted*, e talvolta oltre; ed il livello di rischio in capo all'investitore, che può dipendere da molteplici fattori, come l'investimento in mercati emergenti o sviluppati. Poiché l'obiettivo è quello di generare, oltre ad un ritorno finanziario, specifici benefici sociali e/o ambientali misurabili, che siano allineati allo scopo dell'impresa investita ed alle preferenze degli investitori, i programmi di *Impact Investing* sono generalmente riconosciuti come investimenti destinati a specifici progetti, in quanto questi ultimi sono in grado di isolare la destinazione dell'investimento ed aumentare la misurabilità dei risultati; tuttavia, come anticipato, il loro campo di applicazione è ben più ampio. Dall'*Annual Impact Investor Survey*<sup>93</sup>, condotto dal GIIN<sup>94</sup> nel 2020, risulta che l'*Impact Investment* coinvolga una moltitudine *asset classes*, con diverse intensità. In particolare, le attività registrate si concentrano, per numero di investimenti e per volume di capitale investito, in tre principali aree, rispettivamente: *private debt*, titoli di debito e *private equity*. Queste tre *asset classes*, rappresentative di una quota superiore al 75% del totale del capitale investito con finalità di impatto, possiedono una comune caratteristica, ossia l'illiquidità delle allocazioni, che di riflesso è considerata come uno dei tratti distintivi e possibili svantaggi dell'*Impact Investing*. Questa strategia, dunque, richiede una particolare attenzione alla fase di ricerca di opportunità, soprattutto per via di questo svantaggio, in quanto questo tipo investimenti oltre ad essere generalmente illiquidi richiedono un impegno di risorse di lungo o lunghissimo termine, per risultati che potrebbero rivelarsi significativi solo a distanza di un periodo prolungato, ed a volte tortuoso, di mantenimento della quota. Infine, anche in questo caso, l'utilizzo di rating ESG si rivela marginale in confronto alla ricerca svolta internamente, a causa della sua limitata capacità di rappresentare la condizione sostenibile delle imprese in maniera completa e soprattutto perché si punta ad individuare imprese in grado di generare impatto sociale positivo, elemento che questi indicatori non sono ancora in grado di misurare in modo affidabile. Nonostante ciò, esso può comunque risultare di qualche utilità, a seconda dell'approccio selettivo che precede la scelta finale dell'emittente target e della

---

<sup>93</sup> "2020 Annual Impact Investor Survey", pubblicato dal team di ricerca del GIIN. Consultabile presso [thejiin.org](https://thejiin.org)

<sup>94</sup> *Global Impact Investing Network*

combinazione delle tre componenti sopracitate; ad esempio, nel caso in cui si utilizzasse un criterio di selezione preliminare basato sull'approccio di *ESG Integration*, a maggior ragione se l'equilibrio delle componenti fosse inclinato verso rischio e rendimento, potrebbe risultare produttivo l'utilizzo di un rating ESG adeguato ad una strategia di *positive screening*, come quelli indicati nel paragrafo relativo.



BNP Paribas, MSCI, Vigeo-Eiris e molti altri, risulta che le principali barriere che portano gli investitori ESG a fallire nell'applicazione di strategie di investimento sostenibile e/o ad astenersi dallo sperimentarle sono tre, tutti collegati alla fase valutativa preliminare: l'incoerenza dei giudizi forniti dalle diverse agenzie di rating ESG; l'inconsistenza dei dati disponibili e la difficoltà di reperimento degli stessi in termini di qualità ed affidabilità; e la necessità di competenze analitiche avanzate.

Proprio per permettere ad un generico investitore, che si appresta ad entrare nel mondo dell'SRI, di affrontare queste sfide quantomeno con consapevolezza; il presente elaborato ha perseguito la finalità di fornire una chiave di lettura ed un approccio di interazione all'investimento sostenibile. A tal fine si è provvista una introduzione completa all'universo SRI ed una linea guida per l'esplorazione del mercato sostenibile, con l'obiettivo costante di procurare degli strumenti il cui possesso possa permettere, anche marginalmente, una migliore e più sicura "navigazione". In particolare, la comprensione delle dinamiche fondamentali e, soprattutto, la consapevolezza delle complessità ed anomalie contro cui l'investitore si deve scontrare, la cui esistenza è in parte da ricollegarsi ad una fase di vita del mercato quasi definibile "adolescenziale".

## BIBLIOGRAFIA E PUBBLICAZIONI

- Alperson Myra; 1991. *“The Better World Investment Guide”*
- Berg Florian, Fabisik Kornelia, Sautner Zacharias; 2020. *“Rewriting History II: The (Un)Predictable Past of ESG Ratings”*
- Berg Florian, Koelbel Julian F., Rigobon Roberto; 2019. *“Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”*
- Berg Florian, Koelbel Julian F., Rigobon Roberto; 2020. *“Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”*
- Bloomberg Intelligence, 2021. *“ESG assets may hit \$53 trillion by 2025, a third of global AUM”*
- BNP Paribas, *“The ESG Global Survey 2019”*
- BNP Paribas, *“The ESG Global Survey 2021”*
- Chatterji Aaron, Durand Rodolphe, Levine David, Touboul Samuel; 2015. *“Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers”*
- Christensen Dane, Serafeim George, Sikochi Siko; 2020. *“Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings”*
- Ciciretti Rocco, Dalò Ambrogio, Dam Lammertjan, 2019. *“The Contributions of Betas versus Characteristics”*
- Commissione Europea, Bruxelles, 2001. Libro Verde *“Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese”*
- Commissione Europea, Bruxelles, 2011. *“Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni”*
- Crane Andrew, McWilliams Abigail, Matten Dirk, Moon Jeremy, Siegel Donald S., 2008. *“The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility”*
- De Jong Frank, De Roon Frans A., 2001. *“Time-Varying Market Integration and Expected Returns in Emerging Markets”*
- Dimson Elroy, Karkas Oguzhan, Xi Li; 2015. *“Active Ownership”*
- Doyle Timothy M.; 2018. *“Ratings That Don't Rate. The Subjective World of Esg Ratings Agencies”*
- European Council; 2000. *“Lisbon European Council 23 And 24 March 2000 Presidency Conclusions”*
- Eurosif, *“European SRI Study 2016”*
- Eurosif, 2012. *“European SRI Study 2012”*

Fama Eugene F., French Kenneth R.; 2005. *“Disagreement, Tastes, and Asset Prices”*

Freiberg David, Park DG, Serafeim George e Zochowski T. Robert; 2020. *“Corporate Environmental Impact: Measurement, Data and Information”*

GIIN Research Team; 2020. *“2020 Annual Impact Investor Survey”*

GSIA, 2020. *“Global Sustainable Investment Review 2020”*

Holme Richard, Watts Phil, *World Business Council for Sustainable Development*, 2000. *“Making Good Business Sense”*

Jacob Charles, Edwards Jeremy, 1973. *“Proposal Relating to the Formation of the Stewardship Unit Trust”*. (Unpublished manuscript)

Kotsantonis Sakis, Serafeim George; 2019. *“Four Things No One Will Tell You About ESG Data”*

Lavecchia Francesco, 2021. *“Rischio ESG: promossi e bocciati a Piazza Affari”*

Meadows Donella H., Meadows Dennis L., Randers Jorgen, Behrens William W. III, 1972. *“The Limits to Growth”*

Meijer M.M., Schuyt T.N.M., 2005. *“Corporate social performance as a bottom of line for consumers”*

Morgan Stanley, 2019. *“Morgan Stanley Survey Finds Investor Enthusiasm for Sustainable Investing at an All-Time High”*

O’Connor Casey, Labowitz Sarah; 2017. *“Putting the “S” in ESG: Measuring Human Rights Performance for Investors”*

Oikonomou Ioannis, Brooks Chris, Pavelin Stephen, 2012. *“The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis”*

Pastor Lubos, Stambaugh Robert e Taylor Lucian, 2020. *“Sustainable Investing in Equilibrium”*

Piccolo Marco, Ruggiero Mariateresa, 2000. *“Banca Popolare Etica Rapporto annuale 2000”*

Press release, Parigi, Ottobre 2015. *“Embargo until Monday October 12 midnight Vigeo and EIRIS announce merger”*

Ralston Gavin; 2016. *“Global Investor Study 2016”*

Thoreau Henry David, 1849. *“Resistance to Civil Government”*

United Nations; 1987. *“Report of the World Commission on Environment and Development - Our Common Future”*

WWF, CAN, HEAL, Sandbag; 2012. *“Europe’s dark cloud”*

Zerbib David Olivier, 2019. *“A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Green Investing and Sin Stock Exclusion”*

## SITOGRAFIA

- [accfcorgov.org](http://accfcorgov.org)
- [bancaditalia.it](http://bancaditalia.it)
- [bilanciosociale.bancaetica.it](http://bilanciosociale.bancaetica.it)
- [blackrock.com](http://blackrock.com)
- [bloomberg.com](http://bloomberg.com)
- [ceads.org](http://ceads.org)
- [clubofrome.org](http://clubofrome.org)
- [comune-info.net](http://comune-info.net)
- [dictionary.cambridge.org](http://dictionary.cambridge.org)
- [donellameadows.org](http://donellameadows.org)
- [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)
- [efama.org](http://efama.org)
- [env-health.org](http://env-health.org)
- [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)
- [europarl.europa.eu](http://europarl.europa.eu)
- [eurosif.org](http://eurosif.org)
- [fundssociety.com](http://fundssociety.com)
- [globalgoals.com](http://globalgoals.com)
- [gsi-alliance.org](http://gsi-alliance.org)
- [hbr.org](http://hbr.org)
- [ifc.org](http://ifc.org)
- [ilsole24ore.com](http://ilsole24ore.com)
- [investopedia.com](http://investopedia.com)
- [ishares.com](http://ishares.com)
- [journals.sagepub.com](http://journals.sagepub.com)
- [milanofinanza.it](http://milanofinanza.it)
- [morganstanley.com](http://morganstanley.com)

- [morningstar.com](http://morningstar.com)
- [msci.com](http://msci.com)
- [normattiva.it](http://normattiva.it)
- [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com)
- [partecipazione.bancaetica.it](http://partecipazione.bancaetica.it)
- [repubblica.it](http://repubblica.it)
- [researchgate.net](http://researchgate.net)
- [schroders.com](http://schroders.com)
- [securities.cib.bnpparibas](http://securities.cib.bnpparibas)
- [sriservices.co.uk](http://sriservices.co.uk)
- [ssga.com](http://ssga.com)
- [stern.nyu.edu](http://stern.nyu.edu)
- [sustainabledevelopment.un.org](http://sustainabledevelopment.un.org)
- [thegiin.org](http://thegiin.org)
- [tse-fr.eu](http://tse-fr.eu)
- [un.org](http://un.org)
- [unpri.org](http://unpri.org)
- [vigeo-eiris.com](http://vigeo-eiris.com)
- [who.int](http://who.int)