



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Scienze economiche e finanziarie

ESG Rating.

Impatto sui fondi d’investimento: un’analisi empirica

ESG Rating.

Impact on investment funds: an empirical analysis

Relatore: Chiar.ma

Prof.ssa Camilla Mazzoli

Tesi di Laurea di:

Antonello Colecchia

Correlatore: Chiar.ma

Prof.ssa Claudia Pigni

Anno Accademico 2018 – 2019

INDICE

INTRODUZIONE	3	
CAPITOLO 1 - GLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI E RESPONSABILI		
1.1 FINANZA SOSTENIBILE E RESPONSABILE	6	
1.2 BANCHE ETICHE E BANCHE TRADIZIONALI A CONFRONTO	9	
1.3 PRINCIPI E STRATEGIE DEGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI E RESPONSABILI.....	14	
CAPITOLO 2 - IL FENOMENO DEGLI ESG NEGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI E RESPONSABILI		
2.1 SVILUPPO ED ANALISI DEGLI INVESTIMENTI ESG	25	
2.2 LINEE GUIDA PER LA STESURA DI UN REPORT ESG.....	39	
2.3 ESG E VALUE INVESTING	45	
2.4 FATTORI DI RISCHIO ESG	48	
CAPITOLO 3 - RATING DI SOSTENIBILITÀ (ESG) E SCELTA DEL BENCHMARK		
3.1 INTRODUZIONE AL CONCETTO DI RATING ESG.....	52	
3.2 IL MORNINGSTAR SUSTAINABILITY RATING	58	
3.2.1 Metodologia del Morningstar Sustainability Rating	60	
3.3 METODOLOGIA MSCI ESG RATING (MORGAN STANLEY CAPITAL INTERNATIONAL)	69	
3.4 SCELTA DEL BENCHMARK DEI FONDI ESG	75	
CAPITOLO 4- ANALISI DEI FLUSSI D'INVESTIMENTO		79
4.1 DESCRIZIONE DEI DATI	79	
4.2 METODOLOGIA	81	
4.3 STATISTICHE DESCRITTIVE	83	
4.4 RISULTATI EMPIRICI.....	87	
4.5 RIFLESSIONI CONCLUSIVE.....	91	
BIBLIOGRAFIA	93	

Introduzione

Parlare nel nostro periodo di Finanza Etica, significa accostare due termini finanza e allo stesso tempo etica, ossia due termini che nella percezione comune sono in forte antitesi l'uno con l'altro.

L'etica (dal greco antico, èthos) è una branca della filosofia che studia gli elementi fondamentali che permettono di assegnare ai comportamenti umani uno status deontologico, ossia distinguere i comportamenti giusti da quelli ingiusti.

La finanza, invece, sia da un punto di vista pubblico che privato, si occupa sia degli strumenti finanziari che dei mercati, luogo nel quale tali strumenti vengono negoziati.

Possiamo affermare che, mentre il concetto di finanza evoca in noi subito il concetto di massimizzazione dei guadagni come unico obiettivo, attraverso la speculazione, il concetto di etica fa riferimento a valori quali la morale in senso assoluto ed il comportamento per il bene umano. Per tali motivi, questi due concetti sembrano essere in antitesi, tanto da essere argomento di interesse a partire dal filosofo Aristotele, il quale affermava che l'obiettivo dell'azione umana doveva essere il raggiungimento di ciò che è bene per l'uomo.

In realtà quando si parla di finanza etica si intende quel settore della finanza all'interno del quale oltre ai tradizionali metodi di valutazione, si stabilisce come e dove allocare le risorse in base soprattutto a delle valutazioni etiche e morali, le quali non tengono conto di fattori prettamente finanziari. L'investitore etico è appunto colui che nelle scelte d'investimento utilizza, in modo consapevole, oltre ai soliti criteri economico-finanziari (rendimento, rischio) anche altre variabili basate sui principi etici e/o sociali ed ambientali.

Recenti studi hanno messo in risalto che la finanza etica non rinuncia alla profittabilità, bensì si distacca semplicemente dal concetto di finanza tradizionale.

L'obiettivo è quello di riportare la finanza a svolgere la sua funzione originaria, ossia l'equa allocazione delle risorse finanziarie nel tempo e nello spazio per sostenere lo sviluppo dell'economia reale negli interesse della collettività.

Il concetto di finanza etica è sorto a partire dagli anni '70, quando i cittadini hanno iniziato a domandarsi se il comportamento degli istituti finanziari, il cui unico scopo era il raggiungimento del massimo profitto, tenesse conto delle conseguenze che l'impatto di tali scelte potesse avere sull'ambiente e sul sociale.

Legato al concetto di finanza etica vi è quello relativo alla finanza socialmente responsabile, nella definizione originale Socially Responsible Investment (SRI), il quale fa riferimento a tutti quegli Investimenti Socialmente Responsabili. Quest'ultimo presuppone la selezione di titoli di società, per gran parte, quotate che soddisfano alcuni criteri di responsabilità: valorizzazione del capitale umano, promozione dell'ambiente e così via. L'investimento responsabile si discosta dall'investimento classico in quanto mentre quest'ultimo, tramite la speculazione, ha lo scopo di ottenere guadagni nel breve periodo, quello responsabile ha un orizzonte temporale di guadagno nel medio-lungo termine. Nel corso del 2006, le Nazioni Unite hanno lanciato i Principles for Responsible Investment (o PRI), con l'intento di favorire la diffusione dell'investimento sostenibile e responsabile tra gli investitori istituzionali. Tali principi pongono l'accento su un aspetto al giorno d'oggi molto interessante, il quale risulta essere l'attore principale di questo lavoro, ossia l'approccio ESG, Environmental (ambientale), Social (sociale) ed infine Governance (gestione aziendale). Questi approcci hanno lo scopo di incorporare parametri ambientali, sociali e di governance all'interno dell'analisi finanziaria e dei processi di decisione.

Tale concetto, oggi, ha avuto notevole risonanza grazie principalmente alla volontà dell'ONU di porre rimedio entro il 2030 al surriscaldamento globale.

In particolare, il presente lavoro di tesi ha come obiettivo nel primo capitolo l'andare ad analizzare il fenomeno della Finanza etica e sostenibile, in particolare le scelte d'Investimento Socialmente Responsabile, che nel corso degli ultimi decenni ha suscitato notevole interesse, anche come risposta alle precedenti crisi (Fallimento di Lehman Brothers e crisi del debito sovrano). In merito ai SRI andremo ad analizzare quali sono le sue strategie in Europa ed il loro impatto. Successivamente

prenderemo in considerazione i Principi degli Investimenti Responsabili andando ad introdurre il concetto dell'approccio ESG.

Il secondo capitolo andrà ad analizzare nello specifico gli investimenti ESG, andando a prendere in considerazione lo sviluppo di tali investimenti nel tempo. Analizzeremo quest'ultimi andando a vedere quali sono stati gli impatti positivi che hanno avuto nel panorama mondiale. D'altro canto faremo un excursus su quelli che sono i potenziali rischi a cui tali investimenti possono portare. Un altro aspetto di cui tratteremo sarà quello relativo alla redazione di un report ESG, che al giorno d'oggi è di fondamentale importanza per gli investitori.

Il terzo capitolo ha lo scopo di dare una spiegazione di quali sono i criteri di valutazione degli investimenti ESG da parte di Morningstar, creati dalla collaborazione di Sustainalytics. Verrà analizzato il Rating di sostenibilità introdotto da Morningstar e le componenti che lo caratterizzano. Oltre a quanto detto in precedenza verrà analizzata la differenza tra il rating ESG di Morningstar con quello di MSCI.

Nel quarto ed ultimo capitolo verrà effettuata un'analisi che al giorno d'oggi non è stata ancora presa in considerazione, ossia qual è stata la variazione dei flussi netti d'investimento con l'introduzione del Rating ESG da parte di Morningstar, la più celebre ed autorevole società che fornisce ricerche finanziarie indipendenti. Per fare questo tipo di analisi verrà presa in considerazione una metodologia econometrica, difference-in-difference. Quest'ultima ha l'obiettivo di stimare qual è stato l'effetto di un "trattamento", dovuto all'introduzione del Rating ESG, su un gruppo di fondi americani ("gruppo trattato") rispetto ad un secondo gruppo di soggetti non sottoposti al trattamento ("gruppo di controllo"). I due gruppi vengono osservati in due periodi, uno precedente ed uno successivo al trattamento. Per effettuare questo tipo di analisi è stato di fondamentale importanza il supporto di Morningstar, società composta da analisti indipendenti che aiutano gli investitori a dare valutazioni sui fondi d'investimento in cui investire, come mezzo attraverso il quale reperire i dati.

1. Gli Investimenti Sostenibili e Responsabili

1.1 Finanza sostenibile e responsabile

In risposta alla recente crisi finanziaria, che ha avuto il picco simbolico con il fallimento di Lehman Brothers, il 15 Settembre 2008, di cui stiamo ancora scontando gli effetti è andato via via a prendere piede un concetto già esistente ma lasciato ai margini dalla finanza, la finanza sostenibile.

Prima di parlare di Socially Responsible Investment (SRI), ossia investimenti socialmente responsabili, è doveroso inizialmente andare a prendere in considerazione il contesto in cui stiamo vivendo, e proprio per questo è importante parlare di sostenibilità e di sviluppo sostenibile. Il concetto della sostenibilità risulta essere un concetto molto complesso, a tal punto da andar a toccare aspetti dal punto di vista ambientale, economico e sociale; questo argomento considerato in senso lato rappresenta nello specifico il legame che vi è tra l'uomo e la natura. Per comprendere meglio il concetto di sostenibilità, è utile far riferimento alla definizione elaborata dalla Commissione Brundtland delle Nazioni Unite nel 1987, il quale sostiene che lo sviluppo sostenibile è quel mezzo che *“soddisfa i bisogni dell'attuale generazione senza compromettere la capacità di quelle future di rispondere ai propri”*. Il concetto di sostenibilità che a noi interessa maggiormente è quello relativo all'aspetto di tipo economico, il cui scopo è quello del mantenimento del capitale, ovvero utilizzare quello che è il reddito prodotto senza andar a tangere la capacità di crescita nel futuro. Per quanto riguarda l'aspetto relativo alla sostenibilità di tipo ambientale, ha lo scopo di mantenere la produttività e la funzionalità dei sistemi ecologici, trovando il giusto connubio di tra input delle risorse naturali ed output. L'ultimo elemento è riferito al concetto della sostenibilità dal punto di vista sociale, che affonda le radici in quello che è il rispetto dell'uomo e dei suoi diritti. Lo schema relativo allo sviluppo sostenibile viene perseguito tramite gli elementi schematizzati nella **Figura 1**.

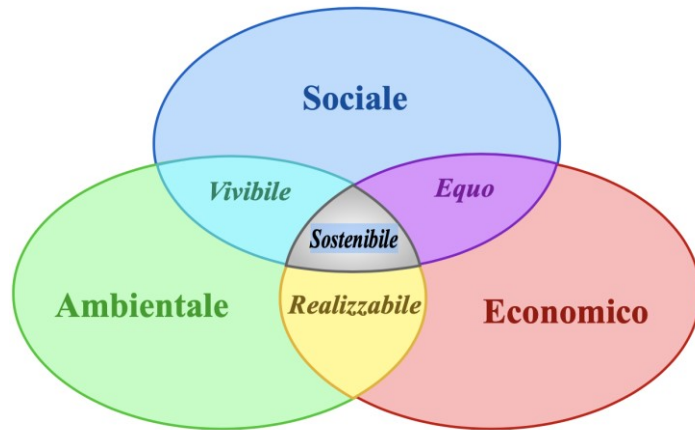


Figura 1 Pilastri dello sviluppo sostenibile.

Il legame che vi è tra lo sviluppo sostenibile e l’approccio finanziario è la finanza etica o anche definita socialmente responsabile. Questo concetto si differenzia dall’idea classica di finanza, il cui scopo è il solo massimo raggiungimento dei profitti nel minor tempo possibile andando a comprimere i costi e a trascurare ogni considerazione che non sia la massimizzazione del valore delle proprie azioni.

Il dibattito sulla finanza etica e sostenibile è cresciuto molto negli ultimi anni a tal punto da far avviare alla Commissione Europea un percorso verso la finanza sostenibile, partendo dalla stesura di un rapporto che possa guidare le future politiche. Nella maggior parte dei casi il concetto di sostenibilità viene ricondotto al mero aspetto ambientale, o più nello specifico al fenomeno del climate change. In questo quadro sono iniziate ad esserci anche iniziative riguardanti il greenwashing, ossia istituti finanziari che vanno a ridurre il loro impatto ambientale pur continuando a finanziare quelle aziende che operano in combustibili fossili. In questo contesto a svolgere un ruolo importante dovrebbe essere la trasparenza e la corretta informazione, andando a mettere da parte il concetto di asimmetria informativa, con lo scopo di permettere al cliente di orientarsi tra tutti i possibili gestori.

La finanza sostenibile e responsabile tiene conto all’interno delle proprie decisioni del concetto relativo alla sostenibilità. Attorno alla finanza sostenibile è nato un forum chiamato appunto “*Il Forum per la finanza sostenibile*”, il quale definisce l’investimento Sostenibile e Responsabile come

quella norma di gestione patrimoniale che oltre al perseguimento degli obiettivi tipici della gestione finanziaria, ossia l'ottimizzazione del rapporto tra il rischio- rendimento, affianca anche elementi di natura etica, sociale ed ambientale. I motivi che spingono i gestori dei fondi ad utilizzare criteri ambientali e sociali nelle scelte di portafoglio possono essere classificati in:

- 1. Gestione ottimale del rischio/rendimento.** Tutti gli investitori sono spinti dal giusto equilibrio tra rischio e rendimento. L'introduzione degli aspetti sia ambientali che sociali creano quel presupposto per la il continuo miglioramento con lo scopo di aumentare il rendimento del capitale nel medio/lungo periodo.
- 2. Ricerca d'impresa ad alto potenziale.** Questo nasce dal concetto secondo cui le imprese che riescono ad ottenere delle soluzioni sostenibili, a fronte di eventuali problemi come il cambiamento climatico, possono aver un buon successo commerciale.
- 3. Valutazione degli asset intangibili.** I gestori nelle loro valutazioni non prendono più solamente in considerazione l'aspetto prettamente reddituale o patrimoniale, bensì vengono considerate altre tre variabili, le quali influenzano circa il 30% del valore di un titolo di un'impresa a medio-alta capitalizzazione. Queste tre variabili che ho appena accennato sono: la qualità del management, il capitale intellettuale ed infine la reputazione.
- 4. Individuazione di imprese più efficienti.** In questo ambito assumono notevole importanza quelli che sono i costi ambientali che una determinata imprese deve fronteggiare nei suoi processi produttivi. Un investitore si vedrà bene dall'investire in quelle imprese che hanno deciso di operare in un determinato settore solamente per ottemperare alle disposizioni normative, piuttosto che imprese che decidono di prendere una loro direzione in quel grande panorama della sostenibilità.

5. Marketing. Nell'ultimo decennio il concetto degli investimenti sostenibili e responsabili ha fatto sì che suscitasse interesse da parte di istituti finanziari e fondi d'investimento, con lo scopo di fargli comprendere che nei loro prodotti finanziari dovesse essere posto l'accento verso questo aspetto innovativo.

Gli studiosi Kent Baker e John Nofsinger hanno sostenuto che i vantaggi nell'utilizzare gli investimenti (SRI) sono di due tipi; per quanto riguarda il primo aspetto positivo è che le decisioni d'investimento rispecchiano il modo d'essere di un determinato individuo, ossia se un soggetto è responsabile ed ha un occhio di riguardo per l'ambiente in cui vive, potrà mettere pressione a quelle imprese/società quotate che ancora non si sono adeguate alle esigenze ambientali e sociali. L'altro aspetto positivo riguarda il fatto che le imprese considerate sostenibili e responsabili, sono più redditizie in quanto risultano avere meno probabilità di essere soggette ad azioni di responsabilità.

1.2 Banche etiche e banche tradizionali a confronto

Quando parliamo di finanza etica o sostenibile, dobbiamo far riferimento alla differenza che vi è tra i due tipi di istituto di credito, ossia banche etiche e banche tradizionali.

Il primo elemento che differenzia le banche tradizionali da quelle etiche è che nei dieci anni successivi al fallimento della banca d'affari Lehman Brothers, non è stato speso nulla per salvare le 23 banche etiche presenti in Europa, a differenza del fatto che gli stati europei, hanno speso 654 Miliardi di euro per salvare dal fallimento decine di banche che avevano investito nei così tanto conosciuti mutui sub-prime, con lo scopo di ottenere rendimenti molto elevati a fronte di un minimo rischio, il quale in realtà è risultato essere molto elevato. Il fenomeno delle banche etiche affondano le origini fino a 600 anni fa andando a toccare parte di un aspetto che non tratteremo, il fenomeno del Microcredito, la cui nascita viene attribuita impropriamente a Muhammad Yunus, fondatore della Grameen Bank. Ho utilizzato il termine "impropriamente", poiché la nascita del fenomeno del microcredito viene fatto risalire nel 1472, con la nascita dei Monti della pietà, i quali a loro volta hanno dato il via alla nascita delle casse di risparmio, oggi diventate le attuali BCC (Banche di credito cooperative). Noi non ci

occupere del concetto del microcredito, bensì prenderemo in considerazione le differenze tra il tipo di banca tradizionale ed etica. Nel corso di questo capitolo andremo a vedere se le banche etiche e sostenibili, che finanziano progetti sociali, culturali ed infine ambientali, risultino essere anche solide dal punto di vista finanziario.

La propensione al finanziamento dell'economia reale da parte di una banca è evidenziata dalla percentuale degli attivi che sono destinati al credito. Nella *Tabella 1* possiamo notare che per le banche etiche la percentuale dei crediti sul totale degli attivi è quasi il doppio rispetto alle tradizionali banche sistemiche. Ciò sta a significare che le banche etiche risultano essere più vocate allo scopo originario della banca, concessione dei crediti. D'altro canto le banche sistemiche risultano essere molto propense ad svolgere più operazioni di partecipazione verso le imprese o nell'investimento di titoli.

Tabella 1: Rapporto crediti/totale attivo

Crediti/Totale attivo	2017	2012	2007
Banche etiche/sostenibili europee	76,94%	75,50%	66,72%
Banche sistemiche europee	40,52%	35,30%	32,43%

Come si può notare il fenomeno della concessione dei crediti nel corso dell'ultimo decennio ha assunto per le banche etiche un ruolo molto importante passando dal 66,72% del 2007, al 76,94% del 2017. A differenza di ciò le banche sistemiche, successivamente alla crisi del 2008, hanno insistito nel dedicare parte dei propri prodotti ad attività finanziarie, ritenute dagli analisti come essa stessa la fonte della crisi.

Questa differenza strutturale dal lato dei crediti sul totale dell'attivo è rimasta anche dopo la crisi del 2008, in quanto le banche sistemiche successivamente a quel periodo hanno iniziato a raccogliere più

risparmi dal lato dei clienti ma allo stesso tempo anche le banche etiche lo hanno fatto, facendo rimanere inalterato il divario strutturale tra le due banche.

Andando ad analizzare i due principali indici di bilancio quali, ROA (Return on Asset) e ROE (Return on Equity), salta subito all'occhio la differenza tra i due tipi di istituti finanziari:

Tabella 2: ROA banche etiche e sistemiche

ROA- RETURN ON ASSETS	5 ANNI (2012-2017)	
	Media	DEV.standard
<i>Banche etiche e sostenibili europee</i>	0,47%	0,08%
<i>Banche sistemiche europee</i>	0,05%	0,02%
	10 ANNI (2007-2017)	
	Media	DEV. standard
<i>Banche etiche e sostenibili europee</i>	0,42%	0,13%
<i>Banche sistemiche europee</i>	0,06%	0,04%

Per quanto concerne il ROA (*Tabella 2*), il quale è una misura della redditività della banca, possiamo notare che questo indice di bilancio sia nell'arco dei 5 anni che nei 10 anni, è stato di gran lunga inferiore a quello delle banche etiche. Gran parte di questo motivo è dovuto al fatto che a seguito della crisi del 2008, le banche sistemiche abbiano avuto un Return on Asset quasi piatto, a differenza delle banche etiche le quali sono riuscite ad avere un valore leggermente positivo.

L'altro indicatore di bilancio che ci permetterebbe di far comprendere ancora meglio questa differenza tra i due istituti di credito è il ROE (Return on Equity), rapporto tra l'utile netto ed il patrimonio netto, questo è un tipo di misura del rendimento contabile dell'impresa (*Tabella 3*).

Tabella 3: ROE banche etiche e sistemiche

ROE- RETURN ON EQUITY	5 ANNI (2012-2017)	
	Media	DEV.standard
<i>Banche etiche e sostenibili europee</i>	4,36%	1,18 %
<i>Banche sistemiche europee</i>	0,90%	0,31%

	10 ANNI (2007-2017)	
	Media	DEV. standard
<i>Banche etiche e sostenibili europee</i>	3,98%	1,24%
<i>Banche sistemiche europee</i>	1,23%	1,05%

Come si evince dalla precedente tabella, il rendimento medio contabile delle banche sistemiche nell'arco temporale che va al 2012-2017, hanno avuto un rendimento di ben 3,46% più alto rispetto alle banche sistemiche europee. Andando ad analizzare un orizzonte temporale più ampio (2007-2017) la situazione rimane invariata, ossia le banche sistemiche hanno avuto un rendimento maggiore ma questa volta di non più 3,46% bensì del 2,75%.

L'analisi condotta da Fondazione Finanza Etica, ha confermato che nell'ultimo decennio le banche etiche e sostenibili sono cresciute molto di più rispetto a quelle sistemiche europee (**Tabella 4**). In questo orizzonte temporale, le banche sistemiche hanno concesso molti più prestiti, hanno anche raccolto più risparmi nei depositi e di conseguenza sono andate a diventare sempre più grandi.

Tabella 4: Rapporto crescita banche tradizionali vs etiche

CRESCITA	5 ANNI (2012-2017)	10 ANNI (2007-2017)
<i>Totale Attivo</i>		
<i>Banche etiche e sostenibili europee</i>	8,24%	9,66%
<i>Banche sistemiche</i>	-1,99%	-1,00%
<i>Prestiti</i>		
<i>Banche etiche e sostenibili europee</i>	8,69%	11,35%
<i>Banche sistemiche</i>	0,75%	0,94%
<i>Depositi</i>		
<i>Banche etiche e sostenibili europee</i>	7,59%	11,18%
<i>Banche sistemiche</i>	2,60%	2,29%
<i>Patrimonio netto</i>		
<i>Banche etiche e sostenibili europee</i>	8,66%	9,85%
<i>Banche sistemiche</i>	2,47%	4,06

<i>Utile netto</i>		
<i>Banche etiche e sostenibili europee</i>	3,60%	-0,37%
<i>Banche sistemiche</i>	18,04%	-5,42%

Dalla precedente tabella, notiamo che le banche etiche e sostenibili hanno avuto nell'arco temporale (2007-2017) un utile netto negativo, ben più contenuto di quelle banche sistemiche.

La prima banca etica che è stata fondata in Europa è GLS BANK, nata a Bochum, in Germania nel 1974 ed è riconosciuta come una delle dieci banche etiche più importanti in Europa. Oltre ad GLS anche l'italiana Banca Etica, fondata nel 1999 dalla necessità di una serie di soggetti della società civile di dotarsi di un soggetto finanziario. Queste due banche assieme a Triodos Bank, Cr. Coop, UMW Bank, ABS, APS, Oilkocr. Pollenca ed La NEF coprono il ruolo delle dieci più importanti banche sostenibili in Europa avendo un totale degli attivi al 2007 pari a 46,22 Miliardi di euro.

Dal punto di vista legislativo, l'11 Dicembre 2016 c'è stato il primo riconoscimento legislativo per la finanza etica. Questo primo traguardo, per il momento, è stato raggiunto soltanto in Italia: infatti non esiste nessun'altro paese europeo che descriva in modo chiaro le caratteristiche che distinguono le banche etiche da quelle tradizionali. A svolgere un ruolo importante è stato appunto l'articolo 111 del Testo Unico Bancario (TUB), a cui è stato affiancato l'articolo 111Bis (Finanza etica e sostenibile), il quale prevede che sono operatori bancari di finanza etica e sostenibili le banche che si rifanno ai seguenti principi:

1. Valutano i finanziamenti erogati a persone giuridiche secondo uno standard etico internazionalmente riconosciuto, con una grande attenzione all'impatto sociale ed ambientale.
2. Danno evidenza pubblica dei finanziamenti che erogano
3. Devolvono almeno il 20% del proprio portafoglio crediti ad organizzazioni senza scopo di lucro.
4. Non distribuiscono profitti, i quali vengono reinvestiti nella propria attività

5. Adottano un sistema di governance ed un modello organizzativo a forte orientamento democratico
6. Adottano politiche retributive tese a contenere al massimo la differenza tra la remunerazione maggiore e quella media della banca.

L'unica banca in Italia che ad oggi è in grado di rispettare tutti questi stringenti criteri è Banca Popolare Etica.

1.3 Principi e strategie degli investimenti sostenibili e responsabili

Al giorno d'oggi il concetto degli investimenti sostenibili ha avuto una grande risonanza, dovuta principalmente al fatto che negli ultimi tempi sempre più spesso si è parlato di inquinamento delle acque e del fenomeno di "climate change". In risposta a questa serie di problemi, il mondo finanziario, riluttante nei confronti di questo concetto, può essere uno strumento straordinario di pressione per spingere le imprese ad adottare un comportamento più "etico". Alla luce di ciò le Nazioni Unite, hanno voluto istituzionalizzare queste pratiche attraverso lo "UN Environment Programme", il quale insieme ad oltre 200 istituzioni del settore finanziario, hanno redatto un documento intitolato "***Principles of Responsible Investment***"(PRI), il cui contenuto costituisce una linea guida per gli investitori che hanno intenzione di intraprendere la strada degli ESG. Le parole che vengono riportate all'interno di questo documento sono:

"Come investitori istituzionali, abbiamo il dovere di agire nel migliore interesse nel lungo periodo per i nostri beneficiari. In questo ruolo fiduciario, crediamo che i fattori ambientali, sociali e di governo societario possano incidere sulle performance dei portafogli d'investimento (in misura variabile tra imprese, settori, regioni, classi di attività e attraverso il tempo). Riconosciamo anche che l'applicazione di questi principi possano allineare al meglio gli investitori con ampi obiettivi della società. Pertanto, ove coerente con le nostre responsabilità fiduciarie, ci impegniamo a:

- 1. Integrare i fattori ESG*
- 2. Assumere il ruolo di azionisti attivi e integrare i fattori ESG nelle nostre politiche e pratiche di azionariato.*
- 3. Richiedere un'adeguata trasparenza ed informazione sugli aspetti ESG presso società in cui vengono effettuati investimenti.*
- 4. Promuovere l'accettazione e attuazione dei principi nel settore degli investimenti.*
- 5. Aumentare l'efficacia nell'applicazione dei principi tramite una partecipazione attiva all'interno del PRI.*
- 6. Redigere un resoconto annuale sulle attività e sui progressi nell'applicazione dei principi.*

Per quanto riguarda la classificazione di EUROSIF (The European Social Investment Forum), un gruppo paneuropeo no-profit la cui missione è sviluppare delle pratiche d'investimento sostenibile e migliori modelli di corporate governance per i mercati finanziari europei.

Eurosif sostiene che vi sono sette strategie per gli investimenti sostenibili e responsabili:

- 1. Best-in-Class**
- 2. Sustainability Themed**
- 3. Norms-based Screening**
- 4. ESG Integration**
- 5. Engagement and Voting**
- 6. Exclusion**
- 7. Impact Investing.**

La prima strategia che analizziamo è quella **Best-in-Class**, che consente agli investitori di scegliere quelle aziende che hanno il miglior punteggio ESG in un particolare settore industriale. Un investitore che detiene un portafoglio BIC (Best-in-Class) comprende in genere le società che soddisfano sia un criterio ESG che una valutazione finanziaria. Altri tipi di approccio che rientrano in una

classificazione simile sono Best-in-Universe e il Best-Effort. Una delle principali carenze però è dovuta al fatto che in questa categoria, Best-in-Universe, non è possibile confrontare tutti i settori e tutte le classi di attività come possiamo per il Best-in-Class. Negli ultimi otto anni, Best-in-Class è cresciuta con un tasso di crescita annuale composto (CAGR) del 20%, (**Figura 2**) raggiungendo oltre 585 Miliardi e mostrando che questa strategia è quella secondo la quale rispecchia più le attitudini degli investitori, facendoli sentire a proprio agio.

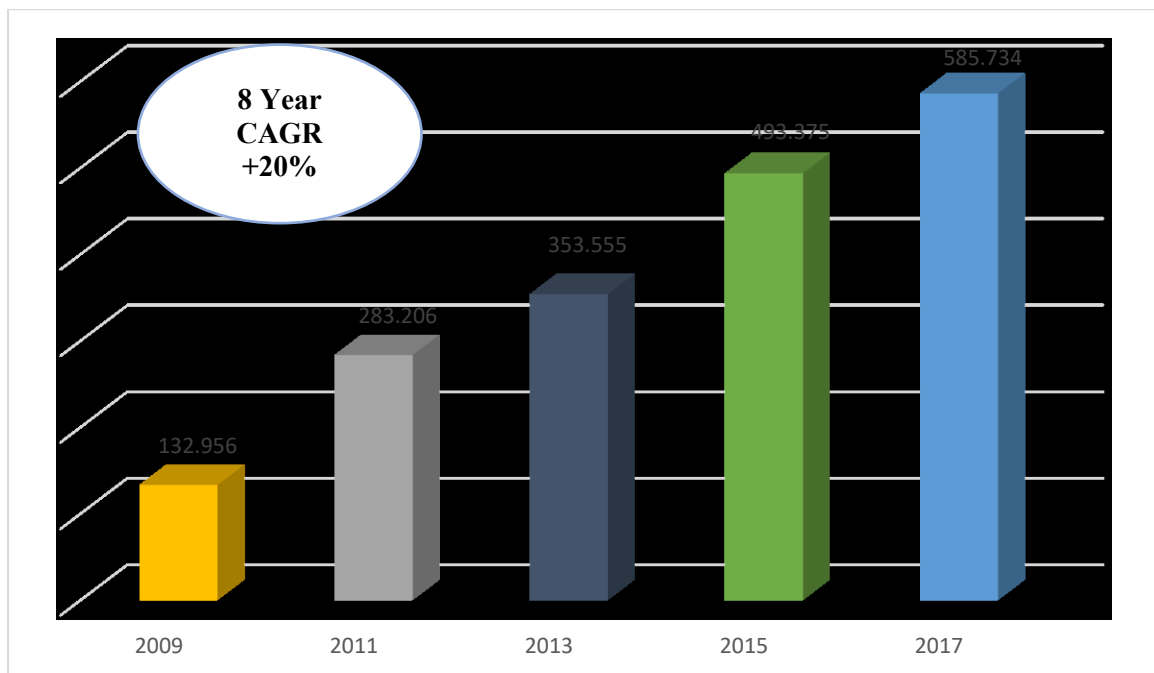


Figura 2: Evoluzione del Best-in-Class in Europa

Questo tipo di strategia nel corso degli ultimi due anni ha avuto un impatto positivo in Italia passando da 4 Miliardi a 58 Miliardi, ciò sta a significare che gli investitori italiani stanno diventando più attenti a parametri come l'ESG.

Per quanto riguarda la seconda strategia, **Sustainability Themed**, si traduce nella selezione di asset che sono correlati alla sostenibilità di fondi ad uno o più temi (**Figura 3**).

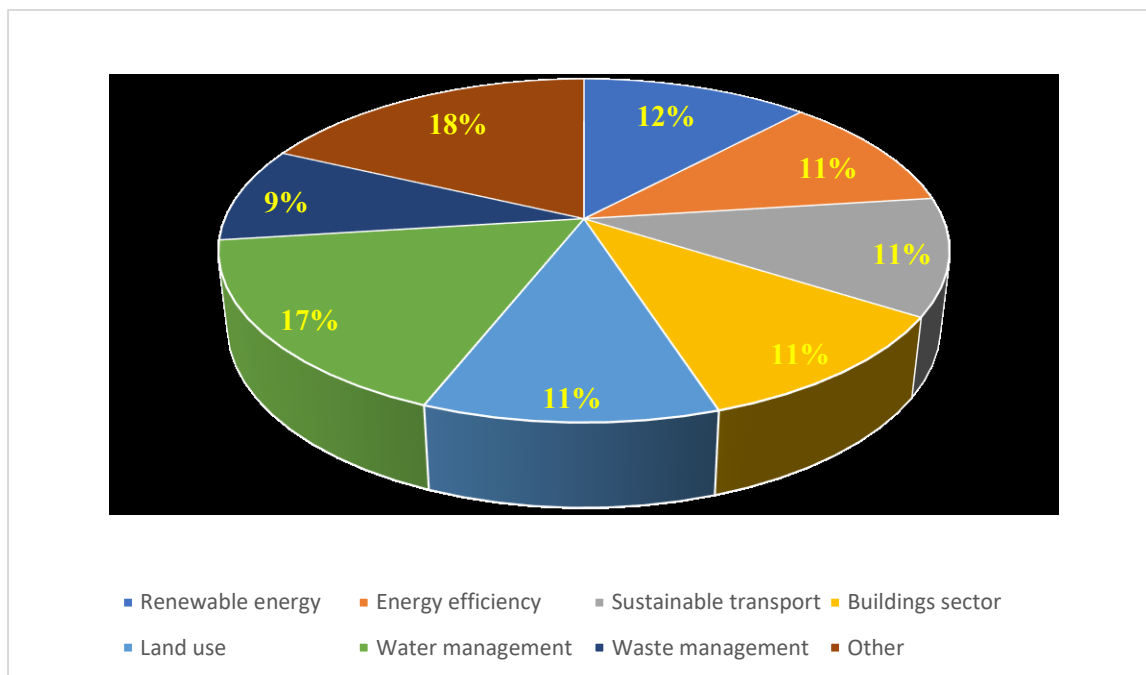


Figura 3: Investimenti tematici sulla sostenibilità

Da questo grafico possiamo notare che nessun gruppo è prevalso sull'altro, nonostante questo, però negli ultimi anni gli investitori hanno spostato la loro attenzione principalmente a favore del cambiamento climatico (18%) e dei fondi a tema idrico (17%). Il CAGR di questa strategia d'investimento negli ultimi otto anni è stato del 25% e gran parte di questo risultato lo deve al ruolo che il cambiamento climatico ha avuto nella politica internazionale. Un altro aspetto da non sottovalutare in questa strategia è il fenomeno della scarsità d'acqua, il quale è già una minaccia che colpisce le vite di circa 1,2 miliardi di persone che vivono in aree dove vi è scarsità idrica. Questo tipo di strategia anche se non direttamente ha degli elementi in comune con quelli che vi erano stati discussi nell'accordo di Parigi del 2015, il quale definisce un piano d'azione globale per rimettere il mondo sulla giusta cercando di limitare il fenomeno del cambiamento climatico.

La strategia del **Norms-Based Screening (NBS)**, consente agli investitori di selezionare le società nei loro portafogli in linea con il loro livello di conformità con gli standard e le norme internazionali. Queste norme si riferiscono a settori come la protezione ambientale, i diritti umani, le norme sul lavoro e i principi anticorruzione che sono contenute nelle linee guida dell'OCSE. Questa strategia

può essere utilizzata sia autonomamente che insieme ad Exclusion o all'Engagement. NBS ha registrato una crescita importante negli ultimi otto anni con un CAGR al 16% (*Figura 4*).

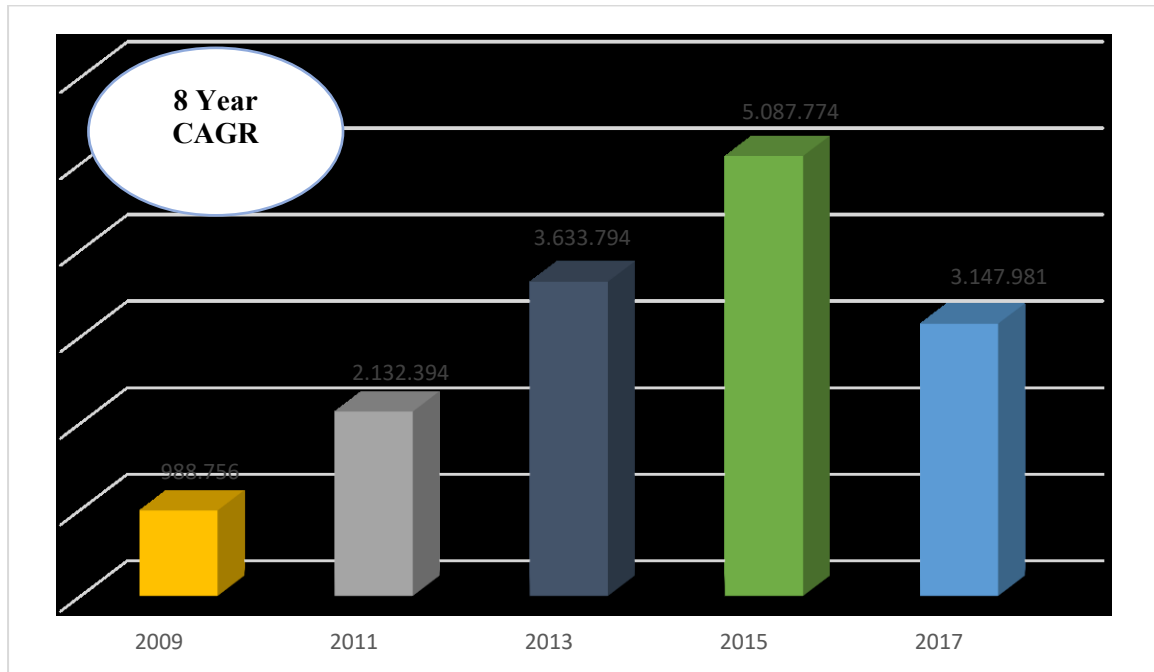


Figura 4: Crescita Norms-Based Screening in Europa.

La strategia relativa all' **Engagement and voting**, prende in considerazione l'attività di coinvolgimento attivo nelle assemblee annuali attraverso la ricerca del dialogo con il management con l'impegno di rendere consapevoli le società sul tema della sostenibilità. Questa è una strategia a lungo termine, nella quale si cerca di influenzare i comportamenti delle società coinvolte. L'Engagement and voting è la seconda strategia più popolare dopo l'Exclusion, tanto da far registrare negli ultimi anni una crescita positiva del CAGR del 14% (*Figura 5*). Per quanto riguarda i paesi Europei, il Regno Unito è il maggior player del mercato con un totale di 2,8 trilioni ed una crescita dell'11%.

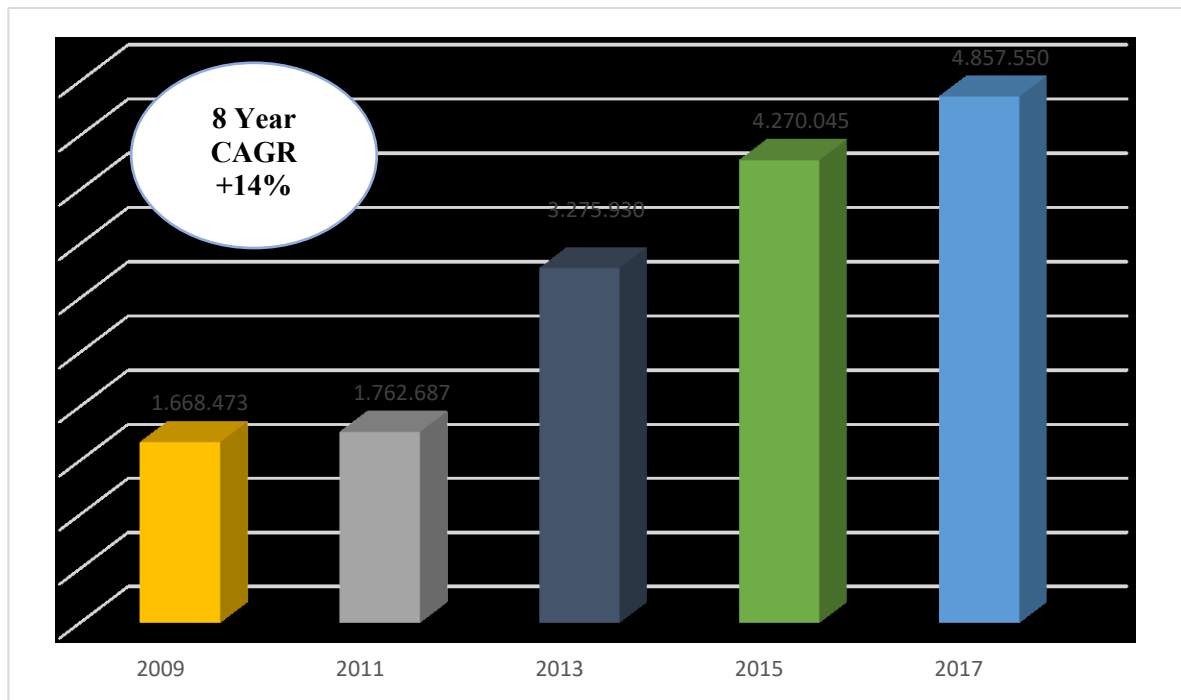


Figura 5: Crescita Engagement e Voting in Europa

La strategia **Exclusion** risulta essere la più vecchia delle strategie SRI, in quanto è stata utilizzata già agli inizi del 18° secolo, quando gruppi religiosi, dai quaccheri ai metodisti, hanno iniziato ad allineare le loro scelte d'investimento con i loro codici morali. All'epoca, le industrie che avrebbero potuto provocare dei problemi per la salute umana era al centro dell'attenzione, successivamente il fenomeno dell'Exclusion iniziò a riguardare i titoli di quelle società che erano coinvolte nella produzioni o vendita di tabacco, armi ed alcool. Questa strategia viene ritenuta dagli studiosi una delle più importanti e nonostante ciò ha fatto sì che gli investitori iniziassero ad avere meno interesse verso tale strategia. A livello Europeo la crescita più significativa si è verificata in Italia pari al 154% negli ultimi due anni ed ha raggiunto un valore pari a 1.500 miliardi di dollari di AuM (*Figura 6*).

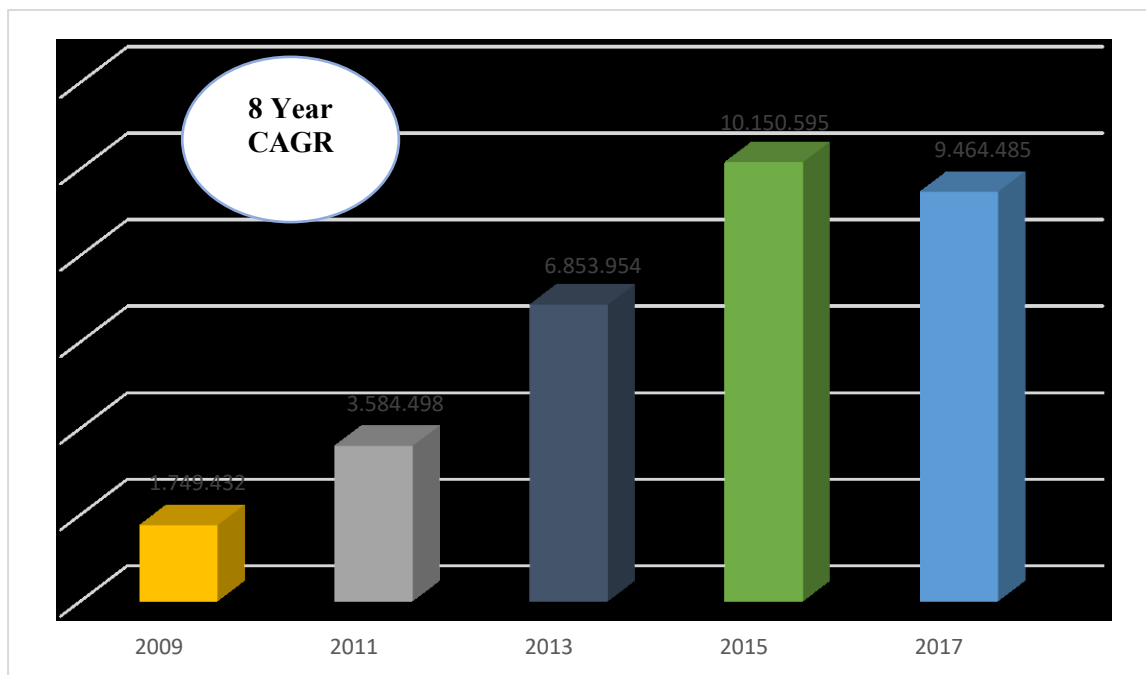


Figura 6: Crescita Exclusion in Europa

Un'altra strategia è quella relativa all' **Impact Investing**, quest'ultima (letteralmente, investimenti a impatto) è una politica di investimenti con cui aziende, organizzazioni e fondi intendono generare sia un ritorno economico sia un impatto positivo sulla società e sull'ambiente. Questa strategia è l'ultima nata, ma è anche considerata la strada più innovativa. Si tratta quindi di una cosa ben diversa dalla filantropia: con l'impact investing non si fa una donazione a fondo perduto, ma investimenti veri e propri, con cui ci si propone di guadagnare in futuro, con tassi che possono essere superiori o inferiori a quelli di mercato. Per poter meglio descrivere questa strategia devono essere presi in considerazione quattro pilastri. Il primo è il ritorno finanziario, secondo il quale gli investitori puntano ad ottenere un graduale incremento del proprio valore del capitale che hanno investito nel medio periodo. Gli altri tre pilastri dell'Impact Investing sono appunto: intenzionalità, temi d'impatto e misurazione d'impatto. Gli investimenti ad impatto ruotano attorno alla macro-area dell'ambiente e dell'energia come: l'efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite e l'economia circolare. Dal punto di vista della sostenibilità sociale, gli investimenti ad impatto sostengono chi si impegna per l'educazione, l'inserimento lavorativo e le pari opportunità. Oltre a questi elementi precedentemente analizzati, verso l'Impact Investing guardano tutti quegli imprenditori e quelle start up impegnate a

sviluppare nuove soluzioni tecnologiche. Lo scopo dell'Impact Investing è quello di ottenere un impatto positivo sul pianeta e sulla società. Nel Novembre 2016, un fondo comune d'investimento ad impatto ha fatto il suo ingresso anche alla Borsa italiana. Si tratta di Investimenti sostenibili LifeGate, il quale è nato dalla collaborazione tra Lifegate ed Sella Gestioni SGR, una società di gestione del risparmio da parte del gruppo Banca Sella. Questo fondo, di cui MainStreet Partners è investment advisor, si rivolge a tutti quegli investitori che sono interessati sia ad ottenere un guadagno sia a dare un contributo allo sviluppo sostenibile. Questo fondo ha adottato una politica dell'Impact Investing, ossia il fondo investe in tutti quegli strumenti che rispecchiano i criteri ESG, i quali hanno un impatto positivo sia da un punto di vista ambientale che sociale.

Nel corso degli ultimi sei anni il CAGR ha raggiunto un livello del 52% (**Figura 7**) a tal punto da far risultare questa strategia la più importante rispetto a tutte le altre. In Europa l'impact investing ha avuto un impatto positivo principalmente in paesi come l'Italia, il Regno Unito ed infine la Svizzera. D'altro canto i paesi che hanno subito una perdita in termini di questa strategia sono: Olanda e Germania (**Figura 8**).

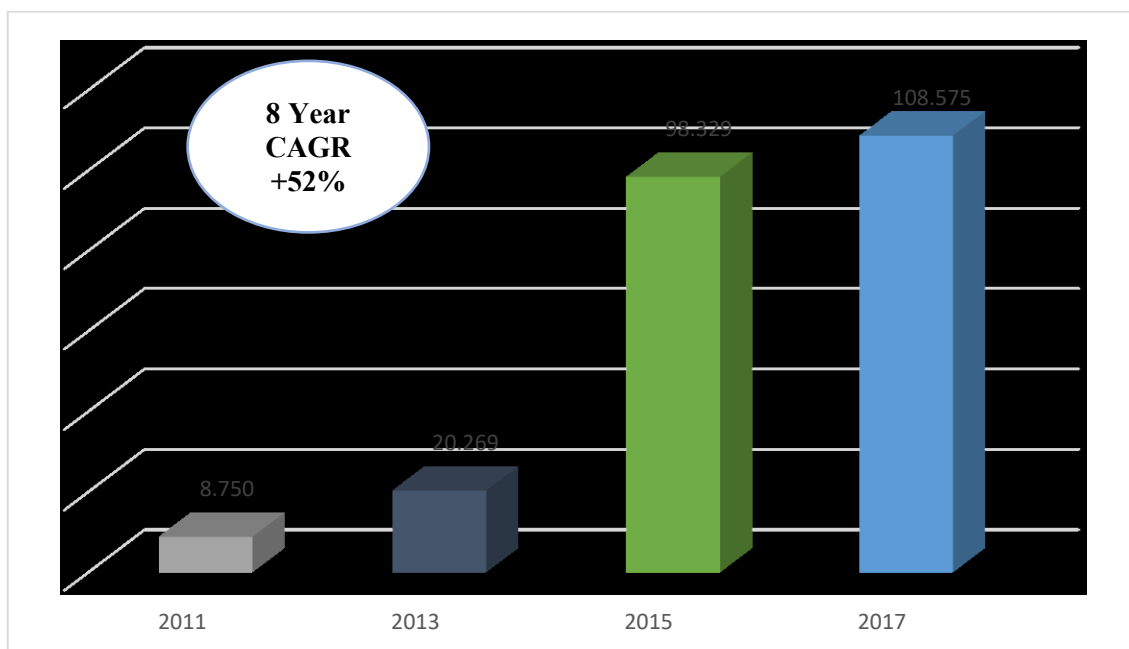


Figura 7: Crescita Impact Investing.

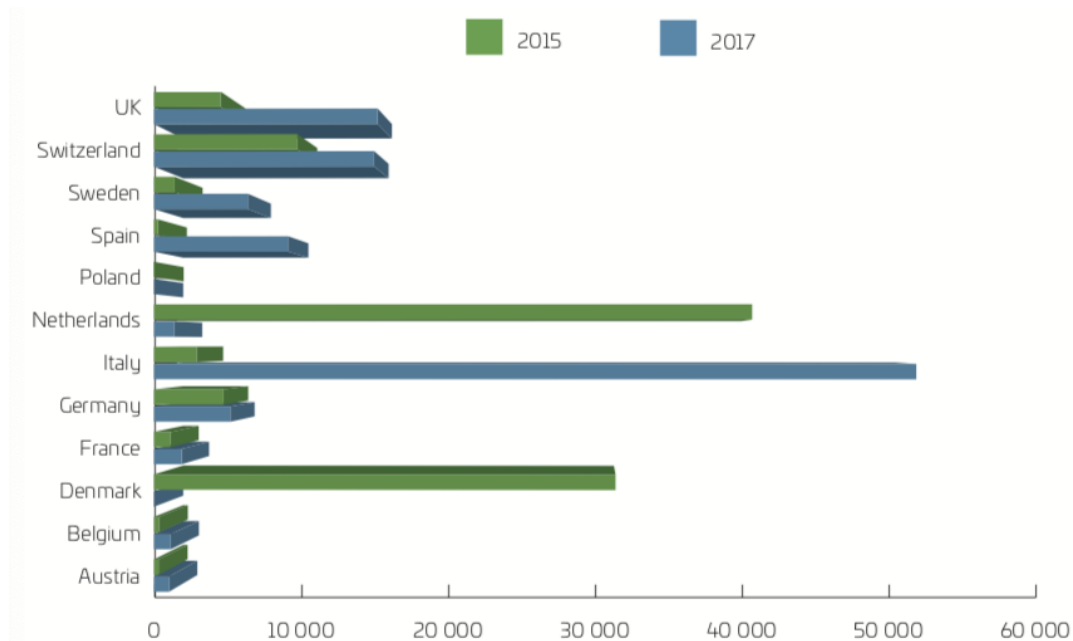


Figura 8: L'impact Investing nei paesi Europei.

L'ultimo tipo di strategia che andiamo a prendere in considerazione è l'**ESG Integration**. Quest'ultimo aspetto, il più innovativo ed importante, nel corso degli ultimi due anni è stata oggetto di molte discussioni non solo tra investitori ma anche a livello politico. Questa strategia fa sì che gli investitori nel momento in cui devono decidere dove investire, non vanno più solamente a prendere in considerazione i classici indicatori finanziari, ma tutto questo verrà accompagnato anche dall'utilizzo di fattori ESG. L'acronimo ESG è composto da tre distinte parole (Environmental, Social, Governace) che a loro volta racchiudono tre distinti universi di sostenibilità. Il primo è quello dell'ambiente che tiene conto dei rischi come il cambiamento climatico, emissioni di CO2, la deforestazione e l'aspetto relativo agli sprechi. Il secondo aspetto tiene conto di quelli che sono i diritti umani e delle condizioni lavorative. Infine il terzo ed ultimo aspetto fa riferimento alle pratiche messe in atto dal governo societario, comprese la composizione del consiglio di amministrazione, il rispetto da parte dell'azienda della deontologia e delle leggi ed infine tiene conto della retribuzione da parte dei manager. Attraverso questo connubio vengono selezionate quelle imprese che meglio rispecchiano l'attività sostenibile. Le aspettative sull'integrazione ESG sono cresciute di pari passo agli investimenti SRI, anzi addirittura si pensa che abbia avuto una crescita maggiore, essendo

quest'ultimo un concetto innovativo. Recenti studi condotti da EUROSIF, hanno segnalato che, a causa della significativa mancanza di chiarezza nei parametri che regolano l'integrazione dei fattori ESG, risulta essere un compito molto arduo valutare in quale misura le strategie che entrano a far parte di questa categoria possano essere effettivamente comparabili. Eurosif appunto ritiene che sia ancora probabilmente impossibile eseguire un'analisi comparativa in grado di garantire che il concetto dell'integrazione ESG sia costantemente affrontata nello stesso modo tra investitori ed investimenti. Nel corso degli ultimi anni si è andato sempre più a parlare di etica e di sostenibilità, però prendere in considerazione questi aspetti significa andar contro dei pregiudizi che sembrano duri da abbattere. Uno su tutti è il concetto che investire in modo sostenibile ed etico per il pianeta sia un sacrificio piuttosto che un beneficio. Alla base di questa concezione ritorna sempre il classico concetto di finanza secondo cui gli investitori vogliono lasciare da parte gli investimenti SRI perché ritenuti a basso rendimento. Dagli anni Settanta però un gruppo di ricercatori, ha condotto un'analisi andando a scoprire che il 90% delle ricerche riscontra una relazione positiva tra l'attenzione ai criteri ESG, da un lato, e le performance finanziarie, in più nella maggior parte dei casi si è visto che le aziende più responsabili sono state quelle che nel lungo periodo risultano essere più solide. Alla stessa conclusione è giunta Morningstar, che a partire dal 2016 ha introdotto un vero e proprio rating di sostenibilità per i fondi d'investimento.

Per concludere possiamo affermare che il patrimonio dei fondi sostenibili risulta ancora essere una porzione molto piccola dell'industria del risparmio europea, ma questo comparto ha dimostrato, nel corso di tutto il 2018, di essere in grado di fronteggiare meglio tutte quelle che sono state le turbolenze del mercato. Secondo le stime di Morningstar, gli asset in strategie attive e passive con mandato socialmente responsabile sono pari a 684 miliardi di euro, che si confrontano con un totale gestito in comparti a lungo termine di 7.981 miliardi.

Andando a paragonare questo dato rispetto al 2017, possiamo notare che il patrimonio dei fondi socialmente responsabili (SRI) ha avuto una contrazione dell'1,3%; mentre l'industria nel suo

complesso ha subito un calo del 3,9%. Il dato assume ancora più rilevanza se consideriamo che l'indice Msci Europe è sceso di oltre il 10% nel 2018, l'S&P 500 del 4,4% e il Bloomberg Barclays Aggregate Corporate del 2,2%. Per quel che concerne i fondi passivi sostenibili è stato addirittura un anno controcorrente: “Gli asset sono cresciuti del 4%”, spiega Hortense Bioy, direttore delle strategie passive e della ricerca sulla sostenibilità di Morningstar in Europa. “I comparti indicizzati e gli Etf con focus ESG rappresentano ora il 12,5% del mercato orientato agli investimenti sostenibili, contro il 6,4% di cinque anni fa”.

2. Il fenomeno degli ESG negli investimenti sostenibili e responsabili.

2.1 Sviluppo ed analisi degli investimenti ESG

Nel corso del precedente capitolo abbiamo posto l'attenzione anche su quelle che erano le strategie d'investimento per quanto riguarda gli investimenti responsabili e sostenibili. Nello specifico abbiamo parlato di sette tipi di strategie. La strategia sulla quale questo capitolo si soffermerà è quella relativa **all'integrazione dei fattori ESG**. Quest'ultima affianca ai classici indicatori finanziari i fattori ESG ed attraverso tale combinazione vengono selezionate le imprese che meglio rispecchiano l'attività sostenibile. Gli investimenti che incorporano i fattori ambientali, sociali e di buon governo ("environmental", "social" and "governance", o "ESG") sono un settore di mercato in rapida crescita, che attualmente rappresenta oltre un quarto del totale degli investimenti globali. Nel 2005, Kofi Annan, ex Segretario Generale delle Nazioni Unite, prese l'iniziativa di scrivere ad oltre 50 amministratori delegati delle principali istituzioni finanziarie globali per invitarli a partecipare ad un progetto sotto gli auspici del UN Global Compact, con il sostegno della International Finance Corporation (IFC) e del governo svizzero, allo scopo di favorire l'integrazione dei principi ESG nel mercato dei capitali. La Principles for Responsible Investing ("PRI"), è l'associazione sostenuta dalle Nazioni Unite dedita a promuovere l'adozione dei principi d'investimento responsabile da parte di aziende e investitori, che ad oggi rappresenta oltre 1.700 soci sottoscrittori ed oltre 70.000 miliardi di patrimonio gestito. La Principles for Responsible Investing (PRI) definisce l'investimento responsabile come un approccio che mira a incorporare fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle decisioni d'investimento al fine di migliorare la gestione del rischio e generare un guadagno sostenibile e di lungo termine. Il Government Pension Fund Global della Norvegia e il fondo pensione ABP dell'Olanda sono alcuni tra i grandi investitori istituzionali europei che da tempo sostengono l'adozione dei principi d'investimento ESG. Recentemente, è in crescita anche il settore

delle famiglie e degli investitori privati. Stando a quanto espresso nel sondaggio della Alternative Investment Management Association (“AIMA”) effettuato in collaborazione con il Cayman Alternative Investment Summit (“CAIS”), i fondi d’investimento definiti alternativi nel corso degli ultimi tempi, hanno dato una maggiore attenzione verso l’integrazione ESG nel proprio processo di investimento, con un’allocazione di almeno 59 miliardi di dollari agli investimenti “responsabili”, ed un significativo aumento della domanda da parte degli investitori (*AIMA and CAIS, “From Niche to Mainstream: Responsible Investment and Hedge Funds”, 2018*). Per notare l’importanza che questi investimenti stanno avendo nel corso degli ultimi anni, basti notare che Morningstar, grazie alla collaborazione di Sustainalytics, ha creato nel 2016 un vero e proprio Rating ESG, ossia un rating di sostenibilità da attribuire a tutti quei fondi che hanno intrapreso la via verso la sostenibilità. Il processo di integrazione dei criteri ESG si concentra sul potenziale che queste informazioni possono influenzare a loro volta la decisione di investimento.

Il concetto dell’investimento sostenibile, di cui abbiamo già ampiamente parlato nel corso del primo capitolo, trova le loro origini in aspetti di tipo prevalentemente etico. L’integrazione di buone pratiche in merito a fattori ambientali, sociali e di governance (Environmental Social & Governance, ESG) è ormai una priorità nell’agenda sia degli imprenditori che investitori. Se fino a poco tempo fa questo si traduceva nel favorire pratiche manageriali orientate solo alla creazione di profitto, oggi invece con l’introduzione di questi parametri ESG, si cerca di porre l’attenzione verso l’ambiente, l’eco-efficienza, la sicurezza, la trasparenza, l’eticità ed in generale l’impatto dell’azienda su tutti i suoi stakeholders. Le imprese che sono attente ai fattori ESG gestiscono le proprie risorse rispettando criteri di sostenibilità ambientale andando anche ad investire in innovazione; inoltre queste imprese credono nella responsabilità sociale d’impresa e cercano strategie nuove per ridurre i rischi del business.

La storia recente ha mostrato che la sola analisi finanziaria non è più in grado di catturare il valore e soprattutto il rischio di un determinato titolo. In virtù di questo fatto, la società di consulenza americana Ocean Tomo ha stimato che se nel 1975 il bilancio finanziario di un'azienda poteva catturare circa l'80% del suo valore, nel corso del 2015 questo valore è sceso ben sotto la soglia del 20%, ciò sta a significare che abbiamo un 80% che in qualche modo non viene valorizzato all'interno di un bilancio e proprio per questo motivo devono essere cercati nuovi modelli di business e di analisi per comprendere tutto quello che sta al di fuori della mera analisi di tipo finanziario; inoltre si stanno sviluppando dei trend strutturali che stanno cambiando il modo di fare business e stanno definendo nuove politiche commerciali. Tutte queste assunzioni stanno a significare che per gli investitori è fondamentale comprendere quali siano le aziende positive e negative e per far ciò si ha la necessità di costruire nuovi modelli di analisi. L'introduzione di una valutazione ESG accanto alla classica analisi finanziaria è importante, in quanto ci permette di avere una visione olistica del valore del titolo nel quale si investe. I fondi d'investimento ESG, come vedremo nel corso dei successivi capitoli, utilizzano un'analisi finanziaria accanto ad un'analisi degli asset intangibili (ambiente, sociale e governance). Gli analisti di questi fondi vanno a cercare il livello di innovazione, l'efficienza energetica utilizzata da quella società, il rapporto con le parti sociali quali i dipendenti, fornitori, la qualità del management, la qualità della retribuzione del management ed il livello di trasparenza dell'azienda.

Il fenomeno degli investimenti ESG, nel corso degli ultimi anni, ha suscitato notevole interesse, testimoniato dal maggior numero di imprese che, accanto ai classici documenti economico-finanziari, pubblicano informazioni relative a questo argomento, nonché dal sempre maggior numero di investitori che sono soliti rifarsi a questi criteri. Per tutta risposta a questo notevole incremento di investimenti ESG, gli analisti specializzati hanno introdotto indici aggregati e misure di rating in ambito ESG. Secondo i dati di istituti di analisi finanziaria (Bloomberg, Merrill Lynch, Global Sustainable Investment Alliance) nel corso del 2016 lo stock di investimenti allocati secondo criteri

ESG era pari a 23.000 miliardi di dollari, a tal punto da far registrare in Europa una quota d'investimenti, che rispecchiano i fattori ESG, pari al 50%. Nel corso degli ultimi tre decenni, la domanda di informazioni non finanziarie è aumentata, a tal punto da far risalire la sua nascita già negli anni '60, quando questo tipo di informazioni venivano utilizzate per strategie di investimento socialmente responsabile (SRI), mettendo in discussione la tradizionale visione del mercato dei capitali che presuppone che la responsabilità di una società sia esclusivamente dei suoi azionisti (Friedman, 1970), cercando anche di indirizzare i valori oltre i rendimenti finanziari. Più di recente, la comunità degli investitori ha riconosciuto il valore finanziario delle questioni ambientali, sociali e di governance (ESG) e dei rischi ad essi associati (*Amel-Zadeh, 2018*), favorendo un maggiore interesse nei dati ESG.

Al giorno d'oggi circa un terzo dei consumatori è attento al punto di vista sociale ed ambientale quando decide di investire, ma l'aspetto più importante è il motivo per il quale sono attenti a tutto ciò. I motivi principali sono:

- sentirsi parte del cambiamento,
- voglia di far del bene a se stessi

Proprio per questo motivo l'Organic food, inteso come segmento, cresce annualmente del 10% ed è uno dei settori che cresce maggiormente, proprio perché le persone hanno sperimentato la necessità di voler mangiare sano.

Per quanto riguarda questi investimenti ESG, da un lato fanno sì che ci sia una forte domanda degli investitori di questi prodotti e dall'altro ci sia un'offerta delle aziende per fronteggiare questa necessità sia per loro stessi ma soprattutto per ottenere profitti. Il terzo elemento chiave che è venuto in risalto dall'Agenzia di ricerca Nielsen è il concetto di genuinità, ossia quando si intraprende un percorso di questo tipo le aziende devono farlo non in modo discontinuo, bensì in maniera genuina e continuativa.

Per parlare di investimenti ESG, si devono guardare le aziende in cui si va ad investire sia da un punto di vista ambientale, sociale e di buon governo. Sul piano sociale possiamo individuare quattro tipi di elementi di fondamentale importanza: **Diritti umani, comunità locali, risorse umane** ed infine **la catena del valore**. Quando si fa una valutazione di un'azienda da un punto di vista finanziario si fa anche una valutazione di questi aspetti, ad esempio di come si comporta l'azienda nella catena del valore ossia rispetto ai fornitori ed i clienti. Ci sono aziende il cui unico scopo è quello di massimizzare il profitto non tenendo conto di questi aspetti e proprio per questo motivo ci potrebbero essere casi in cui i clienti decidono di rifugiarsi in altre aziende in quanto non ritengono il comportamento dell'azienda consona alle loro aspettative. Quest'ultima è una dinamica che nel premio per il rischio non può non essere tenuta in considerazione. Tutti questi aspetti precedentemente elencati rientrano a far parte dell'aspetto di tipo sociale nella sigla Esg. Questa serie di dinamiche vengono prese ed incorporate nel processo d'investimento, questo può essere fatto in tanti modi, ad esempio escludendo quelle aziende che si comportano male da un punto di vista ambientale, sociale e di governace, piuttosto che in maniera più tecnica, ossia creando dei modelli di valutazione con dei fattori di sconto di quelli che sono i flussi di cassa futuri basati anche sulle dimensioni precedentemente elencate. Lo scopo è comprendere che più un'azienda comporta rischio dovuto al fatto che si comporta male, più le agenzie possono scontarla. Viceversa, se un'azienda tiene conto di tutti questi fattori più lo sconto applicato sarà basso più il valore dell'azienda sarà alto. Per comprendere questi elementi in ambito di valutazione potremmo semplicemente prendere in considerazione una delle più grandi multinazionali nella produzione dei farmaci, Bayer. Recentemente questa multinazionale del farmaco è stata vittima di uno scandalo conosciuto come "Roundup", come il nome di un diserbante prodotto dalla stessa azienda. Il problema è sorto nel momento in cui un uomo ha contratto un cancro a causa della sua esposizione a questo diserbante, il quale aveva al suo interno il glicofosato, che è una sostanza al centro di controversie negli Stati Uniti. A causa di questo evento la Bayer ha subito una perdita in borsa dell'11%. Questo esempio serve per

far comprendere che nel momento in cui un investitore deve decidere l'azienda in cui investire non può non tenere conto di questi tipi di aspetti che sono essenziali nell'ambito sociale.

Lo spostamento di concentrazione tra gli investitori, dall' SRI orientato ai valori ESG ha portato a un aumento di interesse nei confronti dei dati ESG. Ciò è stato supportato dalla crescente evidenza empirica che collega ESG e performance finanziaria (*Beal et al., 2017, Khan, Serafeim e Yoon, 2016, Eccles, Ioannou e Serafeim, 2014*). Oggi, investimenti per un valore stimato di 20 trilioni di dollari in USA in attività gestite, circa un quarto di tutti gli asset gestiti professionalmente a livello globale sono stati collegati a una qualche forma di dati ESG.

Tuttavia, permangono differenze negli interessi degli investitori nei dati SRI ed ESG, ed inoltre i valori personali e le convinzioni che informano gli investimenti SRI sono spesso strettamente associati al modo in cui i dati ESG vengono utilizzati. Per quanto riguarda l'inclusione delle informazioni ESG nelle decisioni di investimento riflette un'accettazione razionale di una valutazione olistica e, in definitiva, più accurata del valore aziendale.

Nato dall'analisi finanziaria, il concetto della materialità offre una struttura per valutare quali sono i fattori dell'ESG più importanti. Le diverse concettualizzazioni per quanto riguarda la materialità che sono maggiormente utilizzate, sono quelle del Sustainability Accounting Standards Board (SASB) e del Global Reporting Initiative (GRI). Mentre SASB identifica le questioni ESG materiali per gli investimenti orientati al valore, a livello di settore in base alla loro rilevanza per le prestazioni finanziarie di ciascuna impresa, il GRI definisce la materialità come esternalità, considerandola come materiale che riflette gli impatti economici, ambientali e sociali più significativi dell'organizzazione. I fondi che al giorno d'oggi chiamiamo ESG si sono sviluppati nel tempo con il realizzarsi di alcuni avvenimenti quali: la nascita del primo fondo etico, ossia il Pioneer Fund, successivamente negli anni '80 si sono andati a sviluppare i fondi basati sulla strategia del Best-in-Class e successivamente sull' Engagement. Nell'ultimo decennio degli anni '90 invece, si è andata a sviluppare la strategia dell'Impact investing e per ultimo si è andato a sviluppare il concetto dell'integrazione dei fattori ESG nell'analisi di tipo finanziario.

Nel 2014 l'agenzia Nielsen ha condotto un sondaggio, dal quale è emerso che tra i motivi che spingevano gli investitori individuali ad investire tenendo conto dei criteri sostenibili erano: 1) la credenza di migliorare il profilo del rischio e del rendimento degli investimenti, 2) la volontà di aver un impatto positivo sull'ambiente e nel sociale 3) il desiderio di allineare il proprio portafoglio a quelli che sono i valori personali dell'investitore.

Nel 2015 Morgan Stanley ha condotto un sondaggio fra gli operatori individuali, da cui era emerso che circa il 71% degli intervistati erano interessati agli investimenti socialmente responsabili e nello specifico le percentuali più elevate le si trovavano tra i Millennials e le donne.

Per quanto riguarda il lato dei Gestori di fondi ed investitori professionali, il CFA Institute ha condotto dei sondaggi nel biennio 2015-2017 (*Figura 1 e 2*), da cui emergeva che:

- Il 73% di chi ha risposto al sondaggio prendeva in considerazione uno dei tre fattori ESG durante il proprio processo di analisi ed investimento.
- L'asset class in cui veniva maggiormente integrato tale criterio è l'Equity
- Altro aspetto interessante è stata anche la risposta relativa alle strategie di tipo ESG maggiormente utilizzate e le motivazioni per le quali i Gestori prendono in considerazione i fattori ESG.

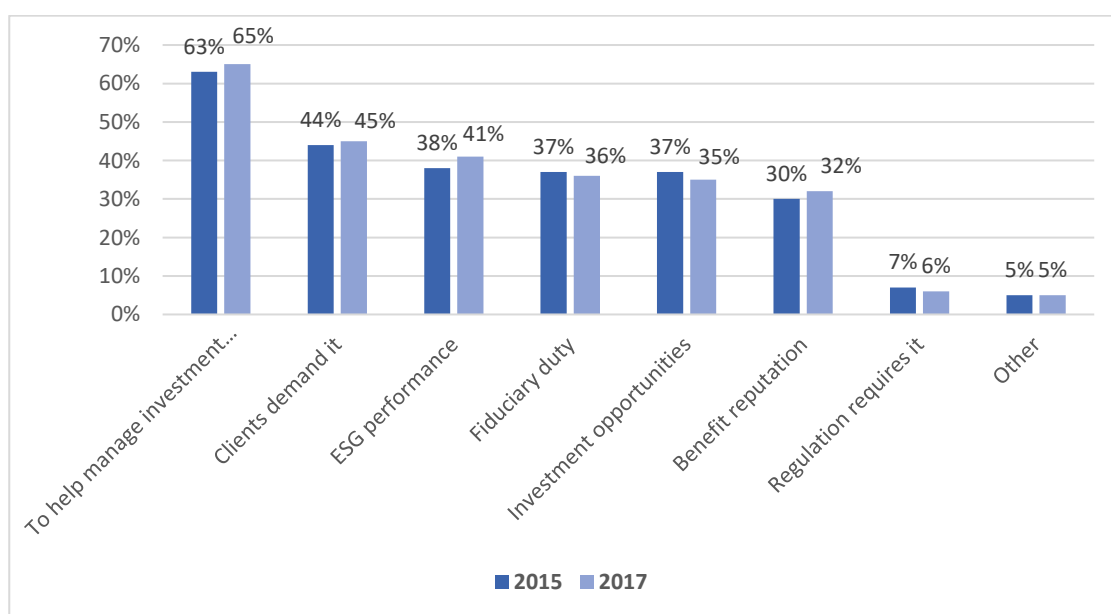


Figura 1: Aspetti presi in considerazione negli investimenti ESG.

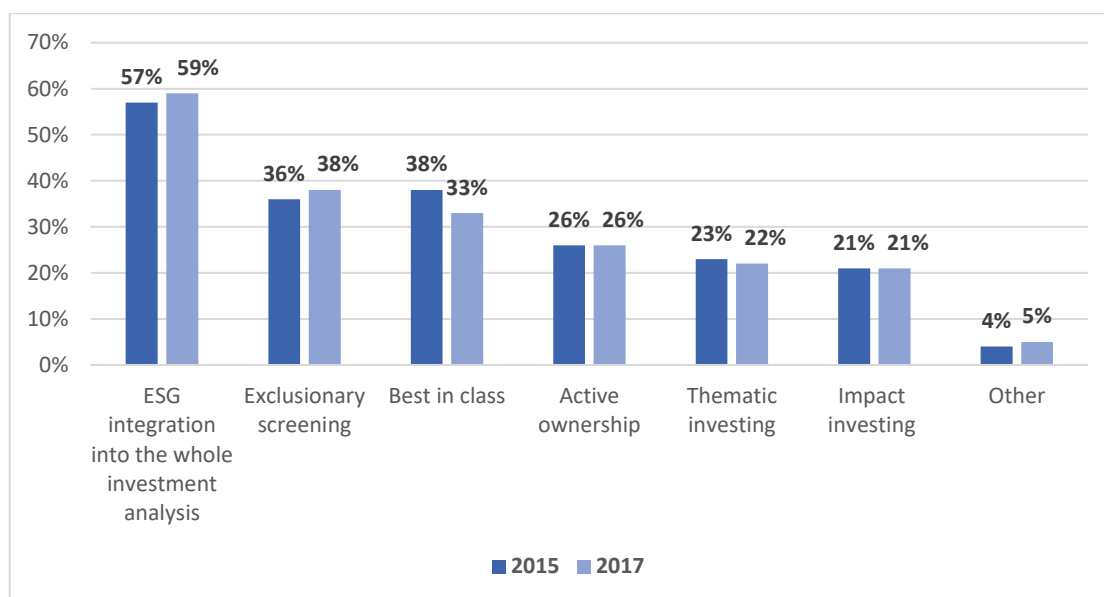


Figura 2: Motivi per i quali vengono prese in considerazione le tematiche ESG

In concomitanza della nascita di questo tipo di investimenti, si è andato diffondendo il pensiero secondo il quale andare ad investire in società sostenibili, o per lo meno che tenessero conto di aspetti sostenibili, significasse investire in società molto innovative dal punto di vista del modello di business e le modalità di produzione di prodotti che spesso rientrano negli screening ESG, per fronteggiare i rischi che al giorno d’oggi sono di fondamentale importanza, uno su tutti il climate change. In virtù di quest’ultimo aspetto è molto importante fare una digressione sul Global Risk Report del 2018, elaborato dal World Economic Forum, un’indagine che raccoglie le opinioni di esperti e dei leader sui rischi che stiamo correndo andando a mettere a confronto quali sono i rischi che si fronteggiano in un determinato arco temporale (**Figura 3**).

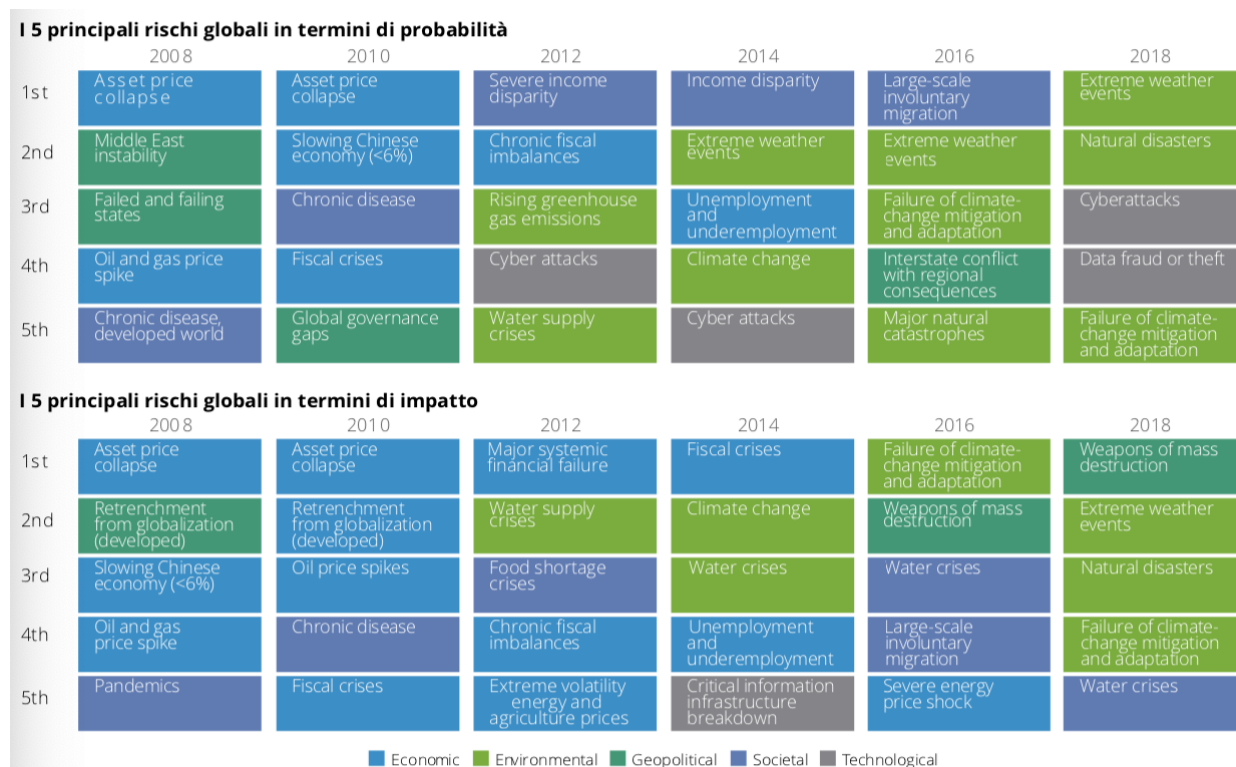


Figura 3: Principali rischi globali

Fonte: World Economic Forum, Global Risk Report 2018.

Come possiamo notare da questa tabella, uno dei principali rischi di cui ultimamente stiamo sentendo molto parlare, è il fenomeno del “Climate Change” ed il progressivo inquinamento del pianeta dovuto principalmente all’emissione di CO2 e all’incremento esponenziale della presenza di plastica negli oceani. In risposta a questo fenomeno sono andati via via ad aumentare gli investimenti sostenibili, soprattutto sotto la spinta delle Nazioni Unite. La finanza sostenibile può infatti ricoprire un ruolo importante nel cercare di contrastare quelle che sono le gravi conseguenze negative legate all’impatto dei cambiamenti climatici e delle problematiche ambientali.

Come già analizzato precedente, gli investimenti che tengono conto dei fattori ambientali, sociali e di buon governo (ESG), sono in rapida crescita, a tal punto da risultare attualmente un quarto del totale degli investimenti globali. Secondo un sondaggio dell’Alternative Investment Management Association (AIMA) con la collaborazione di Cayman Alternative Investment Summit (CAIS) pubblicato nel 2018, afferma che i fondi d’investimento alternativi stanno dedicando sempre più proiettandosi verso quella strategia relativa all’integrazione dei fattori ESG nei loro processi

d'investimento, a tal punto da contare un'allocazione di 59 Mld di dollari agli investimenti responsabili. Anche Borsa Italiana ha assunto uno specifico impegno a sostegno delle iniziative Esg grazie al London Stock Exchange Groupe (LSEG) (in quanto fa parte di una holding con Borsa Italiana) all'iniziativa Sustainable Stock Exchange promossa dalle Nazioni Unite, che al giorno d'oggi incorpora oltre 70 Borse a livello mondiale con lo scopo di promuoverà la crescita verso capitali sostenibili. Nel corso del 2017, LSEG ha fornito la sua prima guida ESG per le società quotate con l'obiettivo di fornire delle linee guida per l'integrazione degli aspetti ESG nelle comunicazioni con gli investitori.

L'aspetto trainante nell'adozione di strategie di investimento ESG è l'aspetto etico, poiché gli investitori istituzionali cercano investimenti compatibili con quella che è la propria dichiarazione d'intenti. Integrare gli aspetti ESG è un modo attuo a migliorare il profilo di rischio del portafoglio e la performance finanziaria dal punto di vista del risk-adjusted. Una sfida importante per la crescita del settore ESG a livello globale riguarda la disponibilità e la qualità dei dati su cui vengono prese le decisioni d'investimento. Proprio per questo motivo negli Stati Uniti il Sustainable Accounting Standards Board (SASB) si è adoperato nella ricerca di un sistema per standardizzare i resoconti periodici sui fattori ESG delle società quotate. In Europa a svolgere un ruolo importante in questa chiave di lettura è stato la European Federation Of Financial Analyst Societies (EFFAS) , la quale è stata tra i principali promotori per la creazione di un sistema di indicatori chiave di performance per andar a valutare qual'era l'impatto dei fattori ESG sull'attività delle aziende in base ai settori di appartenenza. (*European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS), "KPIs for ESG: Version 3.0", 2010*).

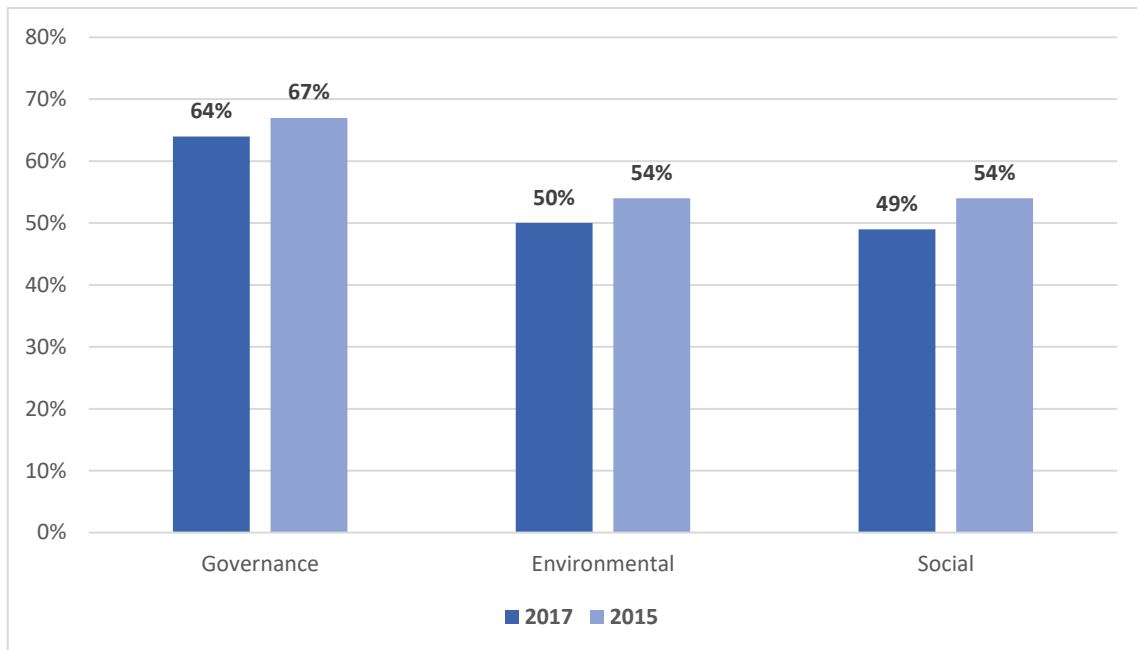


Figura 4: Fattori considerati nel programma d'investimento

Come abbiamo già visto negli investimenti ESG vengono presi in considerazione aspetti sia dal punto di vista ambientale, sociale ed infine della governace. Andando a prendere singolarmente questi aspetti riusciamo a fare una classificazione per comprendere meglio cosa vi è in realtà all'interno di quella sigla. Per quanto riguarda la lettera "E", si prende in considerazione l'aspetto ambientale che al suo interno ingloba fattori quali:

1. **Climate change**
2. **Risorse naturali**
3. **Inquinamento e rifiuti**
4. **Opportunità ambientali.**

L'elemento ambientale è quello che al giorno nostro riscuote sempre più attenzione sia per il problema del surriscaldamento ambientale che per il problema della plastica negli oceani. Il primo problema è dovuto essenzialmente dall'innalzamento delle temperature dovuto all'aumento dei gas serra nell'atmosfera, uno su tutti l'anidride carbonica, il secondo elemento è dovuto dall'incapacità di nazioni che nel corso degli ultimi anni si sono sviluppate in maniera esponenziale dal punto di vista

economico ma non sono state in grado di adattare la loro espansione economica ad un buon sistema interno.

La lettera “S” sta ad indicare social ossia tiene conto dei fattori sociali quali:

- 1. Capitale umano**
- 2. Disponibilità del prodotto**
- 3. Opposizione degli stakeholder**
- 4. Opportunità sociale.**

Infine per ultimo, ma non per importanza, c'è l'aspetto legato al concetto della governance “G”, il quale prende in considerazione:

- 1. Corporate Governace**
- 2. Comportamento Aziendale.**

Nonostante nel corso degli ultimi anni questo fenomeno ESG ha avuto impatti positivi, c'è ancora la credenza da parte di alcuni investitori che con l'integrazione dei fattori ESG nel processo d'investimento si arriverà a danneggiare le performance. Tuttavia, alcuni studi suggeriscono che le società con solide pratiche ESG hanno mostrato un costo del capitale più basso, una minore volatilità e un minor numero di casi di corruzione e frode in determinati periodi di tempo. Al contrario, gli studi hanno dimostrato che le società che hanno ottenuto risultati mediocri in termini di ESG hanno avuto un costo del capitale più elevato, una maggiore volatilità a causa di controversie e altre incidenze quali scioperi, frodi ed irregolarità nella contabilità ed altre forme di governance.

Non sorprende quindi che numerosi studi condotti da MSCI negli ultimi anni abbiano rilevato un rischio storicamente più basso e persino una sovraperformance nel medio-lungo termine per i portafogli che integrano i fattori ESG al fianco di rigorose analisi finanziarie.

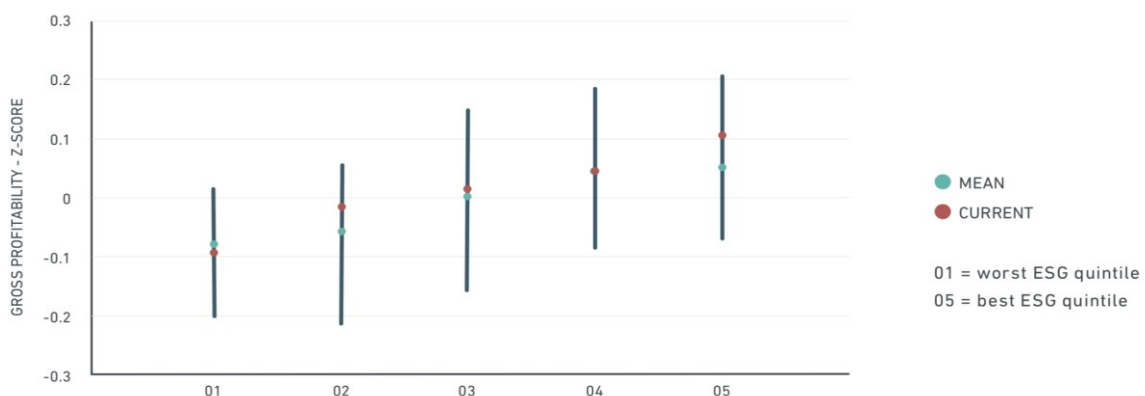
In un recente studio intitolato "*Foundation of ESG Investing Part 1: Come ESG influenza la valutazione, il rischio e le performance azionarie*", i ricercatori MSCI si sono concentrati sulla comprensione di come le caratteristiche ESG hanno portato a effetti finanziariamente significativi.

Questo studio ha esaminato il modo in cui le informazioni ESG incluse nelle azioni vengono trasmesse al mercato azionario. In questa analisi viene creato un modello standard di flusso di cassa scontato (DCF) all'interno di un modello standard di flusso di cassa scontato (DCF). Questi canali vengono chiamati **il canale del flusso di cassa, il canale di rischio idiosincratico e il canale di valutazione**. La ricerca ha dimostrato tre elementi essenziali che, grazie all'introduzione di fattori ESG, hanno sulla valutazione e sulle prestazioni di molte delle aziende coinvolte nello studio.

1. MAGGIORE REDDITIVITÀ

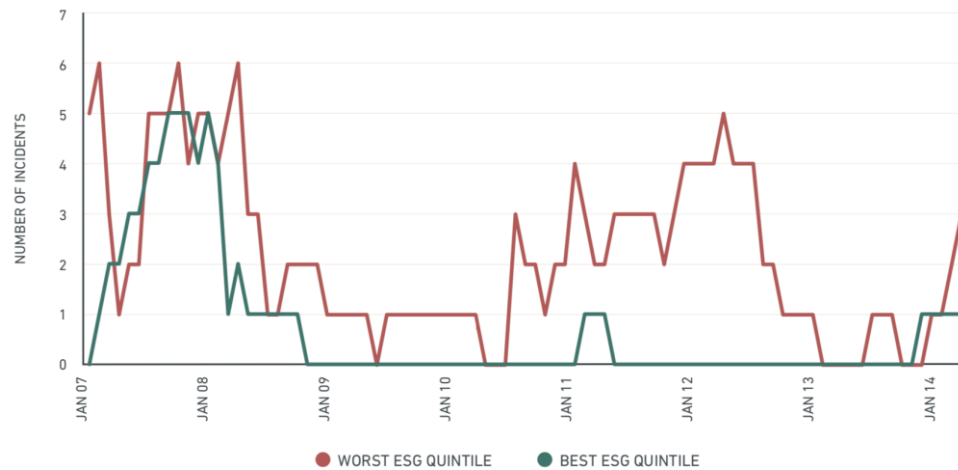
Canale cash-flow: le società con rating ESG elevato sono state più competitive e hanno generato rendimenti anomali, spesso portando a una maggiore redditività e dividendi, in particolare rispetto alle società con rating ESG bassi.

GROSS PROFITABILITY OF ESG QUANTILES



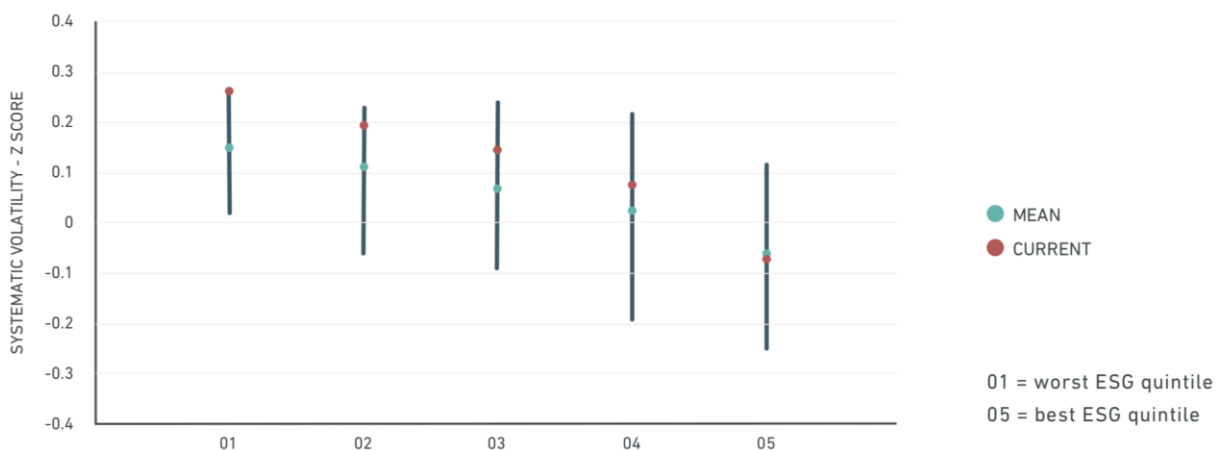
2. RISCHIO INFERIORE

Canale di rischio idiosincratico: le società con rating ESG elevato hanno registrato una minore frequenza di incidenti di rischio idiosincratico. Viceversa, le società con rating ESG bassi avevano più probabilità di subire gravi incidenti.



3. RISCHIO SISTEMATICO INFERIORE

Canale di valutazione: le società con rating ESG elevato tendevano ad avere un'esposizione al rischio sistematica inferiore, evidenziata da utili meno volatili e da una minore volatilità sistematica. Rispetto alle società con rating ESG basso, hanno anche sperimentato beta inferiori e minori costi del capitale.



2.2 Linee guida per la stesura di un report ESG

La risonanza sempre maggiori degli investimenti ESG, è stata grande a tal punto da far sì che nel 2017 London Stock Exchange Group fornisse una guida ESG per le società quotate, con l'obiettivo di fornire dei riferimenti per l'integrazione delle considerazioni ESG nelle comunicazioni con gli investitori. Durante la stesura di queste linee guida, il London stock Exchange Group ha visto la necessità di identificare otto aree da prendere in considerazione:

1. Rilevanza strategica

Gli investitori vogliono capire come gli emittenti stanno rispondendo alle tendenze macroeconomiche di lungo termine come il cambiamento climatico, demografico e tecnologico nonché gli sviluppi politici. Un sempre più maggior numero di investitori mondiali assegnano capitali a società ben attrezzate per beneficiare della transizione verso l'economia verde e desiderano proteggere i loro portafogli contro i rischi ambientali, sociali e di governance (ESG) al ribasso. È importante che qualsiasi azienda sia in grado di spiegare in che modo i suoi principali modelli e strategie di business possono essere influenzati dalle tendenze ESG e in che modo sta cercando di posizionarsi per trarne beneficio, gestire e/o mitigare i rischi ad essi associati. Ciò fornisce il contesto per la reportistica ESG e consente agli investitori di valutare quanto sia preparata l'azienda in modo strategico per i cambiamenti nel suo ambiente operativo. Alcuni dei maggiori investitori mondiali stanno destinando ulteriori capitali a società che hanno una maggiore esposizione al reddito verde o sono meglio attrezzate per raggiungere obiettivi sostenibili. Dimostrare la resilienza e la prontezza nel passare ad un'economia sostenibile e verde è importante per gli emittenti di diversi settori. Ciò significa guardare oltre i rischi per nuove opportunità e flussi di entrate generati da prodotti e servizi verdi e socialmente vantaggiosi. Questi possono generare valore per l'organizzazione e fornire soluzioni sociali e ambientali.

2. Materialità dell'investitore

Per comprendere le prospettive a lungo termine di una società, gli investitori si concentreranno su quelle questioni che ritengono più rilevanti - o "materiali" - per qualsiasi attività specifica. Tuttavia, alcuni investitori hanno inevitabilmente opinioni diverse su ciò che considerano materiale. Proprio per questo motivo prendiamo in considerazione la definizione di informazione "materiale" data dall'International Accounting Standards Board come quelle informazioni che nel caso in cui fossero omesse o errate, potrebbero influenzare le decisioni economiche dei lettori che fanno affidamento sui rendiconti finanziari. La guida chiara e concisa del FRC del Regno Unito alla stesura di relazioni descrittive afferma che "l'informazione è materiale se la sua omissione o falsa dichiarazione può influenzare le decisioni economiche prese dagli azionisti sulla base della relazione annuale nel suo insieme".

Non esiste un modello standard per una valutazione di rilevanza di successo e gli emittenti devono trovare l'approccio appropriato per la loro organizzazione. Ci sono una serie di considerazioni che possono aiutare le aziende a identificare ciò che è rilevante per la loro attività e quali sono le questioni critiche da segnalare:

- Allinearsi agli standard internazionali per far sì che ci sia una comparabilità per gli investitori a livello globale.
- collegare esplicitamente le prestazioni ESG, la strategia aziendale, le prestazioni finanziarie ed operative.

3. Investment grade data

Per quel che concerne le caratteristiche degli investment grade data abbiamo:

Precisione: implementare rigorosi sistemi di raccolta dati. Quest'ultimi quando vengono raccolti dovrebbero avere un'attenzione particolare verso i sistemi interni, qualità dei dati ed infine verso l'affidabilità di questi dati.

Confini: Gli emittenti devono tenere conto di due distinti insiemi di limiti: tempi e operazioni.

- **Tempi:** i dati ESG devono corrispondere all'anno fiscale e quindi corrispondere al periodo di tempo per il rapporto annuale. Ciò consente agli investitori di utilizzare trasversalmente i due diversi set di dati, ad esempio normalizzando determinati dati ESG per fatturato o numero di personale.

- **Operazioni:** i dati ESG dovrebbero coprire il 100% dell'entità emittente e utilizzare gli stessi principi dei dati finanziari. Se un'azienda ha una proprietà parziale di alcune controllate, i dati dovrebbero essere riportati su base percentuale di proprietà al fine di rispecchiare con precisione l'esposizione proporzionale che la società ha verso queste imprese, a meno che le norme di segnalazione nazionali abbiano requisiti diversi. Nei casi in cui parti del business sono state acquisite o vendute durante il periodo di riferimento, i dati dovrebbero essere forniti su base consolidata e separata.

Comparabilità e coerenza:

Al fine di consentire la comparabilità tra pari, è importante utilizzare standard globali coerenti durante la stesura del rapporto. Gli emittenti dovrebbero utilizzare indicatori e metriche ampiamente utilizzati nel loro settore, con l'obiettivo di raccogliere dati in linea con i metodi comuni utilizzati dai gruppi di pari. Gli emittenti dovrebbero prendere in considerazione l'utilizzo

di denominatori standard durante la normalizzazione dei dati. I metodi utilizzati per raccogliere e calcolare i dati dovrebbero rimanere coerenti anno dopo anno. Se le metodologie di compilazione dei dati o le ipotesi sottostanti cambiano, gli emittenti devono spiegare le modifiche che sono state apportate. Qualora tali modifiche abbiano avuto un effetto significativo sui risultati, i dati degli anni precedenti dovrebbero essere ricalcolati utilizzando la nuova metodologia o ipotesi per consentire il confronto.

Fornitura di dati:

Generalmente, gli investitori preferiranno normalizzare i dati ESG. Si aspetta che gli emittenti forniscano dati grezzi e normalizzati. Tuttavia, gli emittenti dovrebbero essere consapevoli dei modi in cui possono sostenere gli investitori nell'utilizzo e nell'interpretazione dei risultati:

- Dati contestuali: gli investitori sono interessati a mettere i dati nel contesto. Le aziende possono contribuire fornendo, in modo facilmente accessibile, misure di attività finanziaria come il fatturato, i paesi ed i mercati in cui operano, il numero di dipendenti e di appaltatori e, se del caso, la quantità, il peso o il volume dei prodotti;

- Dati normalizzati: l'interpretazione dei progressi rispetto agli obiettivi fissati su base normalizzata può essere utile per gli investitori. Questo dovrebbe essere fornito insieme - non invece di - dati grezzi;

Tempestività:

È buona prassi fornire dati ESG contemporaneamente alla pubblicazione del rapporto annuale e dei conti, o al più presto possibile. Una società potrebbe aver bisogno di comunicare prima quando si è verificato un incidente significativo o una controversia, o è stato asserito. In queste situazioni, gli investitori non si aspettano di aspettare il prossimo ciclo di rendicontazione annuale.

Assicurazione esterna:

In qualità di emittente, l'azienda potrebbe cercare di rafforzare la credibilità dei suoi dati ESG attraverso l'assicurazione esterna. Questo può essere condotto attraverso gli stessi processi del reporting finanziario, utilizzando auditor qualificati.

Equilibrio:

Fornire una visione obiettiva, includendo informazioni favorevoli e sfavorevoli per aiutare la comprensione del lettore. Gli sforzi nell'oscurare determinate informazioni o aspetti della performance porteranno inevitabilmente a domande da parte degli investitori e potrebbero creare un clima di sfiducia.

4. Global framework

5. Reporting formats

Le aziende possono inserire le informazioni ESG nel loro rapporto annuale, in un rapporto di sostenibilità autonomo o in un rapporto integrato. La scelta dei formati di reporting si focalizza su questioni materiali e la copertura di un orizzonte più ampio che affronta la relazione tra ESG e strategia aziendale.

6. Regulations and investors communications

Il volume della regolamentazione relativa alla segnalazione ESG è aumentato notevolmente negli ultimi anni. Se i legislatori di diversi paesi e regioni stabiliscono requisiti e standard di rendicontazione diversi, ciò può essere problematico sia per gli emittenti che per gli investitori.

Country	Institution	Year	Title	Type	Status	Commentary
Italy	Market Participants Associations & Borsa Italiana	2015	Italian Corporate Governance Code	Non-Government Suggested Corporate Governance Disclosure, Voluntary	Issued	The Italian Corporate Governance Committee included ESG risks and governance considerations in its review of the Code issued in July 2015.
	Italian Government	2007	Legislative decree No.32/2007 transposing directive 2003/51/CE and Article 24 28 of the Italian Civil Code	Government Imposed Corporate Environmental Disclosure, Mandatory	Issued	States that directors' reports should include financial and non-financial key performance indicators relevant to the specific business of the company, including information relating to environmental matters.
UK	FRC	1992, most recently updated in 2016	UK Corporate Governance Code	Industry Body Led Corporate Governance Disclosure, 'comply or explain'	Issued	For Premium companies listed on the Main Market, the code sets out standards of good practice in relation to board leadership and effectiveness, remuneration, accountability and relations with shareholders, on a comply-or-explain basis.
	UK Government	2015	Modern Slavery Act	Government Imposed Corporate Environmental Disclosure, Mandatory	Issued	Section 54 of the Modern Slavery Act 2015 requires certain organisations to develop a slavery and human trafficking statement each year.
	UK Government	2006, revised 2013	Changes to the Companies Act 2006 (Strategic Report and Director's Report) 2013	Government Imposed Corporate Environmental Disclosure, Mandatory	Issued	Carbon emissions, human rights and diversity reporting required by all listed companies in the Director's Report.
All EU member states	National governments	2016	Transposition of the EU Non-Financial Reporting Directive 95/14	Government Imposed Corporate Environmental Disclosure, Mandatory	Issued	Applies from January 2017 to all listed companies with more than 500 employees, and mandates disclosure of environmental, social (including diversity and human rights) and anti-corruption issues. — Transposed in the UK through the Companies, Partnerships and Groups (Accounts and Non-Financial Reporting) Regulations 2016 n. 1245 — Transposed in Italy through Legislative Decree 30 December 2016 n. 245

Fonte: London Stock Exchange Group, 2018.

7. Green revenue reporting

In tutto il mondo, gli investitori desiderano comprendere l'esposizione degli emittenti a prodotti e servizi ritenuti sostenibili. Tuttavia, sono disponibili informazioni coerenti e limitate su come gli emittenti stiano ottenendo ricavi dalla fornitura di soluzioni ambientali.

8. Debt finance.

Queste linee guida emanate dal LSEG, servivano appunto per permettere a quelle aziende che sono quotate di avere un modello sul quale basarsi per affiancare alla solita valutazione finanziaria dell'azienda anche informazioni relative all'aspetto sostenibile. Nel corso degli ultimi anni alcuni gestori di fondi si sono iniziati ad interpellare sul fatto che se questi report e screening Esg sulle aziende quotate fossero così tanto importanti. In risposta a questa domanda, Alex Araujo, gestore di M&G Investments, ha risposto che ogni fondo d'investimento mette in atto un processo interno per verificare quelle che sono le potenzialità della società e le caratteristiche ambientali, sociali e di governance. Inoltre Araujo si è soffermato sul fatto che le aziende che finiscono nel portafoglio di un gestore sono ad esempio quelle che producono energie rinnovabili, o tutte quelle aziende che hanno un impatto positivo su uno dei tre aspetti fondamentali. Per quanto riguarda M&G Investment inoltre si basa su agenzie esterne quali: Iss, Msci ed infine Sustainalytics. Le informazioni però che discendono da queste agenzie sono di fondamentale interesse per quanto riguarda l'aspetto Esg, ma un'azienda che potrebbe aver un rating CCC potrebbe anche essere scelta rispetto ad una che ha un rating A, per il semplice fatto che potrebbe essere sollecitata in un modo eccellente per quanto riguarda l'engagement, il dialogo e confronto, a tal punto da fargli recuperare molto valore. Possiamo quindi concludere che il report Esg redatto da un'azienda viene preso in considerazione in maniera marginale poiché, come già precedentemente spiegato, intervengono tutte quelle che sono agenzie esterne a dare una valutazione su quella azienda sotto vari aspetti.

2.3 ESG e Value Investing

In questa sezione andremo a porre l'attenzione su una delle più importanti filosofie di investimento, il Value Investing, e del come il suo relativo approccio è andato via via mutando a causa dell'introduzione dei fattori ESG negli investimenti quotidiani. Questa strategia di investimento

venne teorizzato da Graham e Dodd, ed ha come massimo esponente uno dei più importanti imprenditori americani, Warren Buffet o meglio chiamato l'oracolo di "Omaha". Alla base della teoria del Value Investing vi è l'esplicito rifiuto dei mercati efficienti, concetto secondo il quale il prezzo di un determinato titolo riflette immediatamente tutte le informazioni che si hanno a disposizione mettendo da parte il fenomeno dell'asimmetria informativa. Lo studio che è alla base di questo tipo di filosofia sostiene che è possibile ottenere delle performance superiori a quelle del mercato attraverso uno studio di bilancio e dei suoi fondamentali. Questo approccio ha lo scopo di andare ad individuare il valore a cui il titolo dovrebbe tendere (valore intrinseco). Il Value Investing consiste pertanto nell'andare ad allocare le risorse solamente in quei titoli la cui gap tra valore intrinseco e prezzo di mercato è abbastanza larga per avere un margine di sicurezza nell'investimento. Questo margine viene definito Margin of safety e più ampio risulterà essere questo margine, maggiore sarà la possibilità che un determinato investimento possa ottenere dei rendimenti positivi. Nel corso del tempo proprio per i motivi precedentemente elencati il Value Investing ha subito notevoli cambiamenti rispetto al testo originale di Graham e Dodd, in cui l'attenzione era principalmente verso gli attivi di bilancio ed in particolar modo verso i titoli il cui net-net (il capitale circolante al netto della cassa) risultava essere minore rispetto al prezzo del titolo azionario. Come già affermato questa teoria ha avuto grande notorietà con Warren Buffet, il quale ha plasmato l'aspetto originale di questo approccio andando a focalizzare il suo studio sul business model rispetto solamente agli attivi di bilancio. Warren Buffet propone il concetto del "Moat", ossia il fossato. Egli sostiene che il vantaggio competitivo dell'azienda può provenire sia da fonti tangibili che intangibili. Andando a prendere in considerazione lo studio condotto da Ocean Tomo (*"Ocean Tomo's Intangible Asset Market Value"*, 2015), si può notare in **Figura 5**, come gli asset intangibili abbiano assunto un valore molto superiore rispetto ai dati del 1975. Questo notevole aumento è dovuto principalmente al periodo che tiene in considerazione la fine degli anni '90 e gli inizi del 2000, periodo in cui vi è stato l'avvento delle società tecnologiche ed il boom di internet.

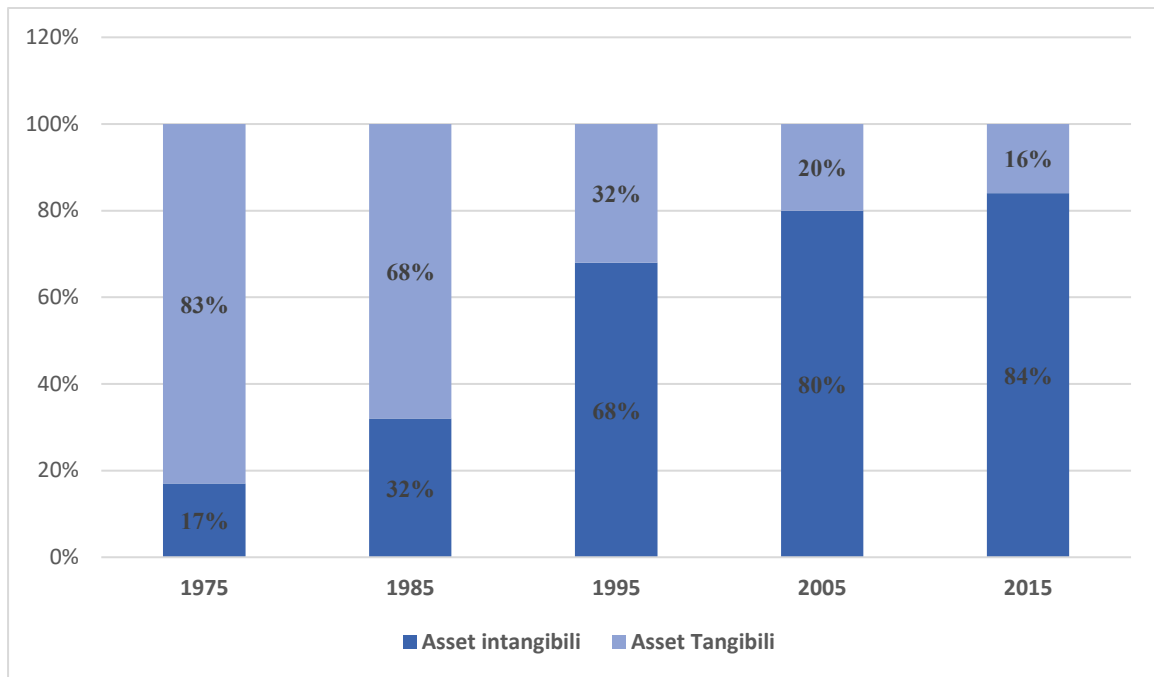


Figura 5: Impatto asset intangibili 1975-2015

Quest'ultime si differenziano dalle classiche società in quanto sono caratterizzate da un modello di business in cui gli attivi di bilancio sono quasi nulli, e la maggior parte del loro valore deriva principalmente da fonti intangibili. Proprio per questo motivo l'analisi di bilancio tradizionale risultava essere molto limitante a tal punto da far suscitare interesse verso nuovi strumenti per andare a valutare la sostenibilità degli utili e dei flussi di cassa nel medio-lungo periodo. Questi nuovi strumenti che dovrebbero essere introdotti, non sono altro che dati non finanziari, che al giorno d'oggi trova maggior fondamento in aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG). Quest'ultimi permettono di andare ad individuare tutti quegli elementi considerati esterni all'azienda. D'altro canto, seppur un'analisi dei dati non-finanziari può portare a valutazioni migliori, presenta dei problemi e delle difficoltà da superare. Queste informazioni, solitamente, le possiamo trovare nel bilancio di sostenibilità di un'azienda, purtroppo, in alcuni casi tali informazioni non vengono espresse in maniera chiara, bensì servono per uno scopo di marketing, con lo scopo di far pubblicità all'azienda, facendo credere che sia attenta al fattore della sostenibilità, quando in realtà questa svolge

un ruolo di secondo piano; questo aspetto prende il nome di greenwashing. Il secondo problema è dovuto dalla mancanza di standard di reportistica che vengono accettati universalmente.

2.4 Fattori di rischio ESG

Nel corso di tutta la nostra analisi abbiamo dato informazioni sul fatto che gli investimenti Sostenibili e responsabili, nello specifico gli investimenti Esg, hanno avuto un impatto positivo nel corso degli ultimi anni. Nonostante questi fattori numerosi studi, uno su tutti quello effettuato da Sustainalytics, ha messo in risalto che questi Esg potrebbero portare nel corso del medio e lungo tempo a dei rischi. I fattori di rischio di cui andremo a parlare sono i seguenti:

- **Estrazione del rame**
- **Prodotti chimici diversificati**
- **Semiconduttori**
- **Gasolio**
- **Immobiliare**
- **Software e servizi**
- **Bevande**
- **Servizi finanziari**
- **Abbigliamento**
- **Aerospaziale e Difesa**

Molti investitori sono già consapevoli dei rischi ESG che analizziamo, poiché questi pongono reali preoccupazioni sia dal punto di vista operativo, finanziario che reputazionale delle società che sono coinvolte. Mentre ogni tipo di rischio si concentra su un rischio Esg differente da tutti gli altri, questi possono essere raggruppati in quattro sotto categorie. La prima categoria a cui facciamo riferimento

è la gestione dell'acqua, aspetto che è sottovalutato dalla gran parte degli investitori, il secondo tema è quello relativo al cambiamento climatico, il terzo tiene conto della protezione dei consumatori ed infine il quarto prende in considerazione la governance. Per quanto riguarda l'aspetto relativo all'estrazione del rame, in quest'anno si sta via via andando a sviluppare la concezione delle auto elettriche, nell'ottica di riduzione delle emissioni di CO2 in vista della politica dell'Europa 2020. Proprio per questo aumento della domanda di veicoli elettrici, il rame va assumendo un ruolo importante, in quanto le batterie di queste auto contengono all'interno una grande quantità di questo materiale. Proprio per questo motivo nel 2017 il rame ha chiuso a 7000 USD per tonnellata, aumentando dell'oltre 70% rispetto al 2016. Oltre a questi aspetti positivi però vi sono dei fattori di rischio che potrebbero impedire la capitalizzazione di questa opportunità. Il rischio principale potrebbe provenire dall' "opposizione della comunità", in quanto l'estrazione del rame è un processo ad alta intensità idrica. Questa situazione è particolarmente grave in Cile, poiché rappresenta oltre ¼ delle riserve e della produzione globale di rame. Il Cile proprio per questo motivo è da tempo sotto stress idrico e di protesta della comunità a tal punto da far abbandonare progetti ad altissima redditività ad aziende quotate, come Southern Copper. Il secondo aspetto di rischio è relativo alle aziende chimiche, le quali stanno intensificando i rischi legati agli effetti ecologici, sociali e sulla salute umana, dovuta essenzialmente al rilascio di sostanze chimiche nell'ambiente. Il terzo aspetto è quello relativo all'industria mondiale dei semiconduttori, industria da 409 Mld di dollari che affronta i rischi associato all'utilizzo di energia e di emissioni di gas serra. I costi dell'elettricità per un tipico impianto di produzione di semiconduttori variano dal 5-30%, basti guardare che le recenti interruzioni di corrente a Taiwan per cinque ore abbia avuto un costo di 3 milioni di dollari di danni. Proprio per questo motivo un'interrotta energia è essenziale per la capacità di produzione di semiconduttori, soprattutto con l'aumento della domanda delle nuove tecnologie (5G). Secondo stime di Sustainalytics, la domanda di energia da paesi non OCSE aumenterà del 70% entro il 2040 e questa crescita sarà per lo più guidata dai mercati asiatici. Per quel che concerne il fattore immobiliare, viene considerato un settore a rischio relativamente basso con dei flussi di cassa molto stabili, ampio

potenziale ed una bassa correlazione con gli altri asset class. Nel corso degli ultimi periodi con l'intensificazione degli impatti fisici associati ai cambiamenti climatici, incluso l'innalzamento del livello del mare, gli uragani e gli incendi, l'industria immobiliare risulta essere fortemente sotto pressione. Solo nell'ultimo anno, tempeste come gli uragani Harvey, Irma e Maria hanno causato danni per circa 370 miliardi di dollari in tutto il mondo. Sustainalytics sostiene che gli investitori nel momento in cui dovranno indirizzare le proprie decisioni di investimento terranno conto di questi fattori e del fatto se queste aziende hanno assegnato al proprio management intenzione nell'affrontare problematiche relative all'aspetto ESG. Per quanto riguarda la sfera relativa alla protezione dei consumatori l'aspetto più interessante è quello relativo ai servizi finanziari. A svolgere un ruolo essenziale è stata la regolamentazione che è andata ad assumere un ruolo importante con la Mifid2, la direttiva antiriciclaggio della Commissione Europea ed infine le riforme Dodd-Frank (2010). Questo tipo di tendenza è proseguita con il regolamento generale sulla protezione dei dati che mira a rafforzare la sicurezza per i cittadini dell'UE. Gli effetti principali del GDPR per le società di servizi finanziari sono rappresentati da costi elevati di conformità, che sono stati stimati in 1-49 milioni di GBP, a seconda delle dimensioni dell'azienda. In secondo luogo, GDPR presenta rischi finanziari e legali in corso. A partire dal 25 maggio 2018, le società in violazione possono essere multate fino a 20 milioni di euro o il 4% delle entrate annuali, a seconda di quale sia maggiore. Ricapitolando possiamo affermare che, seppur questi aspetti non sono aspetti di tipico economico in senso stretto, ci servono per inquadrare il tutto nell'ottica degli investimenti ESG ed il fatto che questi 10 rischi elencati potrebbero avere un impatto finanziario sui settori chiave, sulle società e sui loro investitori nel corso dei prossimi anni. Molti investitori, nello specifico quelli delle comunità d'investimento responsabile, sono già a conoscenza dei rischi ESG di cui abbiamo precedentemente parlato. Dall'altra parte della medaglia però vi sono sempre quegli investitori che non hanno ancora considerato in che modo le loro partecipazioni possono essere influenzate dall'analisi ESG. Tutti questi rischi vengono ritenuti fondamentali per gli investitori sostenibili, poiché prima di andare ad allocare parte delle proprie risorse finanziarie in un'azienda che non "fa del bene" all'ambiente o alla

salute, come nel caso di aziende chimiche che nel corso degli anni hanno innalzato di gran lunga il rilascio di sostanze chimiche nell'ambiente, si guarderanno bene da tutti questi fattori per essere a conoscenza del fatto che le loro risorse vengano utilizzate per finanziare una determinata azienda.

3. Rating di sostenibilità (ESG) e scelta del benchmark

3.1 Introduzione al concetto di rating ESG.

Il concetto di rating affonda le sue origini nel celebre documento: *“History of Railroads and Canals in the United States”* pubblicato da Henry Poor, colui che assieme a William Poor ha dato origine ad una delle più famose agenzie di rating mondiali: Standard & Poor’s. Quest’ultima ha lo scopo di attribuire un merito creditizio per quanto riguarda le aziende, ossia dare una valutazione in merito alla solidità aziendale ed alla sua capacità di ripagare il debito nel medio e lungo termine. Nel corso degli ultimi due decenni, si è verificato un crescente interesse da parte degli investitori individuali ed istituzionali per quel che concerne gli investimenti socialmente responsabili, a tal punto da far sì che iniziasse ad esserci un cambiamento istituzionale all’interno del settore mobiliare, grazie all’utilizzo di nuove norme. Tutta questa attenzione verso questo tipo di investimenti ha comportato la ricerca di indicatori volti a valutare la sostenibilità di fondi/aziende, con lo scopo di consentire agli investitori di orientarsi sul mercato finanziario; ed è proprio in questo contesto che si è verificato sempre più il fenomeno della nascita delle agenzie di rating ESG. Quest’ultime, anche denominate agenzie di rating CSR o anche agenzie di rating sociale, sono andate ad affiancarsi alle tradizionali agenzie di rating (Standard & Poor’s, Fitch e Moody’s), che a differenza di quelle ESG prendono in considerazione aspetti relativi al merito creditizio. Proprio per questo motivo è bene andar a prendere in considerazione quelle che sono le componenti che vanno ad impattare per l’attribuzione di un Rating ESG (*Figura 6*):

AMBIENTE <ul style="list-style-type: none"> ▶ Strategia ambientale ▶ Riciclabilità ▶ Prevenzione dell'inquinamento ▶ Gestione ambientale ▶ Fonti di energia rinnovabili 	FORNITORI <ul style="list-style-type: none"> ▶ Promozione ▶ Qualità ▶ Condizioni contrattuali ▶ Finanziamento ▶ Progettazione e comakership 	CONCORRENTI <ul style="list-style-type: none"> ▶ Antitrust e pratiche concorrenziali ▶ Cartelli e abusi di posizione dominante ▶ Corruzione
GRADO DI APERTURA E DINAMICITÀ <ul style="list-style-type: none"> ▶ Innovazione ▶ Disponibilità al mutamento ▶ Flessibilità ▶ Tutela della diversità 	MANAGEMENT <ul style="list-style-type: none"> ▶ Sistema di incentivazione ▶ Remunerazione ▶ Benefici 	AZIONISTI <ul style="list-style-type: none"> ▶ Corporate governance ▶ Partecipazione democratica ▶ Trasparenza, frequenza e qualità delle informazioni ▶ Comunicazione innovativa
MISSIONE E RAGIONE D'ESSERE DELL'IMPRESA <ul style="list-style-type: none"> ▶ Codice etico ▶ Valori guida e obiettivi 	DIPENDENTI <ul style="list-style-type: none"> ▶ Occupazione ▶ Relazioni industriali ▶ Benefits ▶ Formazione e valorizzazione ▶ Clima aziendale ▶ Pari opportunità e discriminazione ▶ Partecipazione ai risultati 	CLIENTI E PRODOTTI <ul style="list-style-type: none"> ▶ Qualità ▶ Utilità sociale ▶ Fedeltà ▶ Customer satisfaction ▶ Innovazione e R&S ▶ Sicurezza del prodotto ▶ Pubblicità e marketing
SOCIETÀ CIVILE <ul style="list-style-type: none"> ▶ Sviluppo economico e sociale ▶ Dialogo sociale ▶ Promozione e sponsorship ▶ Trasferimento di fondi ▶ Diritti umani 		

Figura 6: Elementi che impattano nell'attribuzione del Rating

Affrontare le problematiche ESG è diventato un punto d'interesse come preoccupazione per la gestione del rischio per investitori, azionisti ed aziende, le quali nel corso di questi ultimi anni hanno incorporato gli elementi ESG nelle loro strategie aziendali contrariamente a quello che accadeva nei primi anni '90, periodo in cui la maggior parte delle aziende non erano interessate agli argomenti CSR ed SRI. Proprio per questa importanza relativa agli investimenti ESG c'è stato un crescente numero di ricerche sulle agenzie di rating ESG, le quali non hanno fatto alcun tentativo per scoprire quali fossero le strategie di crescita e le determinanti del consolidamento nel settore del rating ESG. Un'eccezione degna di nota è il rapporto Rate the Raters, in cui viene rafforzato questo punto all'interno del quale viene sostenuta che l'incapacità finanziaria di molti rating ESG e l'attuale inadeguata domanda e finanziamento per il numero di rating ESG hanno contribuito al consolidamento nel mercato (Sustainability, 2010). La maggior parte delle agenzie di rating ESG hanno iniziato ad operare a livello nazionale (ad esempio, Vigeo ha iniziato concentrandosi sul mercato francese) contribuendo a far sì che gli investitori locali potessero far affidamento su una

solida agenzia di rating. Nel corso degli ultimi anni da un lato, il mercato ha visto il consolidamento tra agenzie di rating esclusivamente ESG; d'altro canto, alcuni grandi fornitori di dati e gestori patrimoniali - come MSCI, Bloomberg e Robeco - hanno mostrato un interesse crescente per entrare nel campo del rating ESG. Questi ultimi hanno iniziato ad offrire ai propri clienti specifici punti di vista sulle prestazioni ESG, sia acquisendo che fondendosi con agenzie di rating ESG, che sviluppando prodotti di valutazione della CSR interni (ad esempio Bloomberg). Ciò ha sicuramente influito sulla concorrenza e sui prezzi, in quanto l'intermediario può offrire ai clienti una ricerca a servizio completo con prezzi competitivi. Proprio per questo motivo, MSCI ha investito molto nella ricerca ESG acquisendo, nel 2010, KLD e Innovest, che già facevano parte di RiskMetrics Group. Robeco ha acquistato SAM nel 2006 e ora utilizza le informazioni fornite da SAM per i suoi prodotti di investimento responsabile. Con il balzo di questi grandi attori sul mercato, i rating ESG sono ora solidamente in linea con il mainstream, poiché queste società hanno risorse ed altissima credibilità all'interno della tradizionale comunità di investimento. Per questo motivo vorrei riportarvi una breve parentesi in cui SAM afferma: *"Il fatto che MSCI stia ora offrendo indici ESG ci sta attaccando, perchè abbiamo un altro forte concorrente sul mercato. All'inizio, il principale concorrente era FTSE4Good ... [...] ... e ora MSCI con i suoi indici ESG è diventato un grande concorrente. Ancora una volta, ogni volta che si ha un concorrente, da un lato è un aspetto cattivo e dall'altro è buono, perché mostra che il mercato si sta ingrandendo."*(SAM, intervista). Un noto studioso ed economista Adamo Rosa, in *La Finanza Etica - Principi strumenti e finalità (2009)* ha affermato che il rating ESG *"mutua dalle tradizionali metodologie dei sistemi di rating i principi ed i presupposti esprimendo, in ultima istanza, un giudizio sintetico che si basa su criteri di eticità, ovvero su una valutazione fondata su informazioni non solo di carattere finanziario ma anche sociale, ambientale e culturale; in tale ottica, si vuole valutare la capacità di creare valore non esclusivamente per l'azionista, ma per tutti gli stakeholders"*. Oltre al crescente interesse che questa nuova tipologia di rating ha portato, vi è l'altra faccia della medaglia in cui vi sono delle risposte degli scettici in merito a questo argomento, i quali hanno sostenuto che i Rating ESG non sempre sono in grado di dare una

classificazione su quali aziende siano socialmente responsabili e che le loro relative valutazioni possono essere forvianti. Le parti che prendono in considerazione l'emissione di una valutazione di tipo ESG sono: il mercato ed infine l'azienda stessa. Nel caso in cui ci trovassimo nell'ottica del mercato siamo in una situazione di rating not solicited, il cui unico scopo è quello di permettere agli operatori finanziari di orientarsi nella scelta degli investimenti, d'altro canto nel caso in cui risulti essere l'azienda a richiedere un rating di sostenibilità, il motivo potrebbe essere insito nelle politiche di fund raising o di volontà dell'accrescimento della visibilità e del prestigio aziendale. I rating di tipo ESG vengono elaborati mediante l'utilizzo della documentazione prodotta internamente dall'azienda stessa, tramite le informazioni che provengono dall'autorità di vigilanza e per ultimo, ma non per importanza, da questionari che periodicamente vengono inviati alle aziende con lo scopo di fare dei sondaggi su tali questioni. Il rating di sostenibilità trova fondamento nella visione dell'azienda, inteso come centro di relazioni e si concretizza sostanzialmente nei criteri sociali e di responsabilità che sono adottati dall'emittente, in merito a quelle che sono le prospettive di sviluppo e l'impegno di risorse. Aspetti di fondamentale importanza sono quelli relativi alla qualità delle relazioni aziendali e del rispetto verso gli stakeholders, questi due aspetti rientrano nel concetto di "asset intangibili", e proprio per questo motivo sono riconducibili nel capitale sociale. Parlare al giorno d'oggi di rating sostenibile ci si deve andare a scontrare con le valutazioni che sono state fatte da un punto di vista qualitativo che, come affermato dall'intervista di SAM, possono dare origine a risultati differenti a seconda dell'analisi svolta dall'agenzia che emette questo giudizio. In virtù di questo concetto viene sempre più affermato dagli economisti che le variabili che confluiscono nella determinazione del rating etico sono molteplici, che non sempre risultano facilmente misurabili e sono strettamente legate alle preferenze del valutatore e degli investitori, ed al significato che gli operatori attribuiscono al termine "socialmente responsabile". Ad esempio, investitori ispirati da una morale religiosa potrebbero attribuire grande importanza al rispetto di alcuni criteri che invece potrebbero essere poco significativi per un investitore di tipo ambientalista. Un caso che ci permette di comprendere il concetto precedentemente elencato è quello relativo a Sodexo, una multinazionale

che opera nei servizi di ristorazione che nel corso del 2010 è stata esclusa dall'indice etico di sostenibilità FTSE4Good in quanto non rispettava tutti quelli che erano i parametri di sostenibilità. Nel medesimo tempo però Sodexo è stata incorporata nel Dow Jones Sustainability Index World, tutto ciò serve a confermare che non sempre sono facilmente misurabili questi aspetti ma l'elemento più importante è quello relativo alla soggettività di colui che è chiamato a prendere decisioni in merito. Per cercare di risolvere queste controversie nel 2011 c'è stato il lancio del "Global Initiative for Sustainability Ratings (GISR), ossia uno standard internazionale che sia finalizzato a realizzare un sistema di rating omogeneo e comparabile nello spazio e nel tempo. L'approccio adottato dal GISR si articola in due fasi:

1. Realizzazione di una metodologia di analisi, basata sull'elaborazione di principi, problemi ed indicatori universalmente definiti.
2. Attribuzione di una certificazione "GISR compliant" in base alla conformità di quanto stabilito al primo punto.

Il contesto delle agenzie di rating, al giorno d'oggi, vede la presenza di una molteplicità di agenzie: sono considerati "valutatori etici" quelle società, le quali prendono in considerazione il concetto di sostenibilità, sia quelle che coprono la totalità delle tematiche, sia quelle che si limitano a prendere in considerazione solamente uno specifico settore. Come già espresso precedentemente le aziende che si occupano di stilare un rating ESG sono innumerevoli ed ognuna di esse ha una sua particolarità, ma quelle di cui andrò a trattare successivamente sono nello specifico: Morningstar con la realizzazione del Morningstar Sustainability Rating e successivamente il rating di sostenibilità lanciato da Morgan Stanley Corporation International (MSCI). Un caso degno di nota, ma del quale non andremo nello specifico, è quello relativo a Standard Ethics, un'agenzia di rating europea indipendente che valuta il grado di conformità di aziende e Stati, prendendo però in considerazione soltanto le linee guida dell'UE e delle Nazioni Unite. Standard Ethics, dopo 12 anni di attività trascorsi nell'andar a valutare quelle società in ottica prettamente di tipo statistico, è divenuta a tutti

gli effetti un'agenzia di rating europea; le sue particolarità risiedono nel fatto di fornire valutazioni e giudizi:

- Solicited – rating emesso solo su richiesta;
- Standard – secondo l'approccio “norms based”
- Independent - Nessun rating a chi ha ricevuto servizi nei 3 anni precedenti e nessun servizio a chi ha ricevuto rating nei 3 anni precedenti;

Il risultato ottenuto misura “la quantità di «futuro atteso» presente in un'attività economica o in un'amministrazione territoriale”, ossia quei “principi volontari che indicano come dovrebbero essere la governance, i rapporti con l'ambiente e la società e come si dovrebbe competere nel mercato affinché l'economia e lo sviluppo siano sostenibili e durevoli nel tempo” (“*Standard Ethics - Sustainability in Governance & Policy (2013)*”

Un ulteriore aspetto di cui si deve necessariamente tenerne conto è quello studiato dall'economista Vogel D. (Vogel D. 2005. *The Market for Virtue. The Potential and Limits of Corporate Social Responsibility*), il quale all'interno del suo studio, ha confrontato i rendimenti dell'indice KLD Domini 400 Social Index e dello S&P 500 (nel periodo compreso tra Maggio 1990 ed il 30 Giugno 2004), il quale ha rilevato che l'indice relativo al KLD ha sovra-performato lo S&P, ma la gran parte di questa differenza deve essere attribuita nello specifico alle aziende nelle quali i fondi hanno investito e non ci sono evidenze che questa sovra-performance sia dovuta da aspetti di tipo prettamente sociale. Dopo aver preso in considerazione tutti questi aspetti nel corso dei successivi capitoli andrò ad elencarvi due delle principali metodologie di attribuzione di un rating di sostenibilità per quanto riguarda i fondi socialmente responsabili, o per meglio dire che tengono conto nello specifico degli aspetti relativi alle tematiche ambientali, sociali e di governance.

3.2 Il Morningstar Sustainability Rating

Quello della sostenibilità è un tema sempre più innovativo e vicino alla maggior parte delle persone, a prescindere dal fatto che questi siano investitori o meno. Nello specifico, ultimamente, si è andato diffondendo il concetto di ESG; questo acronimo viene tradotto con il termine *Environmental, Social e Governance* (ESG) e sempre più investitori richiedono che i loro portafogli tengano conto di questi fattori. In risposta al crescente aumento nei confronti di questo argomento, Morningstar, assieme alla collaborazione di Sustainalytics, ha lanciato il **Morningstar Sustainability Rating**, il quale dà la possibilità agli investitori di valutare i fondi d'investimento in base a quello che è il giudizio sulla sostenibilità delle holding che un fondo detiene in portafoglio. Molti asset manager prendono in considerazione i fattori ESG nelle loro decisioni di investimento, in particolare in quelle di lungo periodo, dato il comprovato effetto che i temi legati alla sostenibilità hanno sull'utile netto delle aziende.

Fino al 2016 il mercato non aveva strumenti che fossero in grado di valutare la performance di un fondo in termini di sostenibilità. L'unica possibilità per gli investitori è stata quella di scegliere a quei comparti che dichiaravano di avere obiettivi di investimento sostenibili o "responsabili". Tali strumenti avevano un approccio alla selezione dei titoli che si limitava all'esclusione di alcune industrie (come quelle del tabacco o produttori di armi). Al giorno d'oggi, invece, la maggior parte di questi fondi incorpora le tematiche ESG nel processo di screening.

Gli investitori interessati a questa categoria di strumenti devono far fronte a due grosse difficoltà: la prima legata alla scarsità nell'offerta di questi fondi, i quali rappresentano solo il 2% dell'offerta globale e molti fondi pensione non prevedono un'opzione di questo tipo, la seconda rappresentata dalla difficoltà di valutare in maniera indipendente come questi fondi incorporino i fattori ESG nel loro processo di investimento.

Il **Morningstar Sustainability Rating** è appunto nato con lo scopo di aiutare l'investitore a superare questi limiti ed a concretizzare l'investimento socialmente responsabile. Attraverso l'utilizzo di tale

indicatore, presente solamente a partire da Marzo 2016, gli investitori sono in grado di valutare in maniera del tutto autonoma se un SRI mantiene realmente fede al suo mandato investendo in quelle società che operano in attività sostenibili. Inoltre Morningstar dà la possibilità agli investitori di andare non solo a vedere se i fondi tengono fede al loro mandato, ma anche di prendere in considerazione tutti quei fondi che rispettano i criteri ESG. Il **Morningstar Sustainability Rating** valuta il modo in cui le società che sono inserite nel portafoglio di un fondo gestiscono i rischi e le opportunità legati ai fattori. Sulla base dei dati relativi al rating ESG, forniti da Sustainalytics, Morningstar assegna il suo Sustainability Rating a tutti quei fondi per cui almeno il 50% delle holding in portafoglio tiene conto dell'aspetto ESG.

Il processo di assegnazione del rating da parte di Morningstar avviene in due fasi:

1) Calcolo del Morningstar Portfolio Sustainability Score. Tale punteggio risulta essere una media ponderata del rating ESG assegnato da Sustainalytics ai singoli titoli, al netto delle deduzioni fatte per tenere conto delle eventuali controversie nelle quali le società sono state coinvolte. Tale punteggio, che va da 0 a 100. Successivamente all'aver attribuito un punteggio, il rating ESG delle singole azioni viene normalizzato e poi pesato in base a quella che è l'incidenza di un determinato titolo all'interno del portafoglio.

2) Calcolo del Morningstar Sustainability Rating. Morningstar nel corso degli anni ha creato delle categorie di fondi. Per ognuna di queste categorie i fondi vengono ordinati in cinque gruppi normalmente distribuiti in base al punteggio realizzato nel Morningstar Portfolio Sustainability Score. In questo modo i fondi che si collocano nel decimo percentile più alto ottengono il Morningstar Sustainability Rating massimo (pari a cinque globi), quattro per il successivo 22,5% dei fondi, 3 e due globi rispettivamente per il 35% e il 22,5% di quelli che seguono e un globo per l'ultimo 10% in classifica.

3.2.1 Metodologia Morningstar Sustainability Rating.

Come precedentemente analizzato Morningstar ha introdotto il Rating di sostenibilità a partire da Marzo 2016, con lo scopo di aiutare gli investitori ad utilizzare le informazioni ambientali, sociali e di governance, o ESG, con lo scopo di andar a valutare i portafogli finanziari. Il rating ESG è un metodo affidabile ed obiettivo per valutare in che modo i loro portafogli stanno affrontando le sfide ESG. Questa metodologia, che come abbiamo visto è stata introdotta nel 2016, è stata potenziata apportando delle modifiche al metodo precedente ed è entrata a tutti gli effetti in vigore a partire dal 31 Ottobre 2018.

Queste modifiche a cui ho appena accennato sono:

- **Incorporazione delle partecipazioni storiche**
- **Aumento della soglia di rating al 67% del portafoglio coperto**
- **Espansione dei peer group all'utilizzo della categoria Morningstar Global**
- **Aumento della soglia di dimensione del peer group ad un numero di 30 portafogli per ricevere i rating globali.**

Il Rating di sostenibilità Morningstar è una misura di come le partecipazioni stiano performando sulle questioni ambientali, sociali e di governance, o ESG, relative al peer group di un portafoglio. Il rating è un calcolo storico basato sulle partecipazioni che utilizza l'analisi ESG a livello aziendale di Sustainalytics, uno dei principali fornitori di ricerca ESG. Viene calcolato per prodotti ed indici gestiti a livello globale utilizzando il database di portafoglio di Morningstar.

Il Morningstar Sustainability Rating è il risultato di un processo che si articola in tre fasi. Nella prima fase, viene calcolato il Punteggio di sostenibilità del portafoglio Morningstar (**Morningstar Portfolio Sustainability Score**) per ogni portafoglio registrato entro i 12 mesi. Secondo, vengono utilizzati questi punteggi per calcolare il Punteggio storico di sostenibilità Morningstar (**Morningstar Historical Portfolio Sustainability Score**) di un determinato portafoglio. Terzo, viene assegnato un

rating di sostenibilità Morningstar (**Morningstar Sustainability Rating**) per un portafoglio basato sul suo punteggio di sostenibilità storico Morningstar relativo alla sua Morningstar Global Category. Per quanto riguarda il primo aspetto ossia il Morningstar Portfolio Sustainability Score, risulta essere una media ponderata degli attivi dei punteggi ESG normalizzati a livello aziendale con detrazioni effettuate per controversi da parte delle società emittenti, come incidenti ambientali, frodi o comportamenti discriminatori. Il Portfolio Sustainability Score è calcolato nel seguente modo:

$$\text{Portfolio Sustainability Score} = \text{Portfolio ESG Score} - \text{Portfolio Controversy Deduction} \quad [1]$$

Andando a prendere a prendere in considerazione la prima componente dell'equazione (Portfolio ESG Score), risulta essere una media ponderata delle attività dei punteggi ESG normalizzati a livello aziendale. Questi punteggi ESG di Sustainalytics a livello aziendale rispecchiano il modo in cui un'azienda affronta le tematiche ESG sulla base di una serie di indicatori che misurano la preparazione, la divulgazione ed infine le performance.

$$\text{Portfolio ESG} = \sum_{x=1}^n \text{ESG Normalized} * \text{Weights adj.} \quad [2]$$

Sustainalytics valuta le prestazioni di un'azienda sui problemi ESG relativi ad altre aziende che appartengono allo stesso peer group nell'industria globale, andandole a valutare utilizzando una scala 0-100. Poiché la rilevanza di particolari problemi ESG varia a seconda dei peer group viene utilizzata una combinazione unica di indicatori all'interno di ciascun peer group per determinare il punteggio ESG a livello aziendale. L'utilizzo di una combinazione unica di indicatori per ciascun peer group comporta il fatto che lo stesso punteggio condiviso da due società, appartenenti a due diversi gruppi di pari, può portare ad un risultato differente in quanto il punteggio di una società potrebbe segnalare che è un "soverperformer" all'interno del suo peer group mentre il punteggio identico dell'altra società potrebbe indicare che è un "underperformer" nel suo peer group. Quest'ultimo ha anche

intervalli di punteggio ESG e metodi diversi. Per rendere comparabili i punteggi ESG tra gruppi di pari, necessario per la valutazione di portafogli diversificati, Morningstar normalizza i punteggi di ciascun peer group utilizzando una trasformazione tramite lo Z-score, calcolato nel seguente modo:

$$Z_{peer} = \frac{ESG_x - \mu_{peer}}{\sigma_{peer}} \quad [3]$$

Dove:

ESG_x = Sustainalytics Company ESG score

μ_{peer} = Peer Group Mean ESG Score

σ_{peer} = Peer Group Standard deviation of ESG scores.

I punteggi dello Z-score vengono utilizzati per creare i punteggi ESG normalizzati su una scala che va da 0 a 100, con una media di 50. Nel modo in cui segue possiamo notare che:

$$ESG_{Normalized} = 50 + (Z_{peer} * 10) \quad [4]$$

I punteggi ESG aziendali normalizzati possono essere interpretati come segue:

70+ = L'azienda segna almeno due deviazioni standard sopra la media nel suo peer group

60 = La società segna una deviazione standard sopra la media nel suo peer group

50 = punteggi delle società nella media del gruppo di riferimento

40 = La società segna una deviazione standard al di sotto della media nel suo peer group

30- = La società ottiene almeno due deviazioni standard al di sotto della media nel suo peer group.

Una volta che i punteggi ESG della società sono stati normalizzati, vengono aggregati ad un punteggio ESG del portafoglio utilizzando una media ponderata per gli asset di tutti i titoli coperti. Questi ultimi includono titoli azionari ed obbligazionari emessi da società che hanno punteggi ESG.

I titoli emessi da società che non hanno punteggi ESG, così come posizioni corte, opzioni e derivati tipicamente emessi da società finanziarie terze, non sono coperti.

Per ricevere un punteggio ESG del portafoglio, almeno il 67% dei patrimoni di un portafoglio in gestione deve avere un punteggio ESG aziendale, questo è un elemento di fondamentale importanza in quanto è stato introdotto con la revisione della metodologia di calcolo del Morningstar Sustainability Rating a partire dal 2018, poiché precedentemente a tale periodo il patrimonio di portafogli in gestione, che aveva un punteggio ESG, non doveva essere del 67% bensì del 50%. La percentuale delle attività in gestione dei titoli coperti viene ridimensionata al 100% prima di calcolare il punteggio ESG del portafoglio.

Il secondo elemento di fondamentale importanza riguardo all'equazione del Portfolio Sustainability Score è quello relativo al Portfolio Controversy Score. In merito a quest'ultimo Sustainalytics traccia e classifica gli eventi correlati a fattori ESG, denominati "controversie", su oltre 10.000 aziende a livello globale. Ogni controversia è valutata in base al livello d'impatto sull'ambiente, sulla società e al relativo rischio per l'azienda stessa. Mentre una singola azienda può essere coinvolta in più controversie correlate a ESG in ogni momento, Sustainalytics assegna anche punteggi alle aziende in base al livello più alto di coinvolgimento attuale in controversie relative a ESG, in scala 0-100, come segue:

Exhibit 1 Sustainalytics Controversy Score

Category	Impact on Environment or Society	Risk to Company	Company Score
5	Severe	Serious	0
4	High	High	20
3	Significant	Significant	50
2	Moderate	Minimal	80
1	Low	Negligible	99
0	No evidence of controversy	None	100

Source: Morningstar, Inc.

Poiché la presenza di controversie contribuisce negativamente alla performance complessiva di sostenibilità di un'azienda, Morningstar ribalta la scala dei punteggi delle controversie aziendali aggregandoli per creare il Portfolio Controversy score, come segue:

$$MContra_p = 100 - \sum_{i=1}^n w_i SCont_i \quad [5]$$

Dove:

$MContra_p$ = Il Morningstar Portfolio Controversy Score

$SContra_p$ = Il Sustainalytics controversy score dell'azienda i .

Per ricevere un punteggio relativo al Portfolio Controversy, almeno il 67% del patrimonio di un portafoglio in gestione deve avere un punteggio di controversia aziendale. I titoli coperti includono titoli azionari e obbligazionari emessi da società che hanno punteggi di controversie. I titoli emessi da società che non hanno punteggi di controversie, nonché posizioni corte, opzioni e derivati tipicamente emessi da società finanziarie terze, non sono coperti. La percentuale delle attività dei titoli coperti sarà ridimensionata al 100%.

Per calcolare il punteggio di sostenibilità del portafoglio, viene ridimensionato il punteggio di controversia del portafoglio, creando il Portfolio Controversy Deduction nella maniera seguente:

	<i>Highest Controversy Level</i>	<i>Portfolio Controversy Deduction</i>
Best	0	0
	1	0.2
	2	4
	3	10
	4	16
Worst	5	20

Per riassumere il concetto fino ad adesso analizzato possiamo affermare che il Morningstar Portfolio Sustainability Score è calcolato nel seguente modo:

$$\text{Portfolio Sustainability Score} = \text{Portfolio ESG Score} - \text{Portfolio Controversy Deduction} \quad [6]$$

Per ricevere un punteggio di sostenibilità, è necessario che un portafoglio abbia un punteggio ESG del portafoglio ed un Portfolio Controversy Score.

Un altro elemento di fondamentale importanza per la nostra analisi, ossia arrivare a determinare il Morningstar Sustainability Rating è quello di andare a calcolare qual è il punteggio di sostenibilità storico del portafoglio, questo è calcolato come una media ponderata dei 12 mesi. I punteggi del portafoglio storico non sono pesati allo stesso modo, infatti quelli più recenti sono ponderati in misura maggiore rispetto ai portafogli più distanti. Il modo per calcolarli è il seguente:

$$\text{Historical Portfolio Sustainability Score} = \frac{\sum_{i=0}^{11} (12-i) * \text{Portfolio_Sustainability}_i}{\sum_{i=0}^{11} i+1} \quad [7]$$

Dove:

i = numero dei mesi dal presente

Sulla base del punteggio di sostenibilità storico del portafoglio, ai fondi vengono suddivisi in categorie assolute e percent rank all'interno dei Morningstar Global Categories, a condizione che una categoria abbia almeno 30 fondi con Portfolio Sustainability Score. Il Morningstar Sustainability Rating di un fondo è il suo punteggio ordinale normalmente distribuito relativo alla categoria globale del fondo. Affinché un fondo possa ricevere un Morningstar Sustainability Rating, la sua categoria Morningstar Global deve avere almeno 30 fondi con punteggi di sostenibilità del portafoglio storico.






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

Figura 7 *Suddivisione per rank*

Fonte: Morningstar, Inc

Il Morningstar Sustainability Score viene aggiornato ogni volta che Morningstar riceve il portafoglio più recente. Il Morningstar Sustainability Rating e le classificazioni vengono pubblicati mensilmente sulla base dei dati aziendali più recenti di Sustainalytics. I portafogli riceveranno un rating un mese e sei giorni lavorativi dopo che vengono classificati come effettivi. Il fondo sarà classificato insieme ai pari per un intervallo di tempo relativo ad 1 mese e 6 giorni lavorativi. Se un portafoglio non è stato ancora ricevuto entro la data di rating, il portafoglio più recente disponibile sarà utilizzato per il punteggio e la classificazione, a condizione che il portafoglio abbia meno di 276 giorni di vita.

Come già anticipato precedentemente la metodologia del Morningstar Sustainability Rating è stata modificata a partire da Ottobre 2018, con l'effettiva entrata in vigore il 31 Ottobre 2018. Il motivo per cui Morningstar ha deciso di modificare la metodologia iniziale del 2016 è stato in quanto ha sempre pianificato di apportare miglioramenti alla valutazione in base al feedback dei clienti e degli utenti e dato dalle tendenze in evoluzione nel campo. I nuovi rating riflettono la capacità di valutare la sostenibilità di un portafoglio su un orizzonte temporale ben più lungo. Come anticipato Morningstar ha essenzialmente apportato modifiche per quel che riguarda le partecipazioni e per quel che riguarda i peer group. Dal punto di vista delle partecipazioni le modifiche apportate sono state che mentre nella metodologia originale venivano presi in considerazione soltanto i portafogli più

recenti adesso con l'entrata in vigore della nuova metodologia vengono presi in considerazione i portafogli dell'ultimo anno per avere una migliore valutazione. Un altro aspetto innovativo che è stato apportato è quello relativo al peer group in quanto, se prima venivano prese in considerazione le categorie Morningstar per quel che riguardava i peer group (gruppo di pari) con la nuova metodologia vengono presi in considerazione i Morningstar Global Category. Quest'ultimo risulta essere un sistema di peer group per portafogli gestiti che si basano su una determinata strategia d'investimento e non tengono conto del fatto in cui sono disponibili per la vendita. Ad esempio, nell'ambito del sistema Morningstar Global Category, i fondi diversificati dei mercati emergenti sono tipicamente collocati nello stesso peer group, indipendentemente dal luogo in cui un fondo è disponibile per la vendita. Una mappatura tipica dei fondi è la seguente:

<i>Morningstar Category</i>	<i>Morningstar Global Category</i>
(US) Diversified Emerging Markets	Emerging Market Equity
(EAA) Global Emerging Markets	Emerging Market Equity
(AUS) Equity Emerging Markets	Emerging Market Equity
(US) World Large Stock	Global Equity
(EAA) Global Flex-Cap Equity	Global Equity
(Japan) World Equity	Global Equity
(US) Large Cap Blend	US Equity Large Cap Blend
(EAA) US Large Cap Blend Equity	US Equity Large Cap Blend
(Can) US Equity	US Equity Large Cap Blend

Oltre a questi due aspetti che abbiamo preso in considerazione per quel che concerne la variazione della metodologia per il calcolo del (Morningstar Sustainability Rating, possiamo prendere in considerazione anche altri due aspetti, uno relativo alla soglia di copertura delle partecipazioni e l'altra relativa alla soglia di dimensione dei peer group. Per quel che concerne il primo aspetto è la percentuale delle attività del portafoglio coperte dai rating ESG della società Sustainalytics che, con la nuova metodologia è passato dal 50% al 67%, d'altro canto il secondo aspetto, ossia quello relativo alla soglia di dimensione dei peer group, viene rappresentato come il numero di portafogli all'interno di un peer group che soddisfano la soglia di copertura in modo che eventuali portafogli

di un peer group ricevano rating di sostenibilità, questo numero è passato da 10 a 30 con la nuova metodologia. Come già detto, Morningstar ha allargato il numero di portafogli da prendere in considerazione allargandolo all'orizzonte temporale degli ultimi 12 mesi. Tutto questo concetto ha portato ad introdurre un Historical Sustainability Score formulato nel seguente modo:

$$\text{Historical Portfolio Sustainability Score} = \frac{\sum_{i=1}^{12} (12-i) * \text{Portfolio Sustainability}_{yi}}{\sum_{i=1}^{12} i} \quad [8]$$

Dove:

i= numero di mesi dal presente

Portfolio Date	Portfolio Sustainability Score	Weight	Weighted Sum
7/31/2018	48.84	12	586.08
6/30/2018	48.01	11	528.11
5/31/2018	48.66	10	486.60
4/30/2018	48.07	9	432.63
3/31/2018	47.65	8	381.20
2/28/2018	47.86	7	335.02
1/31/2018	48.77	6	292.62
12/31/2017	48.29	5	241.45
11/30/2017	47.83	4	191.32
10/31/2017	47.20	3	141.60
9/30/2017	47.42	2	94.84
8/31/2017	47.62	1	47.62
Total		78	3759.09

$$\text{Historical Score} = \frac{3759.09}{78} = 48.19$$

Come possiamo notare dalla figura precedente, i portafogli che hanno una data più recente hanno un peso maggiore su tutti gli altri, con un peso pari a 12, al contrario, portafogli relativi ad un anno

precedente hanno un peso pari ad 1. Andando a fare i calcoli possiamo notare che otterremo un Historical Score pari a 48,49.

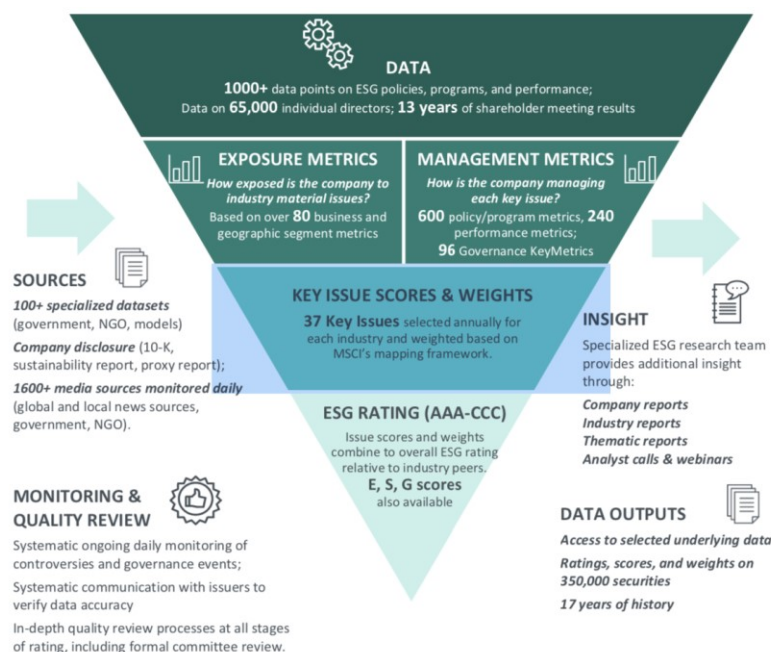
Name	Portfolio Date	Sustainability Rating Date	Morningstar Sustainability Rating	Historical Sustainability Score	Portfolio Sustainability Score	Sustainability Percent Rank in Category	Global Category
Center Coast Brookfield MLP Focus I	31/12/18	28/02/19	Low	34,22	35,10	90	Energy Sector Equity
PGIM Jennison MLP A	31/03/19	28/02/19	Below Average	36,08	35,55	85	Energy Sector Equity
TBF SMART POWER EUR R	31/12/18	28/02/19	Average	45,89	46,42	33	Energy Sector Equity
MultiAsset Glb Clean Energy Fdr Eq 2 CP	31/01/19	28/02/19	Above Average	46,01	46,85	31	Energy Sector Equity
NN (L) Energy R Dis USD	31/12/18	28/02/19	Above Average	49,18	48,35	11	Energy Sector Equity
Multiflex SICAV	31/03/19	28/02/19	High	49,56	50,61	10	Energy Sector Equity
Carnot Effici Engy EUR D BGF	31/03/19	28/02/19	High	52,69	52,38	4	Energy Sector Equity
Sustainable Energy A2 EUR H BGF	31/03/19	28/02/19	High	52,69	52,38	4	Energy Sector Equity
Sustainable Energy D4 GBP	31/03/19	28/02/19	High	52,69	52,38	4	Energy Sector Equity
Oppenheimer SteelPath MLP Alpha Plus Y	31/03/19	28/02/19	Low	29,06	29,15	100	Energy Sector Equity
Oppenheimer SteelPath MLP Alpha Plus C	31/03/19	28/02/19	Low	29,06	29,15	100	Energy Sector Equity

3.3 Metodologia MSCI ESG RATING (Morgan Stanley Capital International)

Il concetto del Rating ESG è un elemento di fondamentale importanza e come già precedentemente analizzato ha fatto sì che numerose agenzie di rating ne tenessero conto all'interno delle loro valutazioni. Una metodologia che deve essere obbligatoriamente presa in considerazione è quella di

Morgan Stanley Capital International, MSCI ESG Rating. I fattori ESG possono influire sull'aspetto del rischio nel lungo termine e del rendimento dei portafogli istituzionali. MSCI ESG Rating è studiato per aiutare gli investitori a comprendere quali sono i rischi e le opportunità ESG, integrando questi fattori nel processo di costruzione e gestione del portafoglio.

Il team MSCI è composto da 185 analisti di ricerca, i quali valutano migliaia di dati che sono basati su 37 problemi chiave ESG, concentrandosi sull'intersezione tra il core business di un'azienda e le problematiche del settore che possono creare significativi rischi ed opportunità per l'azienda. Le aziende sono valutate su una scala AAA-CCC rispetto agli standard e alle prestazioni dei loro competitor.



Fonte: Morgan Stanley Capital International

La metodologia MSCI ESG Rating cerca di rispondere nello specifico a quattro domande chiave,

ossia:

- Quali sono i rischi e le opportunità ESG più significativi per un'azienda e per il suo settore?
- Quanto è esposta l'azienda a quei rischi/opportunità?
- In che misura l'azienda gestisce i rischi e le opportunità principali?

- Qual è il quadro generale dell'azienda e come questa si comporta rispetto ai competitor?

Come già anticipato questa metodologia tiene conto nello specifico di 37 problemi chiave in materia ESG e li possiamo notare nella tabella sottostante:

3 Pillars	10 Themes	37 ESG Key Issues	
Environment	Climate Change	Carbon Emissions Product Carbon Footprint	Financing Environmental Impact Climate Change Vulnerability
	Natural Resources	Water Stress Biodiversity & Land Use	Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Toxic Emissions & Waste Packaging Material & Waste	Electronic Waste
	Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech Opportunities in Green Building	Opp's in Renewable Energy
Social	Human Capital	Labor Management Health & Safety	Human Capital Development Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Product Safety & Quality Chemical Safety Financial Product Safety	Privacy & Data Security Responsible Investment Health & Demographic Risk
	Stakeholder Opposition	Controversial Sourcing	
	Social Opportunities	Access to Communications Access to Finance	Access to Health Care Opp's in Nutrition & Health
Governance	Corporate Governance*	Board* Pay*	Ownership* Accounting*
	Corporate Behavior	Business Ethics Anti-Competitive Practices Tax Transparency	Corruption & Instability Financial System Instability

Figura 8: Problemi chiave per ESG

Fonte: Morgan Stanley Capital International

MSCI per arrivare ad una valutazione finale in merito al rating, utilizza delle medie ponderate dei valori chiave che vengono aggregati e successivamente i punteggi delle aziende vengono normalizzati. Dopo aver calcolato gli eventuali errori, il punteggio aggiustato corrisponde ad un rating che va da tripla A (punteggio migliore) fino a tripla C (punteggio peggiore).

Una volta che sono stati selezionati i problemi chiave, vengono impostati i pesi (ponderazione) che determinano il contributo che ciascuno di essi fornisce al rating generale. Ogni problema può avere una ponderazione che va dal 3%-30% del rating ESG totale. Le ponderazioni tengono conto sia del contributo dell'industria, relativo a tutte le altre industrie, sia dell'impatto negativo o positivo sull'ambiente o sulla società; e la tempistica entro cui ci aspettiamo che si materializzi il rischio o l'opportunità per le aziende del settore. Gli aspetti chiave di questa valutazione sono i rischi, le

opportunità e le controversie. Per quanto riguarda il primo aspetto, per capire se un'azienda sta gestendo adeguatamente un rischio ESG, è essenziale capire quali strategie di gestione ha messo in atto e quanto è esposto a questo tipo di rischio. Il modello di Rating MSCI ESG prende in considerazione entrambi gli aspetti: esposizione e gestione del rischio. Per ottenere buoni risultati su una questione chiave, la gestione deve essere commisurata al livello di esposizione: una società ad alta esposizione deve anche avere una gestione molto forte, mentre un'azienda con un'esposizione limitata può avere una gestione più modesta. Mentre i problemi chiave sono identificati osservando quantitativamente a ciascun settore nel suo complesso, l'esposizione delle singole aziende a ciascun problema sarà sottoposto a variazione. MSCI ESG Rating calcola l'esposizione di ciascuna società ai principali rischi di tipo ESG in base ad una ripartizione granulare della propria attività: il suo prodotto principale o segmenti di attività, le sedi delle sue operazioni e altre misure pertinenti come la produzione esternalizzata o la dipendenza dai contratti governativi. L'esposizione al rischio è valutata su una scala 0-10, con 0 che non rappresenta nessuna esposizione e 10 che rappresenta un'esposizione molto elevata. L'analisi tiene quindi conto della misura in cui un'azienda ha sviluppato strategie e ha dimostrato una solida esperienza in termini di gestione del livello di rischi o opportunità. Le controversie che si sono verificate negli ultimi tre anni hanno portato a una detrazione dal punteggio complessivo di gestione per ciascuna questione. La gestione è valutata su una scala da 0 a 10, dove 0 non rappresenta alcuna prova degli sforzi di gestione e 10 rappresenta indicazioni di una gestione molto forte.

Il punteggio di esposizione al rischio e il punteggio di gestione del rischio sono combinati in modo tale che un livello più elevato di esposizione richieda un livello più elevato di capacità di gestione dimostrata al fine di ottenere lo stesso punteggio complessivo di questioni chiave. Tali punteggi vanno anch'essi su una scala 0-10, dove 0 è scarso e 10 è un valore ottimale.

Per quel che concerne l'aspetto relativo alla valutazione delle opportunità opera in modo simile a quella dei rischi ma il modello per mettere in relazione esposizione e gestione risulta essere diverso. L'esposizione indica la rilevanza dell'opportunità per una determinata azienda in base ai suoi segmenti

commerciali e geografici. La gestione indica la capacità dell'azienda di sfruttare tali opportunità. Nei casi in cui l'esposizione è limitata, il punteggio della questione chiave è limitato verso la metà dell'intervallo 0-10, mentre l'esposizione elevata consente punteggi sia superiori che inferiori.

MSCI ESG Ratings esamina anche un aspetto che già avevamo preso in considerazione nella metodologia del Morningstar Sustainability Rating, ossia quella relativa alle controversie, che possono indicare problemi strutturali con le capacità di gestione del rischio di un'azienda. Nel modello del rating ESG, un caso di controversie considerato da un analista per indicare problemi strutturali che potrebbero comportare rischi materiali futuri per la società innesca una detrazione più grande del punteggio rispetto a un caso di controversie considerato un indicatore importante di una performance recente ma non un chiaro segnale di un rischio materiale futuro.

Un caso di controversia è definito come un'istanza o una situazione in corso in cui le operazioni e/o i prodotti aziendali presumibilmente hanno un impatto ambientale, sociale e/o di governance negativo.

Un caso è in genere un singolo evento, ad esempio un incidente, un'azione normativa o un insieme di eventi strettamente connessi come multe per salute e sicurezza nella stessa struttura, accuse multiple di comportamenti anticoncorrenziali relativi alla stessa linea di prodotti, numerose proteste della comunità nella stessa sede della società o più cause individuali basate sullo stesso tipo di discriminazione.

Ogni caso di controversia è valutato per la gravità del suo impatto sulla società o sull'ambiente e conseguentemente classificato come molto grave, grave, moderato o minore. *(Tabella 1)*

Tabella 1: Scale delle controversie

<i>Scale of impact</i>	<i>Nature of impact</i>			
	<i>Egregious</i>	<i>Serious</i>	<i>Medium</i>	<i>Minimal</i>
Extremely Widespread	Very Severe	Very Severe	Severe	Moderate
Extensive	Very Severe	Severe	Moderate	Moderate
Limited	Severe	Moderate	Minor	Minor
Low	Moderate	Moderate	Minor	Minor

Il modello dei rating ESG è relativo al settore e utilizza un approccio medio ponderato.

I pesi chiave di emissione sono fissati a livello di sotto-settore GICS in base all'impatto esterno di ciascun settore e all'orizzonte temporale associato a ciascun rischio. I problemi chiave e le ponderazioni sono sottoposti ad una revisione formale e un processo di feedback alla fine di ogni anno solare. Per arrivare ad una valutazione finale, il punteggio medio ponderato viene normalizzato per settore. L'intervallo di punteggi per ciascun settore è stabilito annualmente prendendo una media di tre anni a rotazione tra i punteggi migliori e minimi tra i componenti dell'indice MSCI ACWI; i valori sono impostati al 97,5° e al 2,5° percentile. Utilizzando questi intervalli, il punteggio medio ponderato viene convertito in un punteggio aggiustato per settore da 0 a 10, dove zero è il peggiore e 10 è il migliore. Il punteggio aggiustato per settore corrisponde a un punteggio tra il migliore (AAA) e il peggiore (CCC). Queste valutazioni delle prestazioni aziendali non sono assolute, ma sono esplicitamente intese come relative agli standard e alle performance dei competitor. **(Tabella 2)**

Tabella 2: Scala dei Rating Esg (MSCI)

<i>Letter Rating</i>	<i>Final Industry-Adjusted Company Score</i>
AAA	8.6* - 10.0
AA	7.1- 8.6
A	5.7 - 7.1
BBB	4.3 - 5.7
BB	2.9 – 4.3
B	1.4 – 2.9
CCC	0.0 – 1.4

3.4 Scelta del benchmark dei fondi ESG

Come ampiamente analizzato già nel corso dei precedenti capitoli il numero dei fondi d'investimento che hanno integrato alla classica analisi finanziaria quella ambientale, sociale e del buon governo (ESG) è cresciuto in maniera esponenziale nel corso dell'ultimo decennio. Nell'ambito degli investimenti sostenibili, a svolgere un ruolo di fondamentale importanza è stato quello relativo alla scelta del benchmark di riferimento, il quale svolge una funzione fondamentale nelle gestioni attive e passive sia per quel che riguarda la selezione che la gestione. Gli indici di riferimento per un fondo d'investimento hanno la funzione di riassumere le caratteristiche del prodotto finanziario che si sta prendendo in considerazione. L'indice è lungi dal sostituirsi ad una analisi più approfondita del prodotto, bensì rappresenta un importante punto di riferimento. Tanto più il tracking error (differenza tra un fondo comune d'investimento ed il rendimento del suo benchmark) del portafoglio investito è prossimo a quello dell'indice maggiore sarà valore informativo contenuto nell'indice. Quest'ultimo svolge una molteplicità di funzioni come la misurazione dei risultati di gestione attraverso il confronto fra i rendimenti del fondo e quelli dell'indice nello stesso periodo (tracking error). Un'altra funzione, che viene svolta dall'indice, è di unire i fondi che sono simili sotto determinati criteri come l'asset class, il settore oppure l'area geografica. Allo stesso modo, anche nell'ambito ESG, gli indici servono a guidare la fase di selezione di quei prodotti finanziari che tengono conto dei fattori ESG. Per esempio, nel caso di un prodotto ESG che ha come indice di riferimento l'MSCI All Country ESG Leaders Index e che ha rispetto all'indice un modesto tracking error, presenta un gran numero di titoli che sono inglobati all'interno del medesimo indice, ovvero che si distribuiscono nella parte alta dal punto di vista del rating ESG e risulterà avere un'esposizione finanziaria, dal punto di vista settoriale, molto vicina all'indice tradizionale di partenza, l'MSCI All Country Index. L'MSCI All Country ESG leaders viene considerato l'indice di riferimento per un prodotto con basso tracking error, quest'ultimo illustra che i titoli che sono contenuti all'interno di questo prodotto finanziario, sono simili a quelli che si trovano all'interno dell'indice, ovvero che sono stati selezionati in base a dei

criteri ESG da parte di Morgan Stanley, inoltre questi vengono esclusi tutti quei titoli che sono ritenuti controversi (titoli di aziende che producono alcolici, sigarette e tabacco, armi civili e militari, centrali nucleari, prodotti e servizi per adulti, organismi geneticamente modificati e case da gioco). Nel corso dell'ultimo ventennio del secolo scorso, vi erano solamente indici azionari costruiti tramite il criterio di esclusione. Nel corso degli ultimi anni, si è andato sempre più ad espandere il lancio di indici che sono esposti anche ad altre aree geografiche o asset class. Gli indici ESG che al giorno d'oggi sono sul mercato, attuano differenti strategie d'investimento su diverse asset class.

Gli indici, nella maggior parte dei casi, possono essere suddivisi in:

- indici di mercato, come risulta essere lo STOXX ESG Impact, i quali sono costituiti da un'ampia base di titoli, i quali sono caratterizzati, solitamente, da un basso tracking error rispetto agli indici originari.
- indici tematici, come il NASDAQ OMX US Water, che invece prendono in considerazione tutti quei titoli che sono rientrano a far parte della stessa categoria in tema d'investimento ESG, come può essere: l'energia rinnovabile o la gestione e purificazione delle acque.

Nello specifico, gli indici ESG riducono gli effetti sui rendimenti di fattori come l'esposizione geografica o la leva rispetto agli indici tradizionali di partenza attraverso una miglior ponderazione. Dal lato dei consulenti finanziari tali indici permettono di allargare il bacino della clientela che può inglobare i criteri di sostenibilità nei loro investimenti. Dall'altro lato, è stato notato che vi è una relazione inversa fra il tracking error dell'indice ESG rispetto al rispettivo indice di partenza. Un cliente che decide di investire in attività finanziarie che tengono conto dei criteri ESG, dovrà essere disposto ad accettare una maggiore differenza tra il rendimento di un fondo comune di investimento e il rendimento del suo benchmark (tracking error). Un altro aspetto chiave è che nel caso in cui alcuni indici si basano sull'ottimizzazione delle tre componenti insite nell'acronimo ESG (ambientale, sociale e di governance), altri indici, mettono in luce una delle tre componenti chiave. Quest'ultimo

concetto, trova fondamento con l'indice MSCI World Women Leadership, il quale al suo interno è composto da aziende dell'MSCI World impegnate nel valorizzare la figura femminile all'apice della scala aziendale, a tal punto da mettere in evidenza l'aspetto che tiene conto del sociale. Gli indici possono differenziarsi, in base alla rispettiva composizione in esclusione, inclusione e per sovra e sottopeso. Per quel che concerne **l'indice per esclusione**, vengono, come dice la parola stessa, esclusi tutti i settori o tutte le tipologie di attività che non rispettano i principi etici come possono essere le aziende che producono armi. Per quanto riguarda gli **indici per inclusione**, sono costituiti da tutte quelle imprese ritenute sostenibili indipendentemente dall'essere presenti in determinati settori. Infine l'ultima, ma non per importanza, tipologia di indice è quella relativa agli **indici in per sotto o sovrappeso**. Questi ultimi attribuiscono un'importanza maggiore, rispetto all'indice originario, a tutte quelle imprese il cui rating ESG risulta essere superiore, viceversa pesano in maniera inferiore tutte le aziende che hanno una bassa sostenibilità. Per costruzione tali indici hanno gli stessi titoli degli omologhi indici di partenza ma pesi diversi in ragione della sostenibilità relativa fra aziende.

Tabella 3: Indici o famiglie di indici

<i>Provider</i>	<i>Indici o Famiglie di indici</i>
<i>Calvert</i>	The Calvert Social Index
<i>CRD Analytics</i>	Global Sustainability Index, Cleantech 100, Life Sciences
<i>Domini</i>	Domini 400 Social Index
<i>ECPI</i>	ECPI Indices
<i>FTSE</i>	FTSE4Good Index Series

EthiFinance

Maplecroft

MSCI

Oekom Research

OWW

RobecoSAM

Sustainanalitics

Vigeo

Thomson Reuters

Gaia Index

Climate Innovation Indexes

MSCI ESG Indexes and Barclays MSCI

Global Challenges Index

Responsibility Malaysia SRI Index,
Responsibility Singapore SRI Index

DJSI

Stoxx Global ESG Leaders Indices

Aspi Eurozone

Thomson Reuters Index

4. Analisi dei flussi d'investimento

Nel corso dei precedenti capitoli è stato introdotto il fenomeno degli investimenti sostenibili ed il relativo impatto nel mondo finanziario. In questo capitolo verrà analizzato, come elemento caratterizzante dello studio, il Morningstar Sustainability Rating. L'analisi è stata svolta prendendo in considerazione 400 fondi d'investimento tradizionali USA ed altri 400 fondi USA che, a partire dal Marzo 2016, hanno introdotto il Rating di sostenibilità di Morningstar, per andare ad analizzare se, dopo l'entrata in vigore di tale Rating, i flussi netti degli investimenti sono stati maggiori per i fondi ESG rispetto a quelli tradizionali. Per effettuare questo tipo di analisi è stato di fondamentale importanza il supporto di un ente esterno, Morningstar, in quanto ha permesso di reperire tutti i dati necessari per questo tipo di analisi. Una volta ottenuti i dati, è stato utilizzato il metodo del difference-in-difference per stimare qual è stato l'effetto causale di un trattamento (l'introduzione del Morningstar Sustainability Rating) su un gruppo di soggetti definiti trattati, rispetto ad un altro gruppo di soggetti non sottoposti a trattamento (gruppo di controllo). Nello specifico, in questa analisi si evidenzierà l'andamento dei flussi d'investimento (variabile dipendente) nei fondi tradizionali rispetto ai fondi che hanno introdotto il Rating di sostenibilità, con lo scopo di analizzare se effettivamente gli investitori tengono conto del fatto che i fondi operano in attività di tipo sostenibile.

4.1 Descrizione dei dati

Per quanto riguarda l'aspetto legato ai dati, sono stati presi in considerazione tutti gli open-end fund che hanno operato nel mercato statunitense da settembre 2013 ad agosto 2018. Sono stati esclusi dalla presente ricerca tutti quei fondi non più attivi sul mercato. Questa scelta è dovuta in particolare alla volontà di avere un termine di paragone tra gli stessi fondi sia prima che dopo l'introduzione del Morningstar Sustainability Rating. Successivamente, è stata effettuata una distinzione tra fondi

tradizionali (16.000) e fondi che hanno ottenuto il Morningstar Sustainability Rating nel 2016 (9.000). Di tali fondi sono stati presi in considerazione la variabile di nostro interesse, fund flows, ed altre variabili esplicative come monthly return, fund size, max management fee ed infine n°of holding (**Tabella 1**). Successivamente all'aver ottenuto tali informazioni per i 25000 fondi, si è vista la necessità di riordinare il database allo scopo di costruirlo in maniera ottimale per evitare perdita di informazioni o risultati missing. Proprio per questo motivo sono stati eliminati tutti quei fondi che durante il corso dei 60 mesi (Settembre 2013-Agosto 2018) presentavano dati mancanti sulle variabili oggetto di osservazione (Fund flows, Max management fee, Monthly returns, Fund size ed Number of holdings). Il fatto che alcuni fondi presentassero valori mancanti era dovuto al fatto che tutte queste informazioni negli USA non sono obbligatorie. Dopo aver effettuato questa pulizia dei dati, si è arrivati ad avere un dataset contenente 400 fondi tradizionali e 400 fondi che nel 2016 hanno ottenuto il rating nell'arco temporale che va da Settembre 2013-Agosto 2018.

Tabella 1: Descrizione delle variabili:

<i>Variabile</i>	<i>Fonte</i>	<i>Descrizione</i>
<i>Fund flows</i>	Morningstar direct	Stima del denaro messo o ritirato dagli investitori del fondo, tenendo conto del reinvestimento delle distribuzioni. Viene calcolato utilizzando il patrimonio netto totale e i rendimenti come base per il calcolo.
<i>Max Management Fee</i>	Morningstar direct	Commissione di gestione, ossia la spesa riscossa dai gestori patrimoniali. Questa commissione consente di compensare i gestori per le loro abilità e capacità professionali specializzate, sia il tempo impiegato nella gestione delle attività.
<i>Monthly return</i>	Morningstar direct	Il rendimento mensile è il periodo di restituzione calcolato in un periodo di 1 mese. Ciò consente agli investitori di confrontare quelli che sono stati i rendimenti passati di determinati fondi, con orizzonte temporale mensile, con lo scopo di avere un quadro più ampio possibile all'interno del quale andare ad investire.
<i>N° of Holdings</i>	Morningstar direct	Il numero totale di diverse partecipazioni di un fondo. Questa cifra viene considerato come una misura del rischio di portafoglio.
<i>Fund size</i>	Morningstar direct	Attività nette di fine mese del fondo comune di investimento, le quali vengono registrate in milioni di dollari.

4.2 Metodologia

Il metodo utilizzato per valutare gli effetti prodotti dall'introduzione del Morningstar Sustainability Rating sui fondi d'investimento è il difference-in-difference. Quest'ultimo viene utilizzato per stimare qual è stato l'effetto causale di un trattamento (nel nostro caso l'introduzione del Morningstar Sustainability Rating) su un gruppo di soggetti definiti trattati, rispetto ad un altro gruppo di soggetti non sottoposti a trattamento (gruppo di controllo). Questi due gruppi di soggetti vengono presi in considerazione in due periodi differenti, uno prima e uno dopo il trattamento, preferibilmente entro una finestra temporale simmetrica rispetto a quest'ultimo. Specificatamente, nel corso dell'analisi è stato preso in considerazione il periodo che va da Settembre 2013 a Febbraio 2016 per quel che concerne il primo periodo e da Marzo 2016 ad Agosto 2018 per il secondo periodo, con lo scopo che entrambi gli orizzonti temporali siano costituiti da 30 mesi. I dati che sono stati utilizzati sono dati panel in quanto permettono sia di lavorare con una maggiore informazione che con un conseguente guadagno di precisione nella stima dei parametri, ciò è dovuto al fatto che si hanno più osservazioni per lo stesso soggetto. Il modello di regressione utilizzato per la stima del modello difference-in-difference è il seguente:

$$y_{it} (\text{fund flow}) = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 post_t + \beta_3 dd_{it} + \beta_4 m.return_{it} + \beta_5 f.size_{it} + \beta_6 m.fee_{it} + \beta_7 n^{\circ}holding_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

dove y rappresenta la variabile dipendente di nostro interesse, fund flow, osservata nei due periodi differenti; ESG è una variabile dummy che assume valore 1 per i trattati (quelli che hanno ottenuto il Morningstar Sustainability Rating) e 0 altrimenti; $post$ è un'altra dummy che assume valore 1 nel secondo periodo (in corrispondenza di $t \geq$ Marzo 2016) e 0 (se $t <$ Marzo 2016) altrimenti; la

variabile ***dd*** rappresenta l'interazione tra ***post*** ed ***ESG*** ed assume valore 1 in corrispondenza dei soggetti che hanno subito un trattamento e si trovano nel secondo periodo, mentre per tutti gli altri assume un valore pari a 0. All'interno del modello di regressione utilizzato ad un certo punto dell'analisi sono state inserite delle variabili esplicative (max management fee, fund size, n° of holding ed, infine, monthly return) con lo scopo di avere delle stime più affidabili ed evitare possibili effetti di confondimento. Quest'ultimo aspetto è molto importante poiché, nel caso in cui queste variabili esplicative non fossero state inserite nel modello, si sarebbero potute trarre delle conclusioni sull'aumento dei flussi d'investimento dei trattati rispetto ai fondi tradizionali, ma ciò non era in realtà dovuto al trattamento, bensì all'omissione iniziale delle variabili esplicative nel modello (fund size, monthly return, max managemnt fee o addirittura dal n° of holding); proprio per questo motivo, inserendo tali variabili, si otterrà una risposta il più affidabile possibile. Nonostante queste assunzioni, durante il corso della trattazione, sarà stimato un modello anche senza variabili esplicative, proprio per illustrare il problema che si potrebbe verificare omettendole. Alla fine della regressione è stato inserito un termine di disturbo, anche chiamato rumore statistico, il quale risulta essere un errore di misurazione che può influenzare il risultato stimato. All'interno della regressione il parametro più importante, ossia quello che esprime l'effetto reale del trattamento sui trattati, è il coefficiente relativo alla variabile ***dd*** ossia β_3 . Nel caso in cui nel modello non risultino presenti le variabili esplicative, si sarebbe potuto stimare questo parametro prendendo in considerazione le medie dei flussi d'investimento sia per i fondi trattati che per quelli tradizionali, sia per il primo periodo sia per il secondo.

$$\bar{y}_{pre-treatment} = \bar{y}_{1treated} - \bar{y}_{1control} \quad [2]$$

$$\bar{y}_{post-treatment} = \bar{y}_{2treated} - \bar{y}_{2control} \quad [3]$$

$$\beta_3 = (\bar{y}_{2treated} - \bar{y}_{2control}) - (\bar{y}_{1treated} - \bar{y}_{1control}) \quad [4]$$

Come si può notare **nell'equazione 2**, è stata presa in considerazione la media dei flussi prima che avvenisse il trattamento, ottenuta dalla differenza media dei flussi per il primo periodo tra i trattati e i controlli. Successivamente, è stata ripetuta la stessa operazione per il secondo periodo (**equazione 3**); infine si è arrivati a fare la differenza tra la media dei flussi per il secondo periodo e quelli del primo, così da ottenere la stima del parametro β_3 . (**equazione 4**)

Come affermato in precedenza, nel caso in cui all'interno del modello non fossero state presenti variabili esplicative, si sarebbe ottenuta la stima di β_3 tramite le equazioni precedentemente elencate; d'altro canto nella presente analisi, fortunatamente, sono state inserite le variabili esplicative e, proprio per questo motivo, verrà utilizzato il modello OLS che utilizza lo stimatore dei minimi quadrati ordinari per stimare ogni singolo parametro e vedere la sua rispettiva significatività all'interno del modello.

4.3 Statistiche descrittive

Per la corretta identificazione dell'effetto di trattamento tramite la strategia del difference-in-difference è necessario verificare l'assunzione di trend paralleli, nota in letteratura come parallel trend assumption. Per effettuare questo tipo di test sono stati utilizzati dei dati relativi ai flussi d'investimento soltanto per il periodo che va da Settembre 2013 a Febbraio 2016 sia per i 400 fondi che a Marzo 2016 hanno ottenuto il Morningstar Sustainability Rating che per i 400 fondi d'investimento tradizionali. Sono stati presi in considerazione soltanto i mesi prima del trattamento, in quanto questa analisi ha l'obiettivo di valutare se effettivamente la variabile dipendente (fund flow) per i due gruppi di fondi ("trattati" e "controllo") avesse lo stesso andamento nel tempo prima del trattamento. Questa verifica serve a constatare se il trend dei flussi d'investimento dei due gruppi

prima del trattamento non è parallelo. In questo caso, le differenze tra i fondi d'investimento possono essere dovute a fattori differenti dall'introduzione del Morningstar Sustainability Rating e si può verosimilmente affermare che tali differenze dei trend tra i due gruppi di fondo sono dovute a motivi strutturali che possono essere i più disparati, ad esempio il fatto che un gruppo di fondi abbia ottenuto un afflusso d'investimenti considerevole è dovuto al fatto che vi è una tendenza molto forte verso l'attività all'interno del quale il fondo investe. (Es: internet a fine anni '90).

Riportando questa assunzione allo specifico caso in questione, è stata presa in considerazione la media dei flussi per tutti i fondi (sia trattati che non) per ogni periodo, con lo scopo di aver successivamente due linee che rappresentino i flussi medi per il primo periodo. Lo scopo è vedere se questi due gruppi di fondi, prima del trattamento, abbiano avuto tendenza parallela per quel che concerne la variabile oggetto di studio. Si può notare in **Figura 1** che la tendenza è verosimilmente parallela, a tal punto da constatare che le risposte ottenute nelle successive analisi sono da considerarsi affidabili.

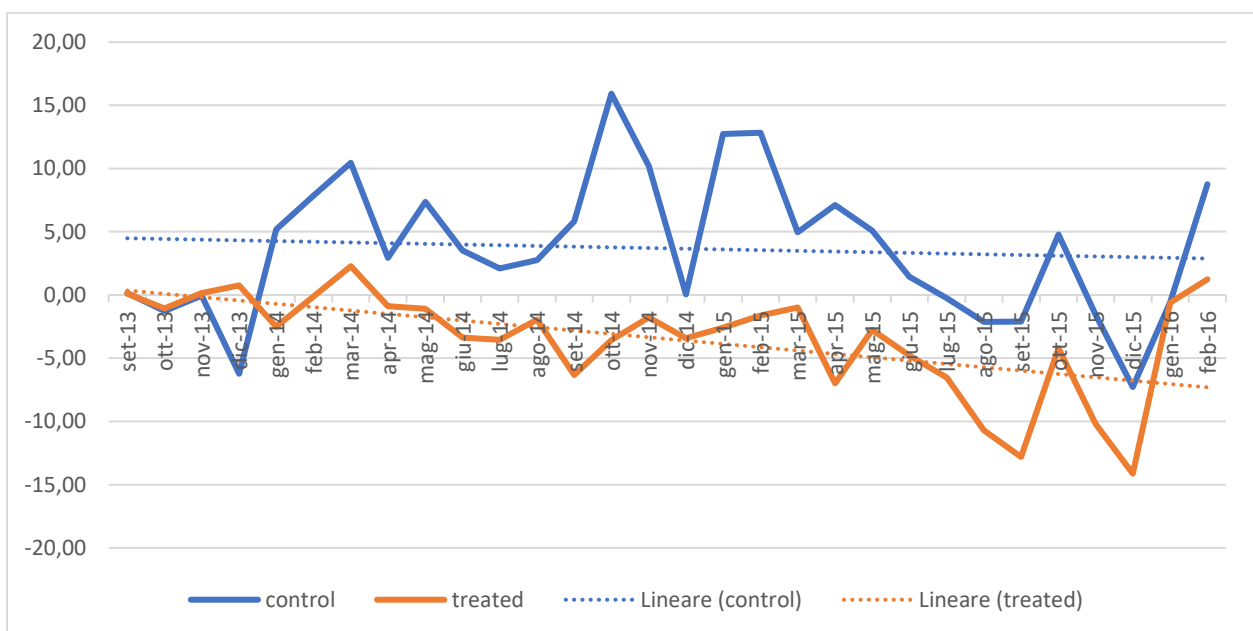


Figura 1: Media dei flussi fondi ESG e non, pre-trattamento

Nella **Figura 2**, è stata presa in considerazione la tendenza dei flussi d'investimento per entrambi i gruppi di fondi, sia per quel che riguarda il primo che il secondo periodo. La parte del grafico alla

sinistra della retta verde è già stata ampiamente trattata e, proprio per questo motivo, si porrà attenzione sulla seconda parte, da Marzo 2016 fino ad Agosto 2018. Tramite il seguente grafico è possibile notare che, dopo il trattamento, la tendenza media dei flussi d'investimento dei due gruppi di fondi non risulta essere più parallela, bensì la tendenza media dei flussi per i trattati va ad assumere una tendenza positiva al contrario dei controlli, i quali sembrano avere una tendenza pressoché simile a quella precedente al trattamento.

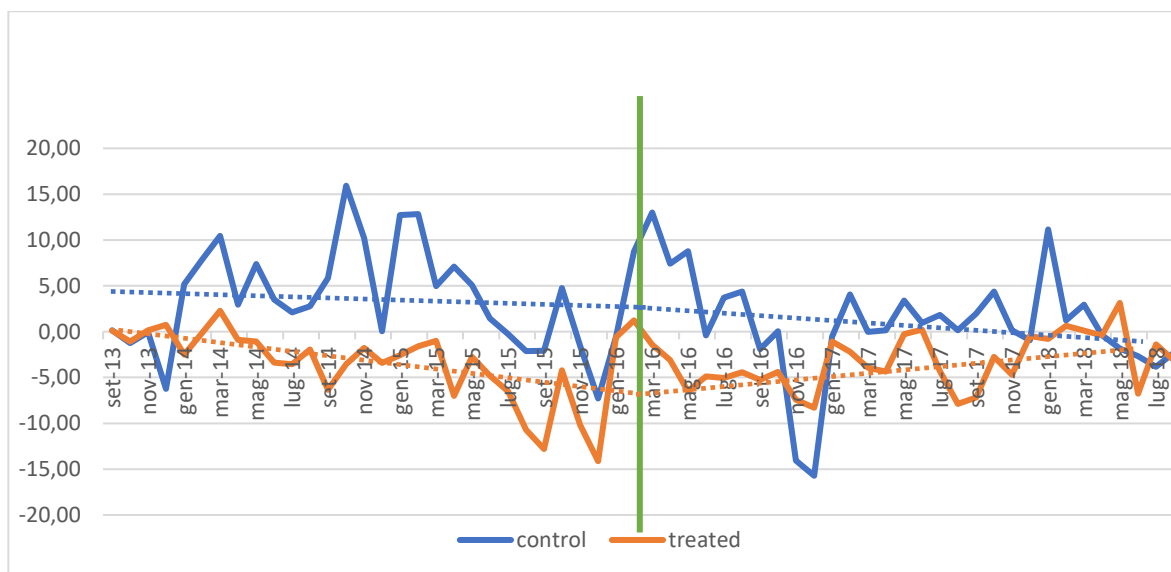


Figura 2: Media dei flussi fondi ESG e dei fondi NON ESG.

Dopo aver appurato che le medie dei flussi d'investimento prima del trattamento, sia per i trattati che per i controlli, avevano tendenza parallela, e da ciò ne deriva che l'assunzione di base del modello difference-in-difference è stata soddisfatta, si è deciso di analizzare gli elementi di statistica descrittiva quali: la media, mediana, massimo, minimo ed infine la deviazione standard sia della variabile dipendente sia delle esplicative.

Tabella 2: Media variabile dipendente ed esplicative

	<i>Non ESG 1° periodo</i>	<i>ESG 1° periodo</i>	<i>Non ESG 2° periodo</i>	<i>ESG 2° periodo</i>
<i>Variabile dipendente:</i>				
Fund_flow_mil	3,6915	-3,4684	0,83667	-3,2762
<i>Medie variabili esplicative:</i>				
Fund_size_mil	1373,5	1354,3	1505,6	1467,1
ln_holding	4,8864	4,7728	5,0080	4,7317
m_return	0,19682	0,33156	0,28249	1,2933
MaxManagementFee	0,47244	0,68278	0,47244	0,68278

Come analizzato nel corso dei precedenti paragrafi, notiamo che il flusso d'investimento per i fondi non ESG, ha subito un brusco rallentamento. Tale considerazione trova maggior fondamento nella **Tabella 2**, infatti all'interno della stessa si nota che il passaggio dal primo al secondo periodo ha fatto registrare una netta riduzione di flussi per un ammontare di 2,85 Mln su base mensile. Di tutt'altra tendenza sono stati i flussi relativi ai fondi ESG, a tal punto da far registrare, nel passaggio dal primo al secondo periodo, un aumento di 0,19 Mln su base mensile.

Tabella 3: Statistiche descrittive

	<i>Non ESG 1° periodo</i>	<i>ESG 1° periodo</i>	<i>Non ESG 2° periodo</i>	<i>ESG 2° periodo</i>
Fund_flow_mil:				
Mediana	-0,170	-0,283	-0,303	-1,282
Minimo	-2124,3	-1904,7	-3493,3	-1318,4
Massimo	2622,5	1284,9	1577,3	918,76
SQM	104,13	70,142	86,476	52,898
Fund_size_mil:				
Mediana	295,17	421,29	309,72	431,07
Minimo	0,110	1,623	0,503	4,888
Massimo	60261,	31097	61747	30845
SQM	4088,8	2679,2	4253,6	3042,4

Max Management Fee:					
Mediana		0,47	0,75	0,47	0,75
Minimo		0	0	0	0
Massimo		1,5	1,36	1,5	1,36
SQM		0,251	0,241	0,251	0,241
N°holding					
Mediana		4,963	4,419	5,106	4,370
Minimo		0,0000	2,197	0,0000	2,944
Massimo		8,287	8,918	8,546	9,067
SQM		1,398	1,153	1,368	1,166
Monthly Return					
Mediana		0,170	0,424	0,221	1,225
Minimo		-17,981	-16,207	-19,610	-14,598
Massimo		29,323	14,422	31,102	18,614
SQM		1,644	3,585	1,544	2,772

4.4 Risultati empirici

Tabella 4: Modelli OLS con e senza esplicative

	1		2		3		4		5		6	
const	3,692	***	4,758	***	7,257	***	-19,799	***	3,993	***	-16,371	***
ESG	-7,160	***	-7,175	***	-5,573	***	-8,114	***	-9,742	***	-10,727	***
post	-2,855	***	-2,753	***	-2,856	***	-4,013	***	-3,246	***	-4,769	***
dd	3,047	**	3,033	**	3,047	**	4,038	***	5,472	***	6,553	***
size	-		-0,001	***	-		-		-		0,001	***
maxfee	-		-		-7,547	***	-		-		-0,978	
holding	-		-		-		5,146	***	-		4,367	***
Return(-12)	-		-		-		-		0,494	***	0,455	***

Legenda: *** p -value < 0,001,

** p -value < 0,05,

* p -value < 0,10.

Nel corso del presente studio si è deciso di analizzare se i fondi sottoposti all'introduzione del Morningstar Sustainability Rating nel 2016 hanno ottenuto dei flussi d'investimento maggiori rispetto ai fondi tradizionali. Per studiare questo effetto è stato di fondamentale importanza il contributo del modello OLS. Un'attenzione particolare durante tutto il corso dell'analisi è stata rivolta alla variabile **dd**, oggetto d'interesse in quanto rappresenta l'interazione tra la variabile **post** ed **ESG**. Nella **Tabella 4** sono riportati sei modelli OLS con lo scopo di visionare come si comporta la variabile oggetto di studio **dd** nel momento in cui all'interno del modello OLS vengono omesse oppure inserite le variabili esplicative. Nel primo modello della **Tabella 4**, per quel che concerne la stima del parametro **dd**, otteniamo lo stesso risultato dell'**equazione 4**. Utilizzando questo modello omettendo le variabili esplicative, si trarrebbero conclusioni errate per quanto riguarda il coefficiente oggetto di studio, ciò è dovuto principalmente ad un problema di variabili omesse. Proprio per questo motivo si è deciso di inserire nel modello quelle variabili che solitamente vanno ad impattare sui flussi, con lo scopo di analizzare se effettivamente la stima ottenuta per **dd** sia dovuta al trattamento, quindi all'introduzione del Morningstar Sustainability Rating, oppure ad altri fattori esterni insiti nelle variabili esplicative che inizialmente erano state omesse. Proprio per questo motivo, sono state inserite nel modello le seguenti variabili: Max Management fee, fund size, number of holding ed infine i Monthly return. Per quanto riguarda quest'ultima variabile, è stato deciso di prendere in considerazione i ricavi riferiti all'anno precedente; tale scelta è stata voluta, in quanto un investitore, nel momento in cui decide d'investire in un fondo, una delle prime cose che andrà a vedere sarà quali sono stati i ricavi del fondo durante l'anno precedente. Nel corso del proseguo di tutto questo capitolo saranno analizzati i vari modelli OLS, caratterizzati dall'introduzione di una variabile esplicativa alla volta, con lo scopo di vedere come si comporta il coefficiente della variabile oggetto di studio (**dd**) e la variabile dipendente rispetto alle singole variabili esplicative. Nel **modello 2** della **Tabella 4** è stata inserita una sola variabile esplicativa: fund size, ipotizzando che gli investitori tengano conto della grandezza del fondo in cui investono. In questo modello notiamo come la variabile esplicativa,

fund size, risulti aver un effetto significativo sulla variabile dipendente, in quanto risulta avere un p-value $<0,01$. L'elemento su cui soffermarsi è quello relativo alla variabile **dd**, in quanto la stima ottenuta risulta essere molto vicina a quella ottenuta dal modello precedente, ciò sta a significare che l'introduzione di tale variabile esplicativa non ha un effetto di confondimento sulla variabile oggetto di studio. Da questa analisi è possibile notare che la grandezza del fondo impatta negativamente sui flussi; ciò sta a significare che fondi con un fund size elevato risultano avere un apporto inferiore di flussi d'investimento.

In linea con quanto precedentemente affermato, nel **modello 3** della **Tabella 4**, è stata inserita la variabile esplicativa riferita ai costi di gestione. Possiamo notare, tramite il suo p-value, che le commissioni di gestione hanno un impatto significativo sui flussi d'investimento. Per quel che concerne il parametro oggetto di studio, si nota che l'introduzione nel modello OLS di tale variabile non va ad impattare significativamente sul coefficiente **dd**, ciò sta ad indicare che questa variabile non ha un effetto di confondimento significativo sul coefficiente **dd**. Un aspetto importante da sottolineare è che nel caso in cui ci siano fondi che abbiano una commissione maggiore, i flussi d'investimento risultano diminuire. Successivamente all'aver visto come hanno impattato i costi di gestione sia sulla variabile dipendente sia su **dd**, è stata inserita nel **modello 5** la variabile riferita al numero delle holding e nel **modello 6** quella riferita ai ricavi mensili con lo scopo, anche in questo caso, di vedere il loro impatto sulle variabili di interesse. Per quel che concerne il numero di holding e i ricavi mensili, si può notare che hanno un impatto significativo sia sulla variabile dipendente sia sulla variabile **dd**. Questo tipo di variabili risultano essere fondamentali per l'analisi in quanto, una loro omissione avrebbe portato ad ottenere un effetto di confondimento notevole. Da questa analisi si può, inoltre, notare che fondi con un numero maggiore di holding o ricavi mensili superiori, ottengono un notevole incremento dei flussi. Dopo aver introdotto e visto l'impatto delle singole variabili esplicative sia sulla variabile oggetto di studio sia sulla variabile **dd**, è stato preso in considerazione il **modello 6**, all'interno del quale vengono riportate tutte le variabili esplicative che

precedentemente erano state trattate singolarmente. Dopo aver inserito tutte le variabili nel modello OLS e dopo aver stimato i coefficienti delle stesse, possiamo notare che il coefficiente **dd** risulta essere pari a 6,55; ciò sta ad indicare che nel primo modello l'effetto stimato era affetto da un problema di variabili omesse. Dopo aver stimato i coefficienti del modello in cui vi sono tutte le variabili esplicative, è possibile notare che l'effetto di trattamento ha aumentato la sua significatività passando da $p\text{-value} < 0,05$ a $< 0,01$. Andando nuovamente a reinterpretare i coefficienti stimati tramite il suddetto modello, è possibile affermare che tutte le variabili esplicative inserite nel modello sono significative, fatta eccezione per la Max Management Fee. Nello specifico si può affermare che i fondi che nel 2016 hanno introdotto il Morningstar Sustainability Rating, hanno ottenuto un ammontare di flussi d'investimento maggiore di 6,55 Mln mensilmente rispetto ai fondi tradizionali. Andando ad interpretare le altre variabili si nota appunto che:

- All'aumentare di una sola unità di fund size, i flussi mensili di un fondo aumentano di 0,001 Mln tenendo fissi tutti gli altri regressori;
- Andando ad analizzare la Max Management Fee notiamo che all'aumentare di una sola unità di commissioni, i flussi tendono a diminuire mensilmente di 0,978 mln ;
- Per quel che riguarda la variabile riferita al n° of holding, possiamo concludere che all'aumentare di una sola unità il numero delle holding di un fondo i flussi a suo favore aumentano di 4,367 Mln;
- L'ultima variabile da prendere in considerazione è quella riferita ai ricavi mensili,, dalla quale possiamo notare che nel caso in cui si avrà l'incremento di una sola unità di ricavi mensili, tenendo fissi tutti gli altri regressori, otterremo un incremento di flussi mensili pari a 0,455 Mln.

A rigore, per quel che concerne il modello OLS, andrebbe utilizzato uno stimatore degli errori standard che tenga conto dell'autocorrelazione per il singolo fondo. Durante il corso della valutazione è stata effettuata questa analisi e si è arrivati ad ottenere un p-value, per il nostro parametro

d'interesse, pari a 0,18. Seppur questo valore risulti essere superiore a quello precedentemente analizzato, è possibile concludere il tutto affermando e ribadendo che le assunzioni fatte precedentemente sui flussi d'investimento nei fondi ESG rimangono invariate.

4.5 Riflessioni conclusive

Nel corso dell'ultimo decennio si è sviluppato un maggior interesse verso l'economia green, economia circolare e gli investimenti sostenibili. Tutta l'analisi, assieme allo studio, è stata incentrata sul concetto di investimento sostenibile e come, nel corso dell'ultimo decennio, si è evoluto. L'aspetto sul quale questo lavoro si è maggiormente soffermato, e sul quale al giorno d'oggi ancora vi sono pochissime risposte in merito, è quello relativo a come i flussi degli investimenti si sono mossi nei fondi ESG rispetto a quelli tradizionali. Nel corso del presente lavoro si è cercato appunto di andare a indagare quale potesse essere l'impatto dell'introduzione del Morningstar Sustainability Rating sui flussi d'investimento (e quindi sugli investitori); nello specifico è stata posta l'attenzione sull'eventualità in cui gli investitori fossero spinti ad investire maggiormente in fondi che risultavano essere ESG rispetto ai fondi che non tenevano conto della sostenibilità. La letteratura precedente manca di risultati empirici che siano coerenti con la presente analisi e proprio per questo motivo era interessante produrre prove nuove e solide su quale potesse essere l'impatto dell'introduzione di un rating di sostenibilità nei confronti degli investitori. Di pari passo alle opinioni di studi precedenti, che si sono concentrati sull'aumento degli investimenti ESG, si è raggiunta la conclusione secondo cui i fondi che hanno introdotto nel corso del 2016 il Morningstar Sustainability Rating, tali da considerarsi fondi ESG, abbiano suscitato un maggior interesse verso gli investitori rispetto a quanto ne suscitassero i fondi tradizionali, determinando un notevole aumento di flussi d'investimento. Dopo aver visto quale potesse essere l'impatto è stato fondamentale, per ottenere una stima più veritiera ed affidabile, inserire ulteriori variabili esplicative che potessero influenzare la scelta di un investitore: max management fee, fund size, monthly return ed infine il number of holding con lo scopo di avere

una stima che non fosse soggetta al problema di variabili omesse. Successivamente all'aver introdotto queste variabili, le assunzioni fatte senza le stesse sono state rafforzate, con la differenza di aver una stima più accurata arrivando quindi alla conclusione che fortunatamente gli investitori, a partire da 2016, sono sempre più attenti a ciò in cui investono mostrando, appunto, una particolare attenzione verso i fondi che investono in attività sostenibili a tal punto di consentire loro di ottenere un flusso di investimenti superiore di 6,5 Mln mensilmente rispetto ai tradizionali fondi. Questo lavoro potrebbe anche essere esteso in vari modi; in primo luogo, sarebbe interessante verificare come e se questa tendenza continuerà ad esserci negli anni a venire; d'altro canto sarebbe interessante vedere se la forbice tra i flussi d'investimento in fondi ESG e tradizionali tenderà ulteriormente ad allargarsi nel futuro soprattutto a causa del climate change e dell'obiettivo dell'ONU e delle Nazioni Unite di ridurre, entro il 2030, le emissioni di gas. Stando alle risposte ottenute tramite questo studio, si può affermare che, pur trattandosi di un tema innovativo che, come spesso accade per il nuovo, può suscitare delle perplessità, al giorno d'oggi qualcosa si sta muovendo nella direzione giusta e tutte le considerazioni fatte precedentemente sono oggetto di speranza in vista del futuro.

Bibliografia

A. Khorana, H. Servaes, (1999), “*The Determinants of Mutual Fund Starts*”, The Review of Financial Studies Winter, Vol. 12, No. 5, pp.1043–1074.

A. Bonati, M. Bonaventura, P. Capelli, A. Del Santo, A. Gamba, L. Grassadonia, (Settembre 2018) “*Investimenti ESG*”.

A. La Rosa, (2009), “*La Finanza Etica - Principi strumenti e finalità*”.

Aima and Cais,(2018), “*From Niche to Mainstream: Responsible Investment and Hedge Funds*”.

Arellano M. (2003). “*Panel Data Econometrics*”. Oxford University Press.

Arrigoni, S. (August 30, 2013). “*The Cost of SRI Funds in Europe. An Empirical and Qualitative Analysis*”.

Beal et al.(2017), Khan, Serafeim e Yoon, (2016), Eccles, Ioannou e Serafeim, (2014)

Bertrand M, Duflo E, Mullainathan S. (2004) “*How much should we trust differences-in-differences estimates?*” Q J Econ 119: 249–275

D. Kleeman, (August 17, 2018) “*What Do ESG Fund Flows Tell Us About Sustainable Investing Decisions?*”.

E. Escrig-Olmedo , M. Fernandez-Izquierdo , I. Ferrero-Ferrero, J. Rivera-Lirio, (February 2019) “*Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*”.

E. Marro, (5 Maggio 2018) “*In Borsa vincono i buoni: le «azioni responsabili guadagnano di più*”, Il Sole 24 Ore.

European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS), “*KPIs for ESG: Version 3.0*”. (2010).

F. Lavecchia, (22 Gennaio 2019) “*Quando la sostenibilità diventa una difesa*”.

J. Boatright, (December 2011), *“The SAGE Encyclopedia of Business Ethics and Society Chapter: Ethics in Finance”*.

J. Hale, Ph.D., (February 2019) CFA, *“Sustainable Funds U.S. Landscape Report, Morningstar Research”*.

J.Hale, (April 30, 2018) *“Morningstar Low Carbon Designation, Morningstar Research”*.

J.Hale, (April 30, 2018) *Morningstar’s New Portfolio Carbon Metrics*.

Joshua D. Angrist, Jorn-Stefen Pischke, (March 2008), *“Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist’s Companion”*.

M. Bertrand, E. Duflo, S. Mullainathan, (June 2013), *“HOW MUCH SHOULD WE TRUST DIFFERENCES-IN-DIFFERENCES ESTIMATES?”*

M. Cavallito, E. Isonio, M. Meggiolaro, A. Baranes, (2019, Secondo rapporto) *“La finanza etica e sostenibile in Europa”*. Finanza etica.

M. Lechner, (January 2011), *“The Estimation of Causal Effects by Difference-in-Difference Methods Estimation of Spatial Panels”*.

M. Pellizzari, *“Notes on Panel Data and Fixed Effects models”*.

Michael Lechner, (2010) *“The estimation of Casual effects by Difference-in- Difference methods”*. Vol. 4, No.3 165–224.

N. Schmitd, *What Drives Investments into Mutual Funds? Applying the Theory of Planned Behaviour to Individuals’ Willingness and Intention to Purchase Mutual Funds*, November 2010.

Ocean Tomo, (January 2015), *“Ocean Tomo’s Intangible Asset Market Vlaue Study”*.

Ocean Tomo, (2010), *“Ocean Tomo’s Intangible Asset Market Value”*.

Social Investment Forum. (1999, November 04). *“Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States”*. Retrieved January 09, 2014, from Social Investment Forum.

Standard Ethics - Sustainability in Governance & Policy (2013)

Thomson Reuters ESG Scores, February 2019.

V. D'angerio, (22 Gennaio 2019), "*Finanza «sostenibile», gli italiani evitano il fai da te*", Il Sole 24 ore.

Vogel D. 2005. "*The Market for Virtue. The Potential and Limits of Corporate Social Responsibility*".

Wooldridge J.M. (2002). "*Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*". MIT Press.

www.morningstar.com

Morningstar Direct.