UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management

CARATTERISTICHE, STRUTTURA, ANDAMENTO E PERFORMANCE DEI PRODOTTI FINANZIARI ETICI

CHARACTERISTICS, STRUCTURE, TREND AND PERFORMANCE OF SUSTAINABLE AND RESPONSIBLE INVESTMENTS (SRI)

Relatore: Chiar.mo
Prof. Alberto Manelli

Tesi di Laurea di:
Silvia Giovannetti

Anno Accademico 2019 – 2020

INDICE

INTRODUZIONE.....1

CAPITOLO 1 - L'INVESTIMENTO SOSTENIBILE E RESPONSABILE..4

1.1 Finanza etica e sostenibile: alcune considerazioni preliminari 4

1.2 Dalla finanza etica ai prodotti finanziari etici 10

1.2.1 Lo sviluppo in Europa 15

1.2.2 Lo sviluppo in Italia.....17

1.3 Analisi extra-finanziaria: i fattori ESG 20

1.4 Le politiche di investimento.....23

1.4.1 EUROSIF 27

1.4.2 PRI Association 30

1.4.3 EFAMA 33

CAPITOLO 2 - LA DIFFUSIONE GEOGRAFICA E TEMPORALE DEI PRODOTTI FINANZIARI ETICI.....36

2.1 Il mercato mondiale.....36

2.2 Il mercato europeo.....42

2.3 Il mercato italiano 55

CAPITOLO 3 - I PRINCIPALI INDICI AZIONARI SRI: ANALISI DEI MODELLI DI RATING ESG E DI COSTRUZIONE DEGLI INDICI.....58

3.1 Il rating ESG 58

3.2 Le agenzie di rating etico 62

3.2.1 MSCI ESG Research 65

3.2.2 Vigeo Eiris 72
3.2.3 RobecoSAM 76
3.2.4 ECPI 79
3.2.5 Standard Ethics 84
3.3 I principali indici azionari ESG: aspetti generali 89
3.3.1 MSCI SRI Indexes 92
3.3.2 Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) 95
3.3.3 FTSE4GOOD 100
3.3.4 FTSE ECPI Italia SRI 105

CAPITOLO 4 - LA PERFORMANCE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI ETICI: CONIUGARE RENDIMENTO ED ETICITÀ 107
4.1 Considerazioni teoriche 108
4.2 Le analisi empiriche svolte in letteratura 114
4.3 Criticità 126

CONCLUSIONI 129

BIBLIOGRAFIA 133

INTRODUZIONE

Nella percezione comune i termini etica e finanza rappresentano due aspetti difficilmente conciliabili e sono spesso posti in contrasto tra loro. Gli scandali finanziari che hanno condotto alle recenti crisi finanziarie hanno, di fatto, messo in discussione la finanza fine a se stessa, ovvero orientata alla massimizzazione del profitto "ad ogni costo" e attualmente emerge sempre più la volontà di costruire una riflessione che coniughi questi due mondi.

La sostenibilità è uno dei concetti chiave di questa nuova svolta che tocca quasi ogni ambito della vita umana e dello sviluppo economico: al centro di ogni piano politico viene posto lo 'sviluppo sostenibile', inteso come sviluppo economico e sociale in grado di assicurare "*il soddisfacimento dei bisogni dell'attuale generazione senza compromettere la capacità delle generazioni future di realizzare i propri*" (Commissione Brundtland delle Nazioni Unite, 1987).

Il mondo finanziario può contribuire alla crescita di tale sviluppo attraverso gli strumenti tipici della finanza tradizionale ma orientati alla sostenibilità e alla responsabilità sociale. Questi strumenti (c.d. Investimenti Sostenibili e Responsabili – ISR) hanno la particolarità di unire due dimensioni: la dimensione finanziaria, ovvero la ricerca di massimizzazione del rendimento dato un certo livello di rischio, e la dimensione etica relativa alla maggiore attenzione posta nei

confronti delle questioni ambientali, sociali e di governo societario (c.d. fattori *Environmental Social Governance* – ESG).

L'argomento del lavoro è indagare tale categoria di prodotti finanziari, analizzandone in dettaglio l'andamento, inteso sia in termini di diffusione spazio-temporale, sia a livello di performance economica e finanziaria.

L'obiettivo finale sarà quello di verificare, attraverso un'ampia revisione della letteratura scientifica, se questa tipologia di prodotti finanziari risenta o meno sul piano finanziario del duplice scopo di cui si fa portatrice e quindi se tali strumenti conseguano risultati inferiori o in linea rispetto ad altri strumenti analoghi.

Il presente scritto si apre analizzando le origini della finanza sostenibile e dello sviluppo dei primi strumenti finanziari etici, dapprima avvenuto negli Stati Uniti e poi diffusosi anche nel Vecchio Continente. Si passa poi a esaminare la caratteristica principale degli investimenti socialmente responsabili, ovvero l'incorporazione dell'analisi extra-finanziaria riguardante la terna di fattori ESG. Infine, si prenderanno in considerazione le principali strategie di *asset allocation* adottate dall'investitore che intenda investire responsabilmente: in particolare, si cercherà di condurre un confronto tra le classificazioni proposte dalle più importanti organizzazioni del settore sia in ambito europeo che internazionale.

Nel secondo capitolo si studierà l'evoluzione del mercato dei suddetti strumenti finanziari attraverso l'analisi dei report prodotti dalle maggiori organizzazioni sia a livello mondiale che italiano ed europeo.

Il terzo capitolo è incentrato sull'analisi dei più importanti indici azionari SRI: si partirà esaminando il rating di sostenibilità, ovvero il giudizio dato da alcune società di rating alle performance sociali, ambientali e di governance conseguite dalle imprese e necessario a classificarle dal punto di vista etico. Si osserveranno da vicino alcune tra le più importanti agenzie di rating per evidenziarne caratteristiche e *modus operandi* al fine di comprendere le modalità di costruzione degli indici che saranno al centro dell'analisi nell'ultima parte del capitolo.

Nel quarto e ultimo capitolo si prenderanno in esame le ricerche teoriche ed empiriche condotte in ambito accademico aventi il fine di verificare se la performance di tali prodotti finanziari sia compromessa dai vincoli connessi alla natura etica dei prodotti stessi. Da ultimo, si evidenzieranno le criticità emerse nel corso dell'analisi effettuata nel presente lavoro.

CAPITOLO 1

L'INVESTIMENTO SOSTENIBILE E RESPONSABILE

1.1 FINANZA ETICA E SOSTENIBILE: ALCUNE CONSIDERAZIONI PRELIMINARI

Negli ultimi tempi lo sviluppo della finanza ha raggiunto dimensioni inimmaginabili, radicandosi tanto profondamente nel sistema economico globale da diventarne parte integrante, nonché imprescindibile. L'attività finanziaria si è sviluppata caratterizzandosi prevalentemente per il suo fine meramente speculativo; essa, infatti, vede nel profitto il suo principale obiettivo, da perseguire con mezzi e strumenti sempre più nuovi e sofisticati, indipendentemente dalle conseguenze che questi portano a livello di instabilità sistemica, come testimoniato dalla crisi generatasi nel 2008. Per tali motivi, i nuovi percorsi di ricerca hanno rivalutato il ruolo dell'etica nell'analisi economica dei comportamenti umani; l'attenzione posta nei confronti delle questioni etiche nell'analisi dei fenomeni finanziari indica principalmente, sia per i risparmiatori che per i finanziatori, "*porre una rinnovata attenzione alle conseguenze non economiche delle azioni propriamente economiche*" (Ucodep, 2004).

Il lavoro, che affronta il tema degli investimenti socialmente responsabili, cerca innanzitutto di dare una definizione anche se, mancando una tassonomia

unificata[1] vi è molta confusione sul tema. Si precisa sin da subito che nel prosieguo i termini 'investimento sostenibile', 'investimento responsabile' e 'investimento SRI' verranno utilizzati come sinonimi.

Secondo la definizione data dal Forum per la Finanza Sostenibile[2], per investimento sostenibile e responsabile (dall'inglese *Sustainable and Responsible Investment* – SRI) si intende l'investimento finanziario che mira a creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso, attraverso una strategia orientata al medio-lungo periodo e, nella valutazione di imprese e istituzioni, considera, oltre alle variabili finanziarie di rischio e rendimento, anche variabili di tipo extra-finanziario riguardanti le questioni etiche, ovvero relative all'ambiente, al sociale e al governo societario (c.d. fattori ESG, *Environmental Social and Governance*).

Gli strumenti finanziari SRI sono quindi forme di investimento che racchiudono due dimensioni: quella economica, avente l'obiettivo di crescita e di ricerca di opportunità di rendimento, e quella socio-ambientale, che ricerca il raggiungimento di impatti e risultati positivi per l'ambiente e la società.

---

[1] Le istituzioni europee hanno intercettato questa mancanza e il primo punto del *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile* prevede, infatti, di introdurre un sistema condiviso di definizione e classificazione delle attività economiche sostenibili al fine di consentire un pieno sviluppo della disciplina. Si veda: COMMISSIONE EUROPEA (2018), Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (*The Action Plan*), Bruxelles 8 marzo 2018.

[2] Il Forum per la Finanza Sostenibile è un'associazione no-profit nata nel 2001 con l'intento di promuovere gli investimenti sostenibili e diffondere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei prodotti e nei processi finanziari. Per approfondimenti: www.finanzasostenibile.it.

Nel presente lavoro si farà riferimento, in particolar modo, al sottoinsieme dell'attività finanziaria conosciuto come risparmio gestito o *Asset under Management* (da qui in avanti anche AuM) e particolare attenzione sarà posta all'analisi dei prodotti finanziari *green,* i quali rappresentano una sottocategoria del più ampio insieme degli investimenti sostenibili[3] e considerano, come criterio di selezione, solamente quello ambientale.

Prima di entrare nel dettaglio su quella che è l'essenza dell'investimento SRI è opportuno inquadrare il contesto generale che fa da cornice e iniziare parlando di responsabilità sociale d'impresa e sostenibilità aziendale.

Molto spesso i termini '*Corporate Social Responsibility*' o 'responsabilità sociale di impresa', da una parte, e 'sostenibilità' e 'sviluppo sostenibile', dall'altra, vengono intesi come sinonimi perfettamente intercambiabili perché presupposti ad esprimere lo stesso concetto. In realtà, la relazione che intercorre tra la CSR e lo sviluppo sostenibile è la stessa esistente tra 'mezzo' e 'fine': la CSR rappresenta, infatti, lo strumento in mano alle aziende per conseguire lo sviluppo sostenibile.

[3] Si adotterà, in questa sede, la visione più restrittiva della finanza sostenibile (e accettata da gran parte della letteratura economica) la quale esclude dalla categoria degli investimenti etici quelli che prevedono, obbligatoriamente o facoltativamente, la destinazione di una quota degli utili conseguiti a enti non profit promotori di iniziative benefiche (come accade nei fondi charity) in quanto trattasi di gestioni che investono secondo schemi tradizionali, ovvero senza operare alcuna selezione a monte basata su criteri etici. A tal proposito, sul tema si veda: VIGANÒ L., *La Banca Etica: esperienze in Italia e all'estero, strategie e innovazione nelle scelte operative,* Bancarie Editrice, 2001.

Secondo la definizione data dall'economista statunitense Howard R. Bowen la responsabilità sociale d'impresa o *corporate social responsibility (CSR)*[4] "*consiste nel dovere, per gli imprenditori, di perseguire quelle politiche, di prendere quelle decisioni, di seguire quelle linee di azione che sono desiderabili in funzione degli obiettivi e dei valori riconosciuti dalla società*[5]".

Sull'importanza o meno di perseguire gli obiettivi della CSR si contrappongono due opposte scuole di pensiero, entrambe di origine statunitense. La *shareholder theory*, che annovera tra i suoi esponenti di spicco l'economista e premio Nobel Milton Friedman[6], ritiene che l'unica ed esclusiva responsabilità degli amministratori di un'impresa sia quella di impiegare le risorse per svolgere attività destinate a generare e massimizzare il profitto. Ogni altro obiettivo è considerato come contrario e di ostacolo al conseguimento degli interessi degli azionisti per i quali l'impresa è stata costituita. Al contrario, la *stakeholder theory*, sviluppata in particolare da Edward Freeman e David Reed nel 1983, con l'articolo "*Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance*[7]", considera l'impresa come un sistema sociale aperto, rivolto a realizzare non solo gli interessi dei suoi proprietari, ma a soddisfare

---

[4] Cfr. Sull'evoluzione del concetto di Corporate Social Responsibility si veda anche: DAVIS K., *Can business afford to ignore social responsibilities?,* California Management Review, 1960, vol. 2, pp.70-74; CARROLL A.B., *A three dimensional conceptual model of corporate performance,* Academy of Management Review, 1979, vol. 4, no. 4, pp.497-505.
[5] BOWEN H. R., *Social responsibilities of the Businessman,* Harper&Row, New York, 1953, p. 44.
[6] FRIEDMAN M., *Capitalism and Freedom,* University Press of Chicago, Chicago, 1962 p.112 ss.
[7] FREEMAN R.E., REED D.L., op. cit., p. 91.

contemporaneamente gli interessi e le aspettative di tutti i soggetti e le categorie sociali con i quali, a vario titolo, l'impresa si rapporta. Ne risulta, di conseguenza, un concetto di CSR caratterizzato da un'ampia dilatazione delle responsabilità delle imprese che non si limitano, pertanto, alla sola massimizzazione dei profitti.

Su tale linea di pensiero si sono allineati anche numerosi economisti italiani, da Zappa agli 'allievi' Onida, Coda, Masini et al., i quali considerano la socialità d'impresa[8] un tratto fondamentale della stessa poiché il valore del capitale economico non può prescindere dal valore del capitale sociale, inteso come le relazioni che l'impresa instaura coi vari portatori di interesse facenti parte della società.

La sostenibilità rappresenta, invece, un concetto complesso e, in senso lato, è una specifica visione della vita e del rapporto tra uomo e natura: per un'impresa, essere socialmente responsabile significa "*non solo soddisfare pienamente gli obblighi giuridici applicabili ma anche andare al di là investendo "di più" nel capitale umano, nell'ambiente e nei rapporti con le altre parti interessate*[9]".

La sostenibilità si presenta, dunque, come un obiettivo che deve necessariamente essere raggiunto conciliando l'equilibrio di tre dimensioni o

[8] A tal proposito ONIDA P. afferma: "(..) ispirarsi a socialità nell'amministrazione d'azienda, non significa tipicamente fare cose non economiche, ma piuttosto porre limiti di ordine morale alle scelte economiche ed al perseguimento del tornaconto aziendale, compatibilmente con le condizioni di economica esistenza e di sviluppo" in *Economicità, socialità ed efficienza nell'amministrazione d'impresa,* 1961, p.14.

[9] Si veda COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde: Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese,* Bruxelles, 18 Luglio 2001 COM (2001) 366 definitivo, p.7

anche detti “pilastri”: economico, sociale, ambientale così come rappresentato in Figura 1.1.

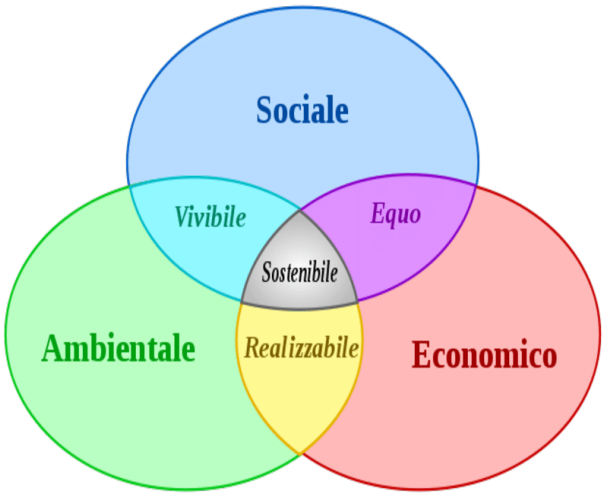


Figura 1.1 – Le tre dimensioni della sostenibilità (fonte: Researchgate)

Il legame che emerge tra lo sviluppo sostenibile e la dimensione finanziaria è la finanza etica o sostenibile, un approccio che utilizza gli stessi strumenti e meccanismi di base della finanza tradizionale (raccolta, intermediazione, prestito) ma che ne riassetta i valori di riferimento: non è “etica” nel senso che si contrappone a una finanza “non-etica”, ma perché pone la questione etica al centro della propria missione e si fa portatrice di una visione di sviluppo orientata alla sostenibilità.

Oggi, tuttavia, non esistendo nessuna norma né nell’ordinamento giuridico italiano né in altri contesti riguardo l’uso della parola “etica” coniugato a tali

prodotti finanziari, diventa necessario individuare una definizione di finanza etica che sia il più possibile coerente e condivisa; altrimenti, chiunque può utilizzare questo termine senza restrizioni di sorta (si veda Milano, 2001).

In generale, la finanza etica cerca dunque di affermare un senso etico del capitalismo utilizzando il cosiddetto *triple p approach* (*people – planet - profit*). In termini pratici, la finanza etica studia e fornisce prodotti finanziari socialmente responsabili per soddisfare le esigenze d'investimento dei risparmiatori che sempre più frequentemente orientano le loro scelte in questa direzione, coniugando gli aspetti economici a quelli etici. Non ci si riferisce, dunque, ad una destinazione filantropica di risorse finanziarie, ma ad una vera e propria diversificazione dell'obiettivo dell'attività finanziaria.

Per concludere, quindi, la finanza sostenibile e responsabile non costituisce una tipologia di finanza alternativa alla finanza tradizionale, ma rappresenta una categoria all'interno della stessa che affianca allo scopo di conseguimento di un soddisfacente risultato economico altre finalità di natura etica, ambientale e sociale.

1.2 DALLA FINANZA ETICA AI PRODOTTI FINANZIARI ETICI

La storia di una finanza capace di sostenere processi di reale e virtuoso sviluppo, adottando un approccio professionale ma non meramente speculativo, ha profonde radici, parallele a quelle della finanza più tradizionale. Nel corso del

tempo sono nate diverse istituzioni - dai monti di pietà alle casse di risparmio, dalle banche popolari al credito cooperativo - con lo scopo di migliorare le condizioni morali, culturali ed economiche delle rispettive comunità.

Le prime volontà di applicare considerazioni di tipo etico alle modalità d'investimento sono riconducibili al XVIII secolo, quando i Quaccheri[10] si rifiutarono di depositare e investire il loro risparmio in banche e imprese che investissero o svolgessero attività legate alla guerra o alla vendita di schiavi in quanto contrari ai principi cristiani: per la prima volta si iniziò a prendere in considerazione non solo il ritorno economico, ma anche obiettivi che esulavano dalla finanza classica.

Ma il perseverare di questa tendenza si ritrovò più compiutamente agli inizi del secolo scorso negli Stati Uniti: la nascita del primo fondo d'investimento orientato in senso etico, di fatto, risale al 1928, quando a Boston, negli Stati Uniti, Philip L. Carrett lanciò ufficialmente il Pioneer Fund che, cavalcando l'onda del proibizionismo, fu il primo fondo in assoluto ad evitare di investire nei *sin stocks*, ovvero in società connesse ai settori del peccato come gioco d'azzardo, tabacco e alcool. Tuttavia, l'importanza e la solidità di tale fondo emersero successivamente nel corso degli anni: esso, infatti, superò in maniera sostanzialmente positiva la crisi del 1929 e le depressioni finanziarie del XX secolo, fino ad arrivare ai giorni

[10] Movimento religioso nato nel XVII sec. in Inghilterra dalla predicazione di G. Fox. Si diffuse presto nelle colonie, soprattutto in America dove, nel 1659-61, dopo violente persecuzioni, i

nostri ed essere attualmente il terzo fondo d'investimento più longevo del mercato americano[11].

Decisivi per la nascita e la diffusione dei successivi fondi responsabili furono gli anni della contestazione: tra gli anni Sessanta e Settanta si svilupparono nelle democrazie occidentali numerose manifestazioni di protesta per i diritti dell'uomo, il boicottaggio di alcune multinazionali e la comprensione del divario tra i paesi del Nord e i paesi del Terzo Mondo. In particolar modo, gli USA furono teatro dei movimenti pacifisti e di mobilitazione contro la guerra del Vietnam. In questo contesto, nel 1971 due ministri metodisti, Jack Corbett e Luther Tyson, diedero vita al Pax World Fund, il primo fondo d'investimento etico moderno, i cui titoli in portafoglio appartenevano, non solo ad aziende non coinvolte nei 'settori del peccato' (gioco d'azzardo, tabacco, alcool, armi) o alla guerra, ma in più tali società dovevano anche dimostrare di avere buone relazioni con i propri dipendenti ed avere rispetto per l'ambiente. Scopo del Pax World Fund era "*contribuire alla pace nel mondo attraverso l'investimento in compagnie che producessero beni e servizi a sostegno della vita*[12]".

Quaccheri si poterono stabilire nel New Jersey e in Pennsylvania. In America furono la prima comunità cristiana a combattere la schiavitù. Per approfondimenti: www.treccani.it

[11] Pioneer Investment, società di investimento proprietaria del fondo, nel 2000 è stata acquistata da Unicredito Italiano e nel dicembre 2016 è stata ceduta ad Amundi del gruppo Crèdit Agricole per 3,5 miliardi di euro. Per approfondimenti: FESTA C., *Amundi rileva Pioneer da unicredit per 3,5 miliardi*, Sole24Ore, 11 dicembre 2016.

[12] REGALLI M., SOANA M., TAVAGLINI G., *I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, in *Etica e finanza*, SIGNORI S., RUSCONI G., DORIGATTI M. (a cura di), ed. Franco Angeli, Milano, 2005, p.179

Figura centrale per la protesta al regime segregazionista sudafricano fu il reverendo battista Leon H. Sullivan[13], il quale venne premiato per il suo impegno civile svolto nell'arco degli anni a favore delle minoranze culturali e nel 1971 divenne la prima persona afro-americana a sedere nel Consiglio di Amministrazione della General Motors, una delle più importanti *corporation* statunitensi. Nel 1977 elaborò un codice di condotta denominato "*Principles of Equal Rights*" (c.d. "*Sullivan principles*"), ovvero principi comportamentali per le imprese americane operanti in Sudafrica le quali dovevano applicare lo stesso trattamento, in termini di equità e di non discriminazione, in vigore negli Stati Uniti anche nei confronti dei lavoratori sudafricani. Ben presto numerose società adottarono tali principi e migliorarono le condizioni lavorative dei loro dipendenti neri in Sudafrica; verso le società che si rifiutarono di applicarli presero il via importanti iniziative di boicottaggio finanziario e di pressione sui manager e sui consigli di amministrazione affinché chiudessero le sedi in Sudafrica per protestare contro il regime di apartheid e il protrarsi della prigionia di Nelson Mandela.

Nel 1999 il codice di condotta venne rivisto dallo stesso Sullivan e dall'allora Segretario Generale delle Nazioni Unite, Kofi Annan, assumendo la denominazione di "*Global Sullivan Principles of Social Responsibility – GSP*[14]" e

[13] Per una disamina più approfondita del pensiero di Sullivan si rimanda al libro: SULLIVAN L. H., *Moving Mountains: The Principles and Purposes of Leon Sullivan*, Judson Press,1999.
[14] Di seguito i nuovi principi introdotti nel 1999:

diventando una guida etica basata sui principi accettati dalle Nazioni Unite, alla quale le organizzazioni e le società multinazionali socialmente responsabili possono conformarsi.

Dagli anni Ottanta iniziò a farsi strada un'altra problematica che fino a quel momento era stata ignorata, ossia la questione ambientale: ci si rese conto che le attività dell'uomo avevano un certo impatto sull'ambiente, spesso negativo, e che l'ambiente era qualcosa da proteggere. Acquistarono importanza temi quali l'uso responsabile delle risorse, l'inquinamento, la preservazione di flora e fauna, anche a fronte dei disastri ambientali che avvennero in quei decenni come l'esplosione della centrale nucleare di Chernobyl (1986) e l'incagliamento della petroliera Exonn-Valdez (1989) che riversò milioni di litri di petrolio a largo dell'Alaska. Tali eventi impattarono anche sul modo di fare finanza, dando una spinta

---

1. Express our support for universal human rights and, particularly, those of our employees, the communities within which we operate, and parties with whom we do business.
2. Promote equal opportunity for our employees at all levels of the company with respect to issues such as color, race, gender, age, ethnicity or religious beliefs, and operate without unacceptable worker treatment such as the exploitation of children, physical punishment, female abuse, involuntary servitude, or other forms of abuse.
3. Respect our employees' voluntary freedom of association.
4. Compensate our employees to enable them to meet at least their basic needs and provide the opportunity to improve their skill and capability in order to raise their social and economic opportunities.
5. Provide a safe and healthy workplace; protect human health and the environment; and promote sustainable development.
6. Promote fair competition including respect for intellectual and other property rights, and not offer, pay or accept bribes.
7. Work with government and communities in which we do business to improve the quality of life in those communities - their educational, cultural, economic and social well-being - and seek to provide training and opportunities for workers from disadvantaged backgrounds.
8. Promote the application of these principles by those with whom we do business.

importante allo sviluppo della finanza sostenibile e degli investimenti socialmente responsabili.

Da ultimo, negli anni Novanta nascono i primi indici azionari etici che fungono da parametro di riferimento e supporto agli investitori che intendano investire in compagnie e progetti con un alto rating etico. La nascita del primo indice azionario etico risale al 1990 quando vede la luce KLD 400 Social Index (ora MSCI KLD 400 Social Index). L'indice comprende azioni di 400 società statunitensi considerate leaders nelle performance sociali ed ambientali.

1.2.1 Lo sviluppo in Europa

La diffusione del fenomeno dell'SRI in Europa è avvenuta a partire dagli anni Ottanta del secolo scorso: nel 1983 venne fondato l'EIRIS (*Experts in Responsible Investments Solutions*) una società di servizi, espressione della Chiesa Quacchera, nata con l'obiettivo di fornire supporto a tutti gli investitori o potenziali tali che volessero investire seguendo principi e linee etiche. L'EIRIS[15] rappresenta ancora oggi uno dei più autorevoli istituti in tema di finanza etica, le cui pubblicazioni annuali contenenti informazioni e aggiornamenti sugli sviluppi della materia fungono da guida per tutti gli investitori. È inoltre azionista di una delle più importanti società che emettono rating di sostenibilità: la Vigeo-Eiris.

[15] Per approfondire si veda www.eirisfoundation.org

Un anno dopo, nel 1984, nel Regno Unito viene lanciato il fondo Friends Provident's Stewarship Trust della Friends Provident, compagnia assicurativa legata al movimento quacchero: si tratta del primo fondo d'investimento etico di matrice europea.

Nel 2001 è stato lanciato l'EUROSIF[16], gruppo pan-europeo dedicato alla promozione della sostenibilità nei mercati finanziari. È un'organizzazione di secondo livello che include, oltre ai Sustainable Investment Forum (SIF) europei, varie organizzazioni (fondi pensione, istituzioni finanziarie, istituzioni accademiche, associazioni di ricerca, ONG) interessate all'integrazione dei criteri di sostenibilità negli investimenti. L'importanza di tale organizzazione è aumentata nel corso del tempo ed esso è diventato uno dei più importanti *provider* di informazioni su questo settore in Europa, come si vedrà più avanti nel capitolo e approfonditamente nel secondo capitolo in relazione alla diffusione di tali strumenti finanziari nel mercato europeo.

Il primo indice europeo sulla sostenibilità risale al 2001, quando la Borsa di Londra crea il FTSE-4Good, un indice azionario SRI che diventerà uno tra i più importanti al mondo.

[16] Per approfondire l'organizzazione e il ruolo svolto dall'Eurosif si consulti il sito ufficiale: www.eurisif.org

1.2.2 Lo sviluppo in Italia

Anche per quanto riguarda l'Italia, come nel resto del mondo, le origini della finanza etica risiedono nei movimenti religiosi, i quali, nel Medioevo, istituiscono i cosiddetti Monti di Pietà[17]. Tuttavia, il vero sviluppo in Italia è datato fine anni Settanta del secolo scorso con la costituzione delle Mutue per l'AutoGestione o MAG. Le MAG sono società cooperative finanziarie, costituite da persone fisiche e/o giuridiche, che, con spirito mutualistico, svolgono attività finanziaria per sostenere l'economia. La prima MAG è nata a Verona nel 1978 con l'obiettivo di raccogliere risparmio tra i soci e destinarlo a chi è in difficoltà o a chi propone particolari progetti da sviluppare, ponendo un'elevata attenzione sull'impatto sociale e ambientale dei progetti stessi.

L'esperienza di Verona si diffuse velocemente tanto da far nascere altre 'sorelle' in varie regioni d'Italia: MAG2 a Milano (1980), MAG4 a Torino (1987), MAG6 a Reggio Emilia (1988), MAG Venezia (1992), MAG Roma (2005), MAG Firenze (2013) ed infine, il primo operatore nel sud Italia, MAG delle Calabrie nato nel 2018.

La legge 197/1991, nota come legge antiriciclaggio, impose una brusca frenata allo sviluppo delle MAG: essa, infatti, ha richiesto alle società che volessero concedere prestiti un vincolo di capitale minimo pari a un miliardo di

lire e tre anni di tempo per adeguarsi. Tale riforma ha rappresentato un serio ostacolo allo svilupparsi delle MAG data la loro scarsa capitalizzazione. Alcune decisero di raggiungere il miliardo di capitale sociale per continuare la propria attività rivolgendosi esclusivamente ai propri soci, senza ricorrere a finanziamenti esterni. Altre intravidero nelle alleanze l'unica via d'uscita, cercando altre cooperative disposte a formare un consorzio finanziario e costituendo una società di intermediazione finanziaria col compito di concedere prestiti ai soci. In questo contesto è nata l'esigenza di creare una banca, che potesse dare un'opportunità di sviluppo di carattere nazionale alle attività svolte precedentemente dalle MAG.

Il primo passo fu quello di costituire, nel dicembre del 1994, l'Associazione Verso la Banca Etica, coinvolgendo le realtà più significative del Terzo Settore, con l'obiettivo di definire il progetto per la creazione di una banca alternativa. Successivamente fu costituita la Cooperativa Verso la Banca Etica per lo sviluppo del progetto imprenditoriale e fu iniziata la raccolta del capitale. Raggiunto il capitale necessario, nel 1999 ha aperto a Padova il primo sportello della Banca Popolare Etica (conosciuta principalmente come Banca Etica) che in rapida successione ha aperto ulteriori sedi in varie città italiane, tra cui Brescia, Milano, Roma e Vicenza.

---

[17] I Monti di Pietà furono istituzioni finanziarie sorte in Italia nella seconda metà del XV secolo su iniziativa di alcuni frati francescani allo scopo di erogare prestiti di limitata entità (microcredito) a condizioni favorevoli rispetto a quelle di mercato. Per approfondire: www.treccani.it

Nel 2001 viene costituita la società di gestione risparmio SGR Etica del gruppo Banca Etica, che diviene operativa nel 2003, il cui obiettivo è quello di proporre una proposta coerente e originale nel settore degli investimenti etici.

Seppur in ritardo rispetto alla maggior parte degli altri paesi occidentali, agli inizi degli anni Novanta viene istituito il primo fondo etico italiano, anche se è solamente a partire dalla seconda metà che il numero di fondi con caratteristiche etiche è cresciuto in modo consistente. Il primo strumento finanziario etico è l'Euromobile Green Equity Fund, un fondo green lanciato nel 1994 dal gruppo bancario Credito Emiliano che investiva in aziende legate ai settori dell'ecologia e della tutela dell'ambiente o che, pur operando in altri settori, favorivano, attraverso la loro azione, la salvaguardia del patrimonio ambientale.

Tra i primi ad essere lanciati si ricordano i fondi del gruppo Sanpaolo IMI (oggi Intesa San Paolo): nel 1997 vengono, infatti, emessi i fondi Azionario Internazionale Etico, Obbligazionario Estero Etico ed Obbligazionario Etico[18].

In conclusione, alcune importanti osservazioni possono essere tratte da questo breve riassunto sulla storia della finanza e del mondo etico. Si può osservare, in primo luogo, come i movimenti religiosi e i movimenti ambientalisti abbiano avuto un ruolo trainante sulla domanda di questi prodotti e abbiano contribuito in maniera decisiva allo sviluppo di questo settore sin dalle sue origini:

[18] Per una disamina completa dei primi fondi italiani si veda: SIGNORI S., *Gli investitori etici: implicazioni aziendali – Problemi e prospettive*, ed. Giuffrè, Milano, 2006, pag.16.

gli investitori religiosi hanno dimostrato, da un lato, che determinati valori potevano essere inseriti all'interno di un processo d'investimento; mentre dall'altro, gli ambientalisti hanno contribuito all'inserimento di criteri di selezione che riflettono i loro principali valori e, sempre più, quelli di molti altri investitori insoddisfatti. Questa osservazione pone l'accento su un aspetto che contraddistingue la nascita dei primi fondi etici e degli altri successivi strumenti finanziari e che può esser vista come un fattore determinante per il loro sviluppo futuro, ovvero il fatto che "*the launching of these funds was demand driven rather than supply driven*" (Kreander, 2001).

1.3 ANALISI EXTRA-FINANZIARIA: I FATTORI ESG

Come si è già visto, gli investimenti SRI integrano nella valutazione complessiva i parametri ESG, acronimo composto dalle iniziali dei termini inglesi *Environmental*, *Social* e *Governance.* Ovvero, nel valutare un investimento si prendono in considerazione, oltre al profilo di rischio-rendimento, anche le performance relative alle questioni etiche, ossia legate all'ambiente, al sociale e al governo societario.

L'analisi ESG, definita anche 'extra-finanziaria', è l'insieme di verifiche che valutano l'impatto ambientale e sociale di un'impresa, nonché i metodi e i principi che ne ispirano la gestione. Si sviluppa su tre direttrici: la prima, *environmental*, si riferisce agli impatti che un'azienda ha sull'ambiente e

all'impegno che viene dedicato a iniziative e progetti per lo sviluppo e la diffusione, ad esempio, di forme di energia pulita, cioè derivanti da fonti rinnovabili, di efficienza energetica e di riduzione degli sprechi; la seconda, *social*, si riferisce a come l'azienda si relaziona con i propri *stakeholder*, ovvero i portatori di interesse nei confronti della stessa (come dipendenti, fornitori, finanziatori, clienti, etc.) e comprende, ad esempio, i programmi di gestione del personale, il rispetto delle diversità e delle pari opportunità e il rispetto della privacy dei clienti; infine, il terzo elemento, relativo alla *governance,* pone attenzione sull'adozione di pratiche volte a un buon governo societario, capace di ridurre rischi gestionali e reputazionali e creare valore sostenibile nel tempo.

Ognuno di questi tre aspetti risulta essere fortemente sfaccettato al suo interno. Nella tabella sottostante vengono presentati i vari temi, affinché si possa comprendere le applicazioni concrete. Vengono innanzitutto identificate le tre dimensioni (ambientale, sociale, governance) e, all'interno di ciascuna, saranno elencate le tematiche attinenti alle varie sfere.

Tabella 1.1 – Dimensioni e tematiche ESG

Ambientale	Sociale	Governance
Perdita di biodiversità Emissioni di gas serra Cambiamento climatico Energie rinnovabili Efficientamento energetico Inquinamento di aria, acqua e suolo	Rispetto dei diritti umani Rispetto delle norme sul lavoro Libertà di associazione e di espressione Rispetto delle diversità e delle pari opportunità Gestione e sviluppo del	Indipendenza Remunerazione Compliance Corruzione Diritti degli azionisti Gestione del rischio

Acidificazione degli oceani	capitale umano Legame con le comunità locali Salute e benessere nei luoghi di lavoro	

(fonte: PRI Reporting Framework Main Definitions 2018)

L'analisi extra-finanziaria consente di approfondire e arricchire l'analisi associata ai vari strumenti finanziari di nuove direttrici investigative che permettono di trarre utili indicazioni sulla capacità dell'impresa nell'affrontare i rischi e le opportunità connessi a tali temi.

In generale, si riconosce sempre più l'importante ruolo della comunicazione di informazioni di carattere non finanziario quale strumento di misurazione, monitoraggio e gestione dei risultati delle imprese dell'impatto sulla società al fine di rafforzare la fiducia dei vari *stakeholders*. L'attenzione del mercato verso le tematiche ESG è testimoniata dal crescente numero di imprese che, accanto ai documenti economico-finanziari tradizionali, pubblicano informazioni aggiuntive[19] correlate a tale ambito, nonché dal crescente numero di investitori istituzionali che dichiaratamente si rifanno a questi criteri per meglio interpretare e capire la solidità delle imprese stesse.

[19] Si fa riferimento al D. Lgs 254/2016 che recepisce la Direttiva Comunitaria 2014/95/UE sulla *disclosure* non finanziaria (DNF) introdotta per alcune tipologie di imprese. I primi passi del

1.4 LE POLITICHE DI INVESTIMENTO

L'elemento che caratterizza maggiormente gli investimenti SRI è il processo di selezione dei titoli da inserire in un eventuale portafoglio. Prassi vuole che ogni ente o istituzione segua una propria politica di investimento più o meno articolata. Tuttavia, è possibile classificare le politiche di selezione degli investimenti in quattro macrocategorie, le quali possono essere declinate ulteriormente secondo criteri più specifici:

a. Screening negativo (esclusione)

È la strategia più conosciuta e la più antica ed implica l'esclusione di settori o di società che non rispettino gli standard ESG. Lo screening etico, infatti, è stato utilizzato già nei primi fondi di investimento etici come il Pioneer Fund o Pax World Fund.

Per quando riguarda il settore di attività, si evita l'investimento in società considerate moralmente controverse, ovvero che presentano un coinvolgimento nella produzione o nella commercializzazione di tabacco, armi, alcool, pornografia, gioco d'azzardo ed energia nucleare.

Riguardo le politiche ambientali (*environmental*) i settori maggiormente esclusi risultano essere quelli petroliferi e minerari. Se si guarda, invece, alle

---

percorso di *sustainability reporting*, tuttavia, sono antecedenti e risalgono all'introduzione del bilancio sociale poi divenuto bilancio di sostenibilità.

politiche sociali (*social*) sono esclusi settori che impediscono la libertà sindacale e non rispettano i diritti umani e dei lavoratori.

Le esclusioni possono essere effettuate anche a livello di singole imprese per escludere quelle società che, a prescindere dal settore in cui operano, dimostrano carenze nel rispetto dei principi ESG, come ad esempio una scarsa attenzione all'ambiente o un assetto di governance poco trasparente.

Gli strumenti finanziari che utilizzano solo criteri di esclusione per la selezione degli investimenti rappresentano la forma originaria di investimento etico e anche la più semplice perché comportano il rispetto di regole più facilmente individuabili e applicabili. Tuttavia, queste esclusioni danno luogo a investimenti responsabili quando la selezione degli investimenti avviene su base volontaria, andando oltre la legislazione vigente. Infatti, qualora venisse promulgata una legge che proibisse specifici investimenti (ad esempio, la sperimentazione sugli animali), le esclusioni diventerebbero obbligatorie e terminerebbero, pertanto, di costituire investimenti responsabili.

b. Screening positivo (inclusione)

Questa strategia mira a promuovere gli investimenti in settori o società considerate virtuose per l'impegno a favore della sostenibilità nello svolgimento del proprio business.

Come per i criteri negativi, anche quelli positivi possono attenersi alla sfera delle politiche ambientali, sociali o di governance adottati o a livello di settore o a

livello di politiche aziendali. In questo caso, gli elementi valutati sono la trasparenza della gestione, la democrazia interna, la valorizzazione delle risorse umane, la partecipazione dei lavoratori alla gestione aziendale, il rispetto dell'ambiente, l'uso di fonti di energia rinnovabili, pratiche sostenibili per la produzione e la qualità dei prodotti, la salvaguardia della salute pubblica e l'adesione a convenzioni internazionali socialmente rilevanti.

Una sottocategoria importante all'interno di tale gruppo è l'approccio '*best in class*', il quale, adottando criteri di inclusione, individua, all'interno di ogni settore, le imprese che si distinguono, oltre che per le performance economiche, per le condotte eccellenti negli aspetti ESG.

c) Community investing

Questo criterio di selezione copre un'ampia gamma di investimenti connessi a problematiche sociali e costituisce un distinto metodo per canalizzare risorse verso imprese che cercano di affrontare specifiche sfide sociali con gli strumenti del mercato.

I principali tratti distintivi che differenziano questa strategia dalle altre sono costituiti dall'aspettativa di conseguire impatti sociali misurabili e definiti *ex-ante*. Principalmente gli *impact investor* connettono l'investimento finanziario ad un obiettivo sociale o ambientale a beneficio di una specifica comunità locale e la prossimità territoriale tra investitori e organizzazioni finanziate permette una più facile misurazione degli impatti prodotti.

Tale politica viene anche denominata *impact investing* perché è appunto indirizzata a migliorare le condizioni sociali o ambientali di una determinata comunità. Le tematiche più frequenti sono, ad esempio, quelle dell'inclusione sociale, in termini di accesso all'istruzione o all'occupazione, e le iniziative di sostenibilità, come accesso all'energia rinnovabile, all'acqua e all'agricoltura sostenibile.

d) Engagement

L'ultima strategia è nata negli USA e mira a intraprendere iniziative volte al coinvolgimento delle varie parti societarie a favore delle tematiche socio-ambientali. Il primo esempio di applicazione di tale politica di investimento può essere ricondotto alla pressione svolta dal reverendo Sullivan in favore dell'abbandono delle pratiche razziste nelle imprese statunitensi.

A tale categoria di investimento possono essere associate varie modalità operative come la ricerca del dialogo con il management, la presentazione di mozioni nelle assemblee annuali dei soci o, in casi estremi, il boicottaggio e successiva dismissione delle partecipazioni in assenza di una fattiva collaborazione da parte della società. È altresì conosciuta come *shareholder activism* o *advocacy* e tradotta in italiano come partecipazione attiva o azionariato attivo.

L'azionariato attivo permette, dunque, di esercitare pressioni affinché le imprese nelle quali si investe mantengano un elevato profilo di responsabilità

sociale e rinnovino nel tempo il proprio impegno nella tutela dell'ambiente, nel rispetto dei diritti umani e dei lavoratori.

Di seguito verranno descritte le classificazioni proposte dalle principali organizzazioni: si partirà dall'EUROSIF, il più importante promotore della sostenibilità sui mercati finanziari a livello comunitario per poi analizzare le strategie di selezione degli investimenti esplicitati dall'associazione PRI, principale ente a livello mondiale sul tema ed infine si esamineranno le politiche di *asset allocation* proposte dall'EFAMA, l'ente che raggruppa gran parte dei gestori di fondi europei.

1.4.1 EUROSIF

EUROSIF (*The European Social Investment Forum*) è un gruppo paneuropeo no-profit formatosi nel 2001, la cui missione è sviluppare pratiche d'investimento sostenibile e migliori modelli di corporate governance per i mercati finanziati europei. I membri attuali dell'EUROSIF sono fondi pensione, istituzioni finanziarie, istituzioni accademiche, associazioni di ricerca e ONG.

I principali benefici che i membri ricevono dall'appartenenza all'associazione sono: attività di lobbying, informazioni sugli investimenti sostenibili e responsabili ed iniziative europee che promuovono lo sviluppo dei settori legati agli SRI.

EUROSIF classifica gli investimenti sostenibili in sette categorie:

1) *Best-in-Class investment selection.* Tale politica di *asset allocation* prevede la selezione delle imprese leader, all'interno di ogni settore, con le migliori performance ESG. La metodologia prevede l'attribuzione di pesi specifici ad entrambe le valutazioni, sia economico-finanziarie che etiche, al fine di calcolare il punteggio finale (*score*) e selezionare le imprese con il punteggio più alto all'interno di ogni settore o classe di attivo.
2) *Sustainability themed investment.* Questa strategia seleziona investimenti tematici o attività legate allo sviluppo della sostenibilità che si concentrano su un tema specifico. Contribuisce implicitamente ad affrontare sfide sociali e/o ambientali, come ad esempio i cambiamenti climatici.
3) *Norms-based screening*. In questo caso la strategia prevede la selezione degli investimenti che rispettino norme e standard internazionali in riferimento alle dimensioni ambientali e sociali. Le norme internazionali[20] sono definite dagli organismi sovranazionali come le Nazioni Unite, l'OCSE e l'Unione Europea per gli stati comunitari. Si tratta, come è evidente, di una strategia '*soft*' ma che può essere usata anche in combinazione con altre strategie.
4) *Engagement and voting on sustainability matters*. Questa è una strategia a lungo termine, nella quale si scelgono imprese che presentano un alto grado di

[20] Per una disamina completa delle norme e linee-guida contemplate si veda EUROSIF (2018), pp. 20-21.

coinvolgimento attivo nelle assemblee societarie al fine di influenzarne positivamente i comportamenti.

5) *Exclusion of holdings from investment universe*. Questo approccio esclude società, settori o paesi coinvolti in attività contrarie alle varie dimensioni etiche. I settori più esclusi sono: armi, pornografia, tabacco, gioco d'azzardo e la sperimentazione animale. I criteri di esclusione sono generalmente scelti dai gestori dei fondi e quest'approccio può essere indicato anche come esclusioni di tipo etico e valoriale.
6) *Impact investment*. Sono strumenti finanziari emessi da aziende, istituzioni finanziarie o enti pubblici con l'intenzione di generare un impatto positivo direttamente sull'ambiente o per il sociale. Gli *impact investments* possono essere fatti sia in mercati emergenti sia sviluppati e sono spesso progetti specifici, distinti dalla filantropia, poiché l'investitore mantiene la proprietà dell'attività e si aspetta un ritorno finanziario positivo. Tra gli 'investimenti di impatto' più conosciuti troviamo i *green bonds,* obbligazioni la cui emissione è legata a progetti che impattano positivamente sull'ambiente, come la produzione di energia da fonti pulite, e i *social bonds,* titoli obbligazionari rappresentativi di un prestito obbligazionario finalizzato al sostegno di iniziative di elevato interesse sociale.
7) *Integration of ESG factors in financial analysis*. Quest'ultimo tipo di strategia prende in considerazione i fattori ESG insieme agli indicatori finanziari

classici dell'analisi degli investimenti. Attraverso tale combinazione vengono selezionate le imprese che meglio rispecchiano l'attività sostenibile.

1.4.2 PRI Association

La PRI (*Principles for Responsible Investment*) *Association*[21] nasce nel 2006 come rete indipendente di investitori internazionali per sviluppare i sei Principi di Investimento Responsabile supportati dalle Nazioni Unite[22]. Oggi rappresenta uno dei maggiori attori a livello internazionale che promuove gli investimenti responsabili. L'obiettivo dell'associazione no-profit è quello di far comprendere agli investitori l'importanza della sostenibilità e supportare i firmatari dei sei principi a incorporare tali criteri nelle loro decisioni d'investimento.

Di seguito, le sei categorie di investimento[23] individuate dalla PRI Association:

1) *Negative/exclusionary screening.* Comporta l'esclusione di alcune partecipazioni sulla base dei fattori ESG. Ad esempio, alcuni settori sono considerati inadatti per l'investimento a causa delle loro caratteristiche etiche

[21] Per maggiori informazioni a riguardo si veda il sito ufficiale: www.unpri.org/pri/about-the-pri
[22] La PRI Association è sostenuta principalmente da due programmi dell'ONU: UN Environmental Programme Finance Initiative (UNEP FI) e UN Global Compact il cui ruolo è diffondere le strategie prodotte dal PRI.
[23] PRI Association (2018), *PRI Reporting Framework Pilot Main Definitions*, disponibile al link https://www.unpri.org/download?ac=1453

(es. gioco d'azzardo) o sono escluse società che non soddisfano determinati requisiti minimi per far parte dell'universo degli investimenti sostenibili.

2) *Positive/Best-in-Class screening*. Questo approccio tende a preferire gli investimenti in società che rispettano alcune caratteristiche ESG scelte dai gestori dei fondi. L'investimento può essere attuato in due modi: o imponendo alle imprese di soddisfare standard minimi prima di essere prese in considerazione oppure scegliendo di investire nelle società migliori dal punto di vista ESG nel loro settore.
3) *Norms-based screening.* Tale strategia seleziona l'universo investibile sulla base del rispetto di alcune norme ritenute fondamentali, come i Principi Global Compact emanati dalle Nazioni Unite, la Dichiarazione dei Diritti Umani e gli standard internazionali sull'organizzazione del lavoro.
4) *Sustainability themed investing.* Si tratta di strumenti finanziari in cui l'approccio d'investimento si basa sulla scelta di concentrarsi su un determinato tema sociale o ambientale. Ciò comporta la focalizzazione in società coinvolte in attività particolari o che sono particolarmente esposte in specifiche questioni ambientali o sociali, come ad esempio progetti per il sociale o l'uso sostenibile delle risorse disponibili.
5) *Integration of ESG issues.* Tale strategia prende in considerazione, oltre che l'analisi finanziaria, anche l'analisi ESG attraverso l'uso di informazioni sia qualitative che quantitative. L'analisi combinata di queste informazioni

permette di verificare l'impatto delle questioni socio-ambientali sui dati fondamentali dell'impresa (costi e sui flussi di cassa, tasso di crescita del business, etc.) e giungere a selezionare le imprese che meglio fronteggiano tali rischi.

6) *Active ownership and Engagement*. Quest'ultima categoria fa riferimento al ruolo e alle pressioni svolte sul management e sulla proprietà riguardo la presa in considerazione dei temi della sostenibilità. Si sostanzia in tre diversi tipi di '*engagement*':

   • *Active ownership*: attraverso l'uso dei diritti degli azionisti si cerca di influenzare l'attività o il comportamento dei manager della società.

   • *Engagement*: riguarda le interazioni tra investitori correnti o potenziali con la società con l'obiettivo esplicito di influenzarne i comportamenti sulle questioni socio-ambientali.

   • *(proxy) Voting and shareholder resolutions*: attraverso il voto e l'impegno degli investitori si propongono e richiedono risoluzioni (azioni) riguardanti le questioni tipiche della sostenibilità.

1.4.3 EFAMA

EFAMA[24] (*European Fund and Asset Management Association*) è un'associazione rappresentativa della gestione degli investimenti per l'Europa fondata nel 1974 da alcuni paesi europei, tra cui l'Italia. Attualmente, con gli oltre 100 membri, suddivisi tra associazioni e società, rappresenta circa 62000 fondi d'investimento.

L'EFAMA individue due macroaree di investimento, *screening* e *active ownership* (di seguito riportate tra parentesi), e suddivide le politiche di investimento in cinque approcci[25]:

1) *Best in class approach (screening).* Vengono selezionate le migliori società, per ogni settore, che rispettano determinati requisiti etici.

2) *Thematic approach (screening).* Le società in cui investire sono selezionate secondo determinati temi sociali o ambientali, come ad esempio, le energie rinnovabili, il cambiamento climatico, la creazione di posti di lavoro.

3) *Norms-based approach (screening).* La selezione delle società avviene in base al rispetto di norme internazionali o definite dai gestori dei fondi in conformità delle tematiche ESG.

[24] Maggiori informazioni possono essere tratte dal sito ufficiale: www.efama.org

[25] Per una disamina completa si veda: EFAMA (2012), *Guidance on RI information in the KIID and Post Investment Disclosure.*

4) *Exclusion approach (screening).* Vengono escluse dall'investimento tutte quelle società che svolgono attività controverse come la commercializzazione di armi, lo sfruttamento del lavoro minorile, i test sugli animali.

5) *Engagement/voting (active ownership).* Gli investitori si impegnano ad attivare un dialogo nelle società in cui possiedono una partecipazione attraverso l'esercizio del voto nelle assemblee, al fine di conseguire dei miglioramenti nei comportamenti degli amministratori riguardo le questioni sociali e ambientali.

Al fine di avere un quadro complessivo delle varie strategie di ogni organizzazione, la Tabella 1.2 riassume le categorie presentate e compara quelle ritenute simili. Occorre sottolineare, tuttavia, che nonostante gli organismi individuino le medesime strategie, a volte risulta difficile compararle in termini analitici in quanto ognuna di esse adotta metodologie specifiche che possono essere difformi. Ad esempio, se prendiamo in considerazione la strategia '*exclusion*' troviamo che in alcuni casi tali classificazioni possono escludere una società per il settore in cui opera mentre altri possono ritenere tale società sostenibile e dunque accettabile perché considerano, anziché il settore di appartenenza, la modalità di conduzione del business.

Tabella 1.2 – Le strategie di investimento

EUROSIF	PRI Association	EFAMA
Exclusion of holdings from investment universe	Negative/exclusionary screening	Exclusion approach (screening)
Best-in-Class investment selection	Positive/Best-in-Class screening	Best-in-Class approach (screening)

Norms-based screening	Norms-based screening	Norms based approach (screening)
Sustainability themed investment	Sustainability themed investing	Thematic approach (screening)
ESG integration	Integration of ESG issues	-
Engagement and voting on sustainability matters	Active ownership and engagement (3 types): -Active ownership -Engagement -(proxy)Voting and shareholder resolutions	Engagement /voting (active ownership)
Impact investing	-	-

(fonte: Eurosif, European SRI study 2018, p. 12)

Ulteriore considerazione da fare è che, qualunque sia la strategia di composizione del portafoglio finanziario adottata, la scelta di un criterio di selezione comporta necessariamente una riduzione dell'universo delle aziende nelle quali poter investire. Ne consegue, pertanto, una diminuzione del grado di diversificazione e di frazionamento del rischio totale ottenibile dall'insieme di investimenti responsabili che, secondo la teoria economica tradizionale[26], comporterebbe una diminuzione del livello di rendimento atteso in quanto il portafoglio dei titoli così risultante non è efficiente. Tale aspetto verrà preso in esame nell'ultimo capitolo del presente scritto dove si approfondiranno gli studi teorici e le ricerche empiriche condotti dalla letteratura scientifica.

[26] Si fa riferimento, in particolare, agli studi condotti dall'economista e premio Nobel Henry Markowitz e alla sua "Teoria di Portafoglio" presentata nell'articolo "Portfolio Selection" in *The Journal of Finance*, 1952.

CAPITOLO 2

LA DIFFUSIONE GEOGRAFICA E TEMPORALE DEI PRODOTTI FINANZIARI ETICI

2.1 IL MERCATO MONDIALE

GSIA (*Global Sustainable Investment Alliance*) è l'organizzazione internazionale che mira ad espandere la diffusione e l'impatto degli investimenti sostenibili. Rappresenta un network di associazioni (SIF, *Sustainable Investment Forum*) che contribuiscono a livello regionale a condividere informazioni su tale tipologia di prodotti finanziari e ad aumentarne lo sviluppo.

Gli attuali membri di GSIA sono:

- The European Sustainable Investment Forum (EUROSIF) per l'Europa;
- Japan Sustainable Investment Forum (JSIF) per il Giappone;
- Responsible Investment Association Australasia (RIAA) per Australia e Nuova Zelanda;
- Responsible Investment Association Canada (RIA Canada) per il Canada;
- US Sustainable Investment Forum (US SIF) per gli Stati Uniti.

GSIA produce un report biennale (*Global Sustainable Investment Review – GSIR)* che fotografa la diffusione dei prodotti finanziari etici a livello mondiale e a livello di singole regioni.

Sin dal lancio del primo studio effettuato (GSIR 2012), il mercato degli investimenti sostenibili è stato in continua espansione e, in base ai dati riportati nell'ultimo report[1], agli inizi del 2018 la dimensione a livello globale del mercato sostenibile si attestava intorno ai 30.700 miliardi di dollari americani, in crescita del 34% rispetto al biennio precedente. Il dato rappresenta all'incirca il 38 per cento del totale delle attività finanziarie gestite professionalmente[2], una quota ancora minoritaria ma rilevante poiché attesta che i prodotti finanziari sostenibili hanno una scala significativa e sempre più da investimenti di nicchia stanno diventando *mainstream* (nel 2012, primo anno di report GSIR, gli investimenti etici risultavano essere il 20% del totale AuM).

Giappone e Australia sono le regioni che hanno sperimentato il più alto tasso di crescita nel biennio considerato, mentre Europa, Stati Uniti insieme al Giappone rappresentano le aree più sviluppate per volumi degli investimenti etici.

Il rapporto tra *asset* responsabili e totale degli asset gestiti è in crescita in quasi ogni regione. In particolare, in Canada e Australia la quota di investimenti etici rappresenta la maggioranza del totale delle masse gestite ed entrambi hanno evidenziato una crescita all'incirca del 12% nell'arco del biennio studiato, come mostrato nella tabella sottostante. L'eccezione a questo trend è data dall'Europa

[1] GSIA (2018), *The Global Sustainable Investment Review,* disponibile al link: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf.

[2] Nel 2018 le attività gestite professionalmente (*Asset under Management*, AuM) si attestavano a $79.200 miliardi (Fonte: BCG, *Global Asset Management 2018: The Digital Metamorphosis*,

che ha subito un leggero declino nella quota di mercato di investimenti SRI dovuto principalmente alla scelta della Commissione Europea di adottare standard e definizioni più stringenti in riferimento agli investimenti responsabili per combattere le pratiche di "*greenwashing*" e "*social washing*".

Tabella 2.1 – Investimenti SRI in relazione agli asset gestiti (AuM)

Regioni	**2014**	**2016**	**2018**
Europa	58,8	52,6%	48,8%
Stati Uniti	17,9	21,6%	25,7%
Canada	31,3	37,8%	50,6%
Australia/Nuova Zelanda	16,6	50,6%	63,2%
Giappone	-	3,4%	18,3%

Fonte: GSIA (2018), *Global Sustainable Investment Review,* pag. 9

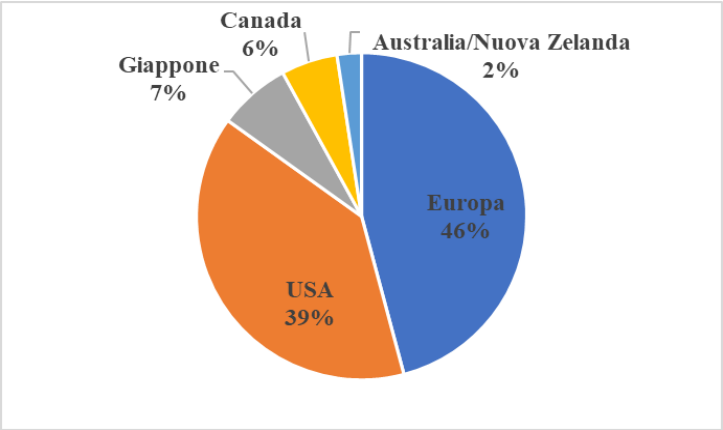
Gli investimenti responsabili sono cresciuti in termini assoluti in tutte le aree analizzate e il mercato europeo risulta essere il più sviluppato con una quota pari a $14.075 miliardi, che rappresenta quasi la metà del patrimonio complessivo. Rilevanti sono anche le quote dell'America settentrionale (USA e Canada): infatti, queste tre regioni rappresentano complessivamente, secondo il report GSIR, il 90% del totale delle attività sostenibili. Da menzionare l'enorme crescita sperimentata dal Giappone che nell'ultimo biennio ha visto quadruplicarsi il volume dei prodotti sostenibili, passato da $474 miliardi a $2.180 miliardi, e la sua quota di mercato, passata dal 2% al 7%, come si evince dalla tabella 2.2.

disponibile al seguente link https://image-src.bcg.com/Images/BCG-The-Digital-Metamorphosis-

Tabella 2.2 – Investimenti SRI (in miliardi di $) per regione

Regione	**2016**		**2018**	
	Valori assoluti	Valori %	Valori assoluti	Valori %
Europa	12.040	52, 72	14.075	45,87
Stati Uniti	8.723	38,19	11.995	39,09
Giappone	474	2,08	2.180	7,10
Canada	1.086	4,76	1.699	5,54
Australia/NZ	516	2,26	734	2,39
TOTALE	**22.890**	**100**	**30.683**	**100**

Figura 2.1 - Investimenti sostenibili 2018 in percentuale

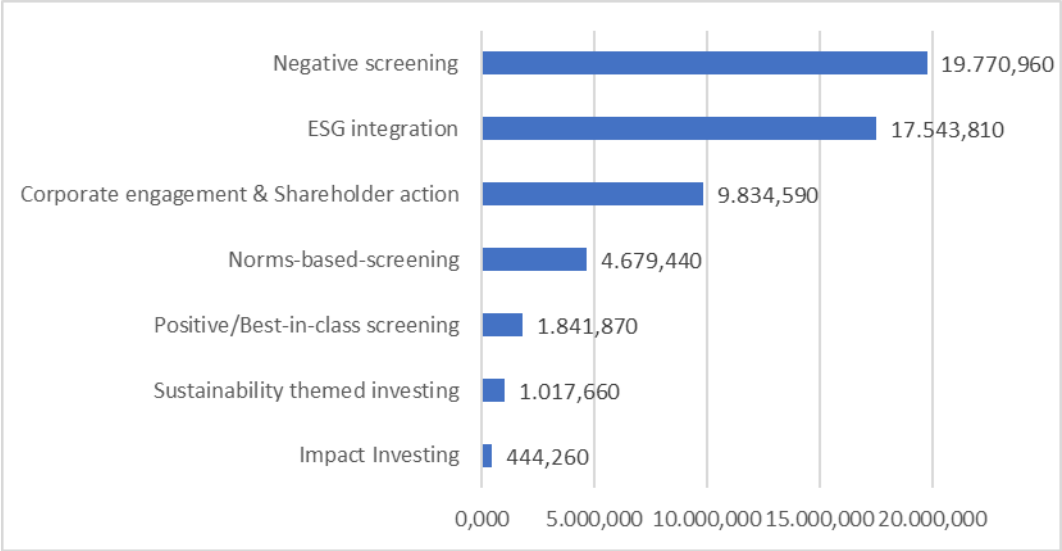


Fonte: GSIA (2018), *Global Sustainable Investment Review,* pag. 9

A livello di strategie di composizione del portafoglio, la politica di investimento più utilizzata è lo screening negativo (esclusione) per un ammontare di circa $20mila miliardi, seguita dalla politica di integrazione dei fattori ESG ($17.5 bilioni) e al terzo posto vi è la strategia di azionariato attivo (*shareholder action*) con $9.8 bilioni.

Figura 2.2 – Investimenti SRI 2018 in miliardi di $ per strategia

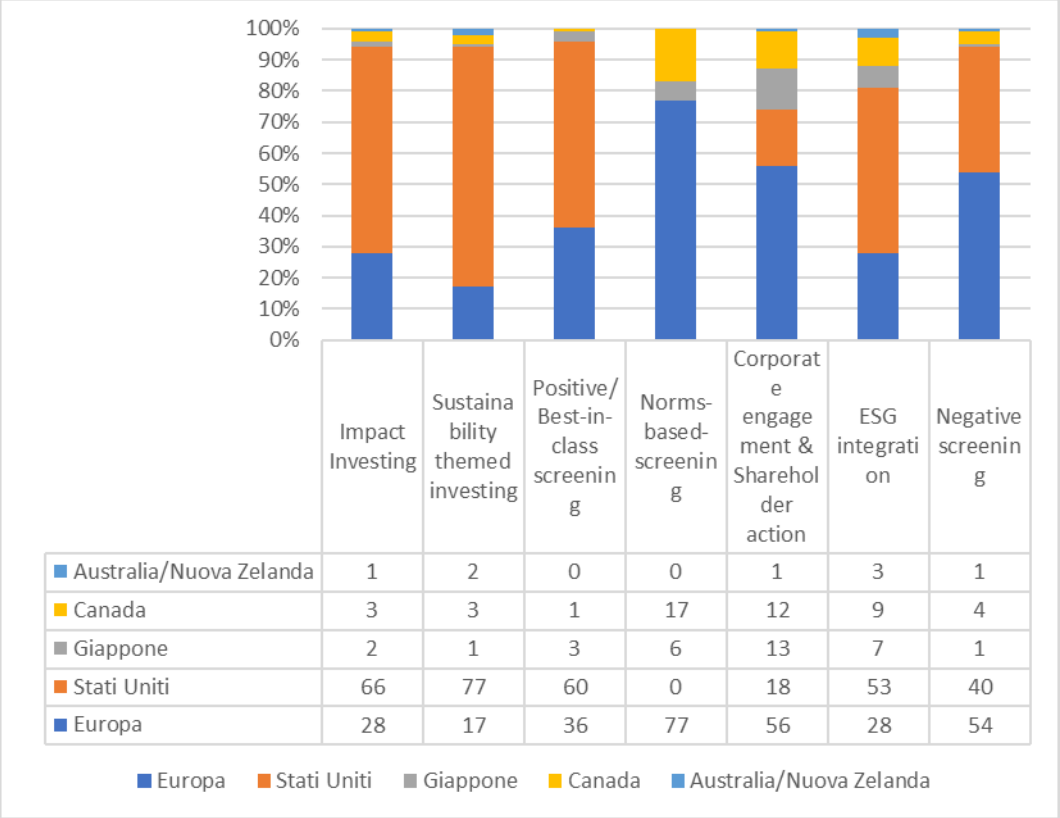
July-2018-R_tcm81-197509.pdf)



Fonte: GSIA (2018), *Global Sustainable Investment Review,* pag. 10

Analizzando in dettaglio la scelta di composizione del portafoglio in relazione alle varie aree geografiche troviamo, tuttavia, una differente situazione tra le diverse regioni: infatti, in Europa e Canada la strategia dominante è lo screening basato su norme (*norms-based screening*), mentre negli Stati Uniti prevalgono gli investimenti tematici (*sustainability themed investments*) e in Australia e Nuova Zelanda la politica di integrazione dei parametri ESG. In Giappone la strategia *engagement* è quella preponderante, come mostrato nella figura seguente.

Figura 2.3 – Peso regionale delle strategie di investimento sostenibili 2018



	Impact Investing	Sustainability themed investing	Positive/ Best-in-class screening	Norms-based-screening	Corporate engagement & Shareholder action	ESG integration	Negative screening
Australia/Nuova Zelanda	1	2	0	0	1	3	1
Canada	3	3	1	17	12	9	4
Giappone	2	1	3	6	13	7	1
Stati Uniti	66	77	60	0	18	53	40
Europa	28	17	36	77	56	28	54

Fonte: GSIA (2018), *Global Sustainable Investment Review,* pag. 11

Da menzionare è la politica di investimento *impact investing*[3] che rappresenta, così come definito nel report, "*un piccolo ma vibrante segmento del mercato degli investimenti sostenibili*": infatti, anche grazie ai piani e alle iniziative politiche attuate per rispondere alle sfide ambientali e implementare i 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile[4], la crescita costante di tale strategia dimostra

[3] Per approfondire gli sviluppi di tale politica si veda anche: Global Impact Investing Network (GIIN), *Annual Impact Investor Survey 2019* e *Roadmap for the Future of Impact Investing,* Principles for Responsible Investment (PRI), *Impact Investing Market Map.*

[4] I 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (Sustainable Development Goals - SDGs) e i 169 sotto-obiettivi ad essi associati costituiscono il nucleo vitale dell'Agenda 2030, l'Agenda Globale per lo sviluppo sostenibile approvata da 193 paesi membri dell'ONU con il fine di proporre un nuovo

come gli investitori siano sempre più consapevoli del suo potenziale e intendano scegliere precisi target di investimento atti a risolvere uno specifico problema sociale o ambientale.

2.2 Il mercato europeo

Come abbiamo già visto nel primo capitolo a proposito della classificazione delle politiche di investimento, l'EUROSIF (*European Sustainable Investment Forum*) è l'organizzazione paneuropea fondata nel 2001 con il compito di promuovere la sostenibilità nei mercati finanziari. Si compone dei vari forum di finanza sostenibile (*Sustainable Investment Forum*, SIF) dei paesi membri[5], ovvero organizzazioni che promuovono l'adozione delle questioni di sostenibilità nelle pratiche di investimento.

Come già evidenziato nello studio GSIR, l'Europa è il mercato più grande e consolidato e nel periodo 2015-2017 è cresciuto dell'11% ed ha raggiunto i 12mila miliardi di euro. Gli investimenti SRI rappresentano circa il 48% delle

---

modello di sviluppo economico e combattere problemi di ordine sociale e ambientale. Per approfondimenti: https://unric.org/it/agenda-2030/.

[5] Gli attuali membri dell'EUROSIF sono: Belgisch Forum voor Duurzaam en Maatschappelijk Verantwoord Investeren (BELSIF, Belgio), Danish Social Investment Forum (DANSIF, Danimarca), Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG, Germania-Austria-Svizzera), Forum per la Finanza Sostenibile (FFS, Italia), Forum pour l'Investissement Responsable (FIR, Francia), Norvegian Forum for Sustainable and Responsible Investment (NORSIF, Norvegia), Spain Social Investment Forum (SpainSIF, Spagna), Sveriges Forum for Hållbara Investeringar (SWESIF, Svezia), UK Social Investment Forum (UKSIF, Regno Unito), Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO, Paesi Bassi).

attività gestite (secondo EFAMA[6], nel 2017 ha raggiunto il patrimonio gestito era pari a €25.200 miliardi).

I dati relativi alle varie strategie evidenziano come, nel periodo considerato, vi sia stata una maggior propensione ad investire in società caratterizzate da una gestione più attiva nei confronti nelle questioni socio-ambientali. Questa spinta proattiva al cambiamento si è tradotta al contempo in una minor preferenza verso gli approcci dogmatici: infatti, sebbene la strategia di esclusione rimanga quella dominante nel mercato europeo in termini di risorse raccolte, segna un leggero decremento (-7%) e altrettanto fa la politica *norms-based screening* (-38%). Analizzando, invece, i tassi di crescita registrati dalle politiche di investimento "attive" si nota, in primo luogo, che la strategia di integrazione dei fattori ESG è aumentata di oltre il 60% rispetto al biennio precedente ed ha raccolto risorse per oltre €4 bilioni diventando la terza più adottata nel mercato europeo. Anche lo screening positivo o *best-in-class* segna un aumento delle risorse raccolte mostrando un +19%. Infine, le strategie *corporate engagement* e *impact investing* registrano rispettivamente un +14% e +10% e dimostrano il rinnovato interesse da parte degli investitori nel sostenere imprese che concretamente si impegnano attraverso azioni misurabili nel riconoscere e nell'affrontare i problemi socio-ambientali.

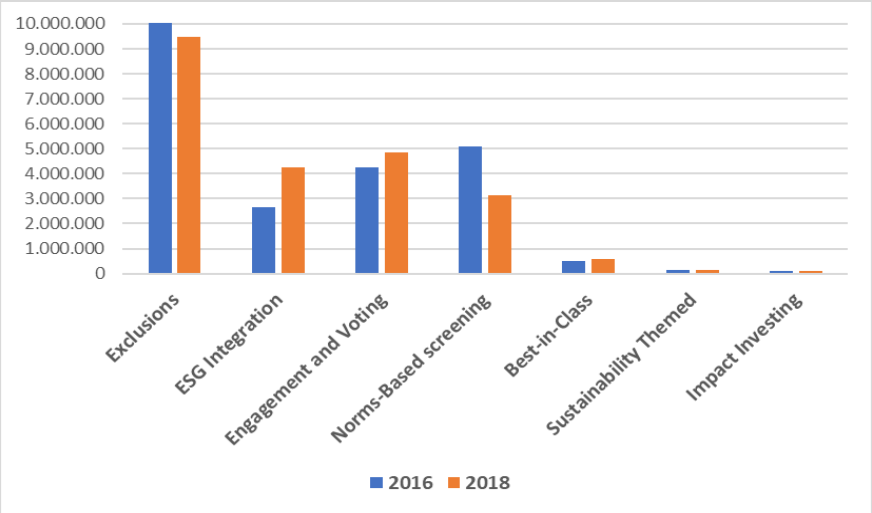
[6] EFAMA, *EFAMA Annual Report 2017,* disponibile al link: https://www.efama.org/Publications/Public/Annual%20Reports/EFAMAAnnualReport2017.pdf .

Nella tabella e nel grafico seguenti vengono riportati i dati[7] relativi alle risorse raccolte dalle varie strategie.

Tabella 2.3 – Investimenti SRI (in milioni di €) per strategie

Strategia	**2016**	**2018**
Exclusions	10.150.595	9.464.485
Engagement and Voting	4.270.045	4.857.550
ESG integration	2.646.346	4.239.932
Norms-based screening	5.087.774	3.147.981
Best-in-Class	493.375	585.734
Sustainability themed	145.249	148.840
Impact investing	98.329	108.575

Figura 2.4 – Investimenti SRI (in milioni di €) per strategie



Fonte: EUROSIF, *European SRI Study 2018* pag. 16

[7] Si fa presente che il dato complessivo relativo al totale investimenti SRI considerando le strategie adottate risulta essere maggiore rispetto al dato complessivo relativo all'Europa in quanto molti investitori utilizzano una stessa impresa in più di una strategia cosicché alcune attività vengono conteggiate più volte (una per ogni strategia adottata) mentre i totali regionali sono epurati del doppio conteggio.

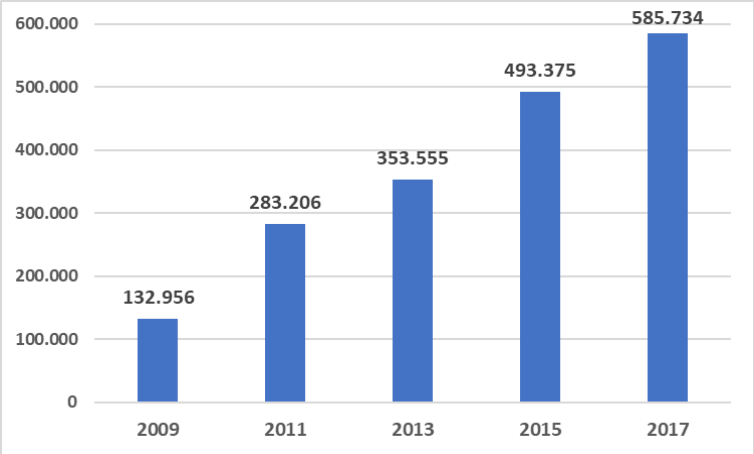
Seguendo il report[8] prodotto da EUROSIF, l'analisi prosegue analizzando per ogni strategia i dati degli investimenti complessivi e suddivisi per paese.

Best-in-Class

La strategia che seleziona le imprese col miglior punteggio ESG (b*est-in-class*) negli ultimi 8 anni è risultata sempre in espansione con un tasso di crescita annuo di circa il 20% e nel 2017 ha raggiunto quota €585 miliardi. Come si evince dalla tabella sottostante, il trend per la politica di investimento in esame è in generale positivo con le uniche eccezioni di Belgio, Polonia e Francia. In quest'ultimo caso, sebbene la quota si sia ridotta dell'8%, continua ad essere al primo posto a livello europeo con investimenti per un ammontare di circa €300 miliardi. Da evidenziare, inoltre, l'enorme crescita avvenuta in Italia dove gli investimenti in questo ambito sono passati da €4 miliardi nel 2015 ad oltre €58 miliardi nel 2017.

[8] Eurosif, *European SRI Study* 2018, disponibile al link: http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf

Figura 2.5 – Evoluzione della politica Best-in-Class in Europa



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2018*, p. 17

Tabella 2.4 – Dati della strategia *best-in-class* relativi ai vari Paesi

Paesi	**2015**	**2017**
Austria	8.153	14.023
Belgio	17.542	15.570
Danimarca	15	100
Francia	321.984	295.178
Germania	21.088	22.068
Italia	4.058	58.137
Paesi Bassi	56.645	83.449
Polonia	2.717	0
Regno Unito	8.368	20.536
Spagna	2.535	10.364
Svezia	10.967	25.419
Svizzera	38.866	40.889

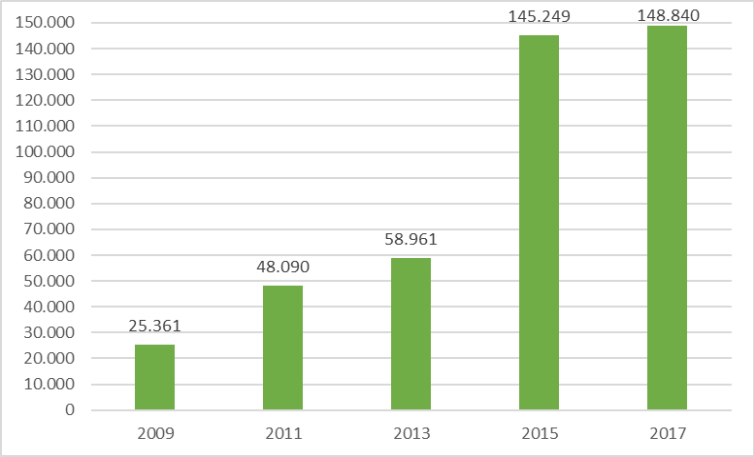
Fonte: European SRI Study 2018 e European SRI Study 2016

Sustainability themed investments

La strategia *sustainability themed* prevede la selezione di *asset* legati a temi specifici di sostenibilità ambientale e pertanto permette di comprendere l'interesse

che emerge nei confronti del tema "green". Negli ultimi 8 anni il tasso di crescita annuo degli investimenti *green* è stato pari al 25%, spinto anche dall'impegno politico nazionale e internazionale con azioni volte alla lotta del cambiamento climatico. L'Italia è il paese con la maggior quota di mercato (pari al 35%) ed investimenti ambientali per circa €53 miliardi.

Figura 2.6 – Crescita della strategia *sustainability themed* in Europa



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2018*, p. 19

Tabella 2.5 – Dati della strategia *sustainability themed* relativi ai vari Paesi

Paesi	2015	2017
Austria	271	992
Belgio	275	8.101
Danimarca	5.232	65
Francia	43.065	20.620
Germania	8.157	9.184
Italia	2.064	52.861
Paesi Bassi	37.114	7.125
Polonia	3.762	0
Regno Unito	21.022	20.536
Spagna	300	12.665

Svezia	2.315	1.966
Svizzera	21.017	18.775

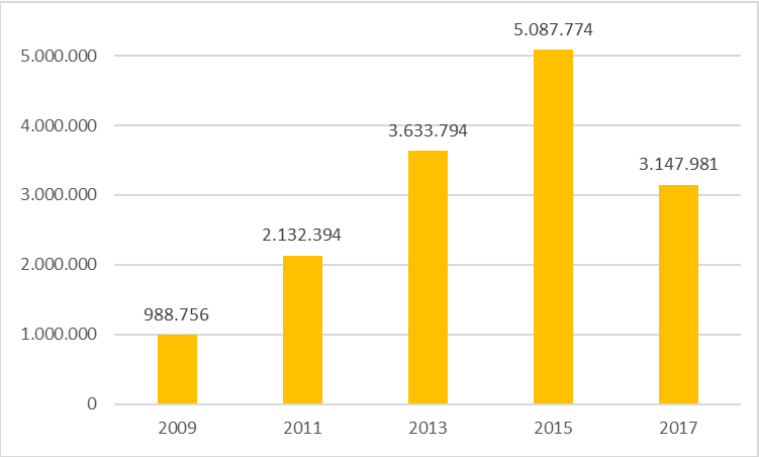
Fonte: European SRI Study 2018 e European SRI Study 2016

Norms-based screening

Lo screening basato su norme (*norms-based screening*) permette agli investitori di selezionare imprese che rispettino le norme e gli standard internazionali relative alla protezione ambientale, ai diritti umani, agli standard di lavoro e alle normative anti-corruzione.

Come già evidenziato a inizio paragrafo, in quest'ultimo biennio la strategia ha perso terreno, segno di come la domanda di prodotti finanziari sostenibili stia diventando sempre più sofisticata e interessata ai nuovi ambiti di questo settore. Tuttavia tale tendenza non è comune a tutti gli stati: Austria, Germania, Polonia e Regno Unito hanno avuto un trend inverso, mostrando segnali di crescita.

Figura 2.7 – Evoluzione della strategia *norms-based screening* in Europa



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2018*, p. 20

Tabella 2.6 – Dati della strategia norms-based screening per Paese

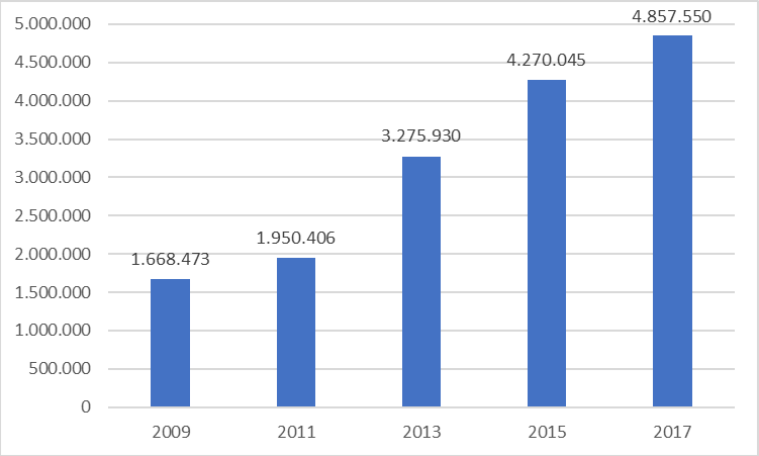
Paesi	2015	2017
Austria	7.920	9.871
Belgio	50.426	31.654
Danimarca	261.776	50.080
Francia	2.650.582	1.845.679
Germania	15.379	50.789
Italia	565.607	105.842
Paesi Bassi	936.399	631.721
Polonia	2.769	6.841
Regno Unito	7.806	28.391
Spagna	24.003	11.327
Svezia	378.189	305.833
Svizzera	75.051	64.435

Fonte: European SRI Study 2018 e European SRI Study 2016

Engagement and Voting

La politica di investimento '*engagement and voting'* è la seconda strategia più popolare dopo lo screening negativo (*exclusions*) e negli ultimi 8 anni è cresciuta ad un tasso annuo del 14%. Nel 2017 ha raccolto risorse per un ammontare pari a €4.8 bilioni. Sul piano nazionale, il Regno Unito è il principale *player* del mercato con un patrimonio di €2.8 bilioni e una crescita dell'11%, seguita dalla Svezia con €874 miliardi.

Fig. 2.8 – Crescita della strategia *engagement and voting* in Europa



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2018*, p. 21

Tabella 2.7 – Dati per paese relativi alla strategia *engagement and voting*

Paesi	2015	2017
Austria	3.791	12.358
Belgio	45.645	18.502
Danimarca	227.651	23.820
Francia	38.500	23.897
Germania	31.880	92.084
Italia	43.303	135.729
Paesi Bassi	726.314	724.809
Polonia	-	5.431
Regno Unito	2.573.731	2.854.400
Spagna	10.455	11.750
Svezia	444.719	874.724
Svizzera	77.345	77.925

Fonte: European SRI Study 2018 e European SRI Study 2016

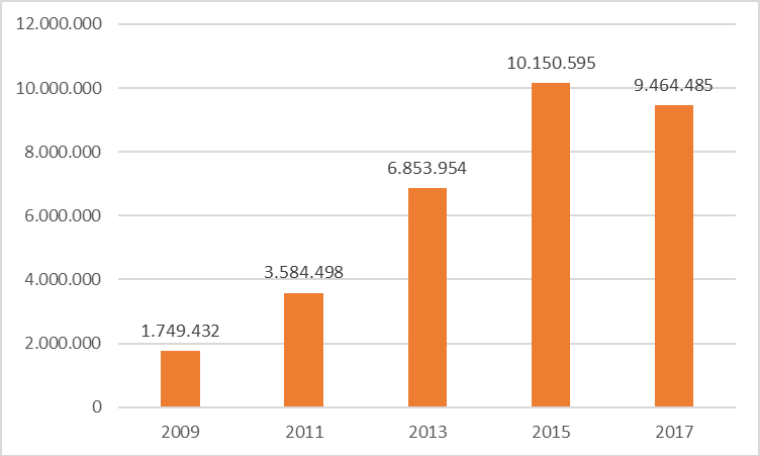
Ad eccezione del Belgio, della Danimarca, della Francia, dove questa strategia ha registrato una perdita, e dei Paesi Bassi, dove le risorse raccolte sono rimaste stabili a €724 miliardi, gli altri stati hanno dimostrato un maggior interesse nei confronti di tale tipologia, segnale che gli investitori hanno interesse

ad avere un ruolo attivo nel controllo dell'operato del management nell'affrontare le questioni socio-ambientali.

Exclusions

Lo screening negativo, la più antica strategia di investimento - come abbiamo già visto nel primo capitolo, le sue origini risalgono al XVIII secolo - resta la maggiore in termini di capitale raccolto (circa €9.5 bilioni) ma, benché nell'arco degli ultimi 8 anni abbia registrato un aumento annuo del 23%, nell'ultimo biennio ha avuto un leggero calo, come evidenziato nel grafico sottostante.

Figura 2.9 – Evoluzione della strategia *exclusions* in Europa



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2018*, p. 23

A livello europeo, tuttavia, non si riscontra una tendenza ben definita: infatti, accanto a stati che hanno seguito questo trend in discesa (in particolare Danimarca, Germania e Paesi Bassi), altri, al contrario, hanno sperimentato una

forte crescita nell'ultimo biennio (in particolare Austria, Italia, e Polonia), come dimostra la tabella sottostante.

Tabella 2.8 – Dati per paese relativi alla strategia *exclusions*

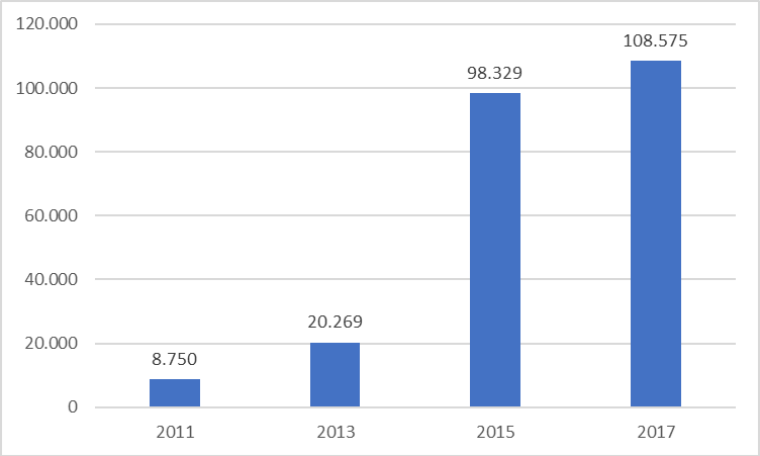
Paesi	2015	2017
Austria	42.736	76.543
Belgio	253.946	249.014
Danimarca	305.109	211.048
Francia	666.215	768.128
Germania	1.803.473	1.487.161
Italia	569.728	1.449.554
Paesi Bassi	1.123.133	724.704
Polonia	2.769	7.181
Regno Unito	1.870.896	2.195.394
Spagna	123.516	176.742
Svezia	714.638	720.292
Svizzera	2.536.014	2.348.797

Fonte: European SRI Study 2018 e European SRI Study 2016

Impact investing

La politica *impact investing* è cresciuta negli ultimi sei anni ad un tasso annuo di oltre il 50% e negli ultimi 2 anni ha avuto un incremento del 10%. Sul piano nazionale si osservano alcuni dati interessanti: come la crescita delle risorse raccolte nel biennio considerato avvenuta in Italia e in Spagna.

Figura 2.10 – La strategia *impact investing* in Europa



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2018*, p. 36

Tabella 2.9 – Dati per Paesi relativi alla strategia *impact investing*

Paesi	2015	2017
Austria	323	1.030
Belgio	340	1.151
Danimarca	31.500	nd
Francia	1.138	1.894
Germania	4.763	5.232
Italia	2.927	51.960
Paesi Bassi	40.791	1.391
Polonia	34	0
Regno Unito	4.564	15.284
Spagna	267	9.171
Svezia	1.421	6.422
Svizzera	9.818	15.041

Fonte: European SRI Study 2018 e European SRI Study 2016

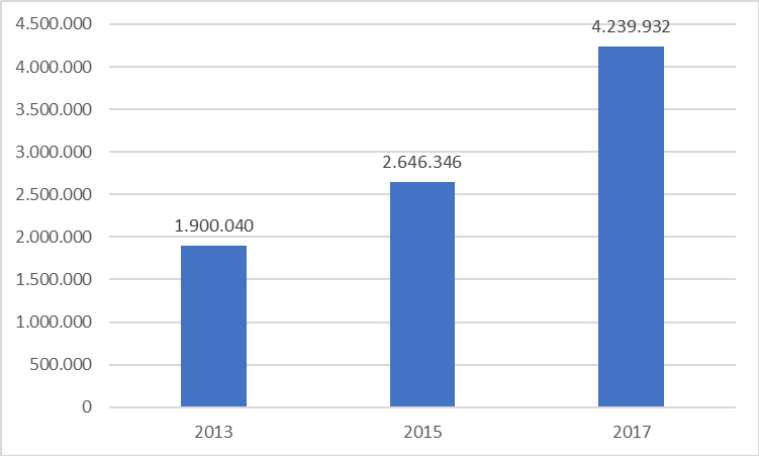
ESG integration

Ultima da analizzare è la strategia di integrazione dei parametri ESG che oggi risulta essere al centro di molte discussioni: infatti, alcuni analisti ritengono che in molti casi venga applicata una integrazione per lo più fittizia di parametri

ESG, una sorta di ‘schermo ESG’ utile a far includere la società nella selezione degli investimenti sostenibili. In realtà, come evidenziato nel report Eurosif, considerare la strategia in questione come un mero approccio ‘tick-box’, ovvero di spunta alla casella ‘integrazione dei fattori ESG’ è sbagliato in quanto occorre considerare e includere tutti gli aspetti legati ai fattori ambientali, sociali e di buon governo societario e prendere le dovute iniziative al fine di mitigare i rischi ed affrontare le opportunità derivanti dai tali problemi. Risulta necessario, pertanto, da parte degli organi competenti stabilire un metodo (framework) che evidenzi i limiti e il campo d’azione di tale strategia.

Per la poca chiarezza che governa tale tipologia di selezione degli investimenti, l’analisi comparativa si basa sulle risposte al questionario inviato agli asset manager di 211 società. I risultati sull’ammontare delle risorse raccolte e impiegate nella strategia di integrazione di tali fattori sono mostrati nel grafico seguente.

Figura 2.11 – Strategia *ESG integration* in Europa



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2018*, p. 74

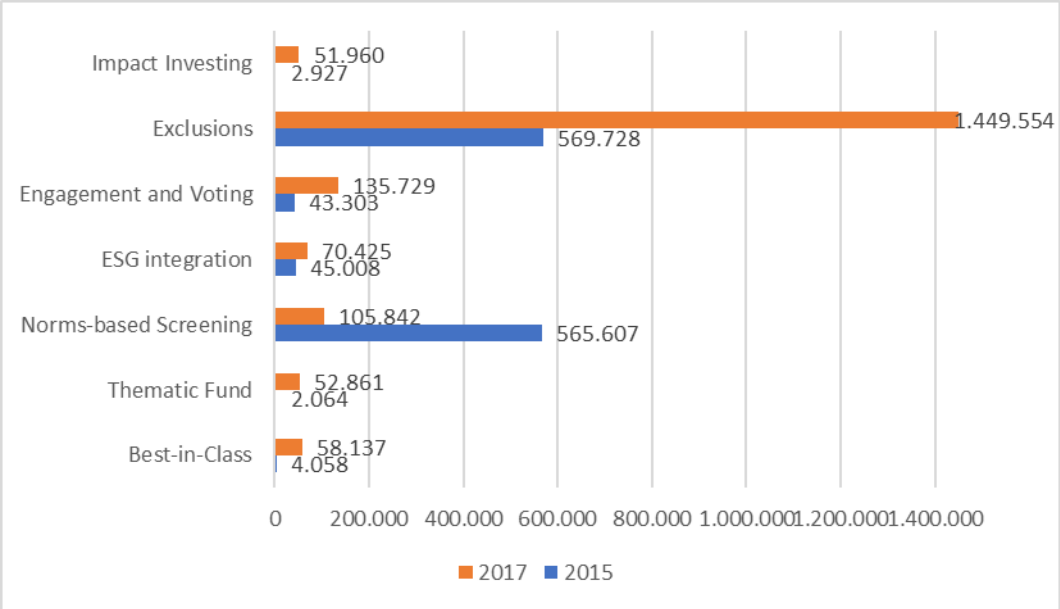
2.3 IL MERCATO ITALIANO

Il mercato italiano della finanza sostenibile sta registrando una crescita stabile e costante, in linea con la tendenza globale ed europea.

Secondo lo studio biennale condotto dall'Eurosif, in Italia le esclusioni rappresentano la strategia principale con 1.450 miliardi di euro di masse gestite, seguita dalla strategia *engagement* con 135,7 miliardi, segnalando la crescente propensione degli investitori a influenzare le politiche di sostenibilità delle imprese investite attraverso il dialogo e l'azionariato attivo. Gli investimenti tematici hanno registrato la crescita più rapida tra 2015 e 2017, passando da 2 a 53 miliardi. Si conferma anche la progressione dell'*impact investing,* ovvero gli investimenti effettuati con l'intento dichiarato di conseguire un impatto socio-

ambientale positivo e misurabile, accanto al rendimento. All'interno di quest'ambito sta riscuotendo grande interesse lo strumento dei green bond: secondo la Climate Bonds Initiative[9], infatti, a fine 2019 l'Italia si collocava al decimo posto mondiale per volume di emissioni, con un valore di quasi 10 miliardi.

Figura 2.12 – Panoramica delle strategie SRI in Italia



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2018*, p. 94

In conclusione, dall'analisi condotta emerge come la finanza sostenibile e i prodotti finanziari etici stiano ottenendo sempre maggior credibilità e attraggono sempre più interesse tra investitori e analisti: non solo il volume degli asset SRI

[9] Climate Bonds Initiative, *Green Bond Highlights 2019: behind the headline numbers: Climate Bonds Market Analysis of a record year,* disponibile al link: https://www.climatebonds.net/2020/02/green-bond-highlights-2019-behind-headline-numbers-climate-bonds-market-analysis-record-year .

sta crescendo, ma anche la community SRI è più ampia, attiva e multi-stakeholder.

CAPITOLO 3

I PRINCIPALI INDICI AZIONARI SRI: ANALISI DEI MODELLI DI RATING ESG E DI COSTRUZIONE DEGLI INDICI

3.1 IL RATING ESG

Nell'ambito dell'evoluzione dei prodotti finanziari etici, ai primi fondi d'investimento socialmente responsabili basati esclusivamente sullo screening negativo, si sono affiancati ulteriori prodotti finanziari costruiti con l'applicazione di criteri di selezione positivi per la cui realizzazione risultavano necessarie informazioni aggiuntive circa il livello di responsabilità sociale e ambientale della singola impresa. A questo proposito è nata l'esigenza, sia da parte degli operatori che degli investitori, di avere a disposizione uno strumento di misura e di valutazione delle performance sociali, ambientali e di governance di tali prodotti finanziari[1], delle imprese o di un determinato business e, a tal fine, è stato creato il rating ESG o di sostenibilità, ovvero l'assegnazione, ad opera di un soggetto

[1] Come evidenziato da Daverio e Ramelli, l'espressione di un giudizio sulla sostenibilità delle imprese ha come premessa il superamento dell'efficienza informativa dei mercati finanziari, intesa in forma semi-forte, ovvero l'ipotesi secondo cui il valore di un titolo finanziario rispecchia in ogni momento tutte le informazioni di pubblico dominio rilevanti per la determinazione dei suoi rendimenti futuri attesi. Per approfondire: DAVERIO C., RAMELLI S., *Le questioni di sostenibilità rilevanti per le imprese e stati* in *Creare valore a lungo termine,* op. cit. Sulla teoria dell'efficienza informativa dei mercati finanziari vedasi FAMA E., *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work,* Journal of Finance, vol. 2, n.2, May 1970, pp. 383-417 e HAUGEN R.A., *Modern Investment Theory,* ed. Prentice-Hall, New Jersey, 1997.

esterno, indipendente e neutrale, di un giudizio sintetico sulla qualità etica delle politiche aziendali basato su dati e considerazioni oggettive.

I modelli di rating etico sono finalizzati ad assegnare ad una società, similmente a quanto avviene con il rating tradizionale che assegna un merito creditizio, una sorta di merito circa la responsabilità sociale: valutano, di fatto, l'affidabilità di una società nella prospettiva della sostenibilità e dell'impegno sociale. Tale giudizio deve essere idoneo a rappresentare la capacità dell'impresa ad avere buoni rapporti con i dipendenti e le organizzazioni sindacali, a rispettare la concorrenza e i diritti umani, ad essere responsabile nei confronti dell'ambiente e adottare una struttura di *corporate governance* quanto più trasparente ed indipendente possibile.

Come è evidente, il rating ESG non si sostituisce al rating tradizionale e non può costituire per l'investitore l'unico parametro di riferimento nelle scelte di investimento, ma risulta essere complementare allo stesso. I due giudizi, infatti, assolvono compiti differenti: mentre il rating classico misura la solidità finanziaria ed economica di un emittente ed è pertanto definito 'rating di merito creditizio', il rating ESG nasce per fornire un giudizio sulle questioni etiche attinenti alla trasparenza della governance e all'impatto ambientale conseguito dall'impresa. Per avere una visione completa dell'impresa stessa risulta, quindi, necessario integrare rating tradizionali con rating ESG allo scopo di aumentare le

informazioni disponibili e migliorare le valutazioni e le scelte d'investimento che ne derivano.

Così come avviene per i rating sul merito creditizio, i rating ESG possono essere di due diverse tipologie, in funzione del fatto che ci sia coincidenza o meno tra il soggetto che richiede la valutazione e il soggetto che ne è l'oggetto:

− i *declarative* (o *unsolicited*) rating vengono richiesti e acquistati dagli investitori o gestori di fondi, che ne sostengono, quindi, gli oneri e riguardano aziende per le quali intendono acquisire elementi di valutazione per orientarsi nelle scelte di investimento. Poiché il costo del servizio non grava sulle imprese oggetto di valutazione, è meno probabile che sorgano situazioni di conflitto di interesse e il rating emesso gode, quindi, di una maggiore imparzialità. Va, tuttavia, tenuto presente che, mancando la partecipazione dell'azienda valutata, l'agenzia può utilizzare per le sue analisi solo i documenti resi di pubblico dominio dall'azienda stessa, senza poter accedere ad ulteriore documentazione aziendale, circostanza questa che inevitabilmente limita la quantità di dati e informazioni reperibili e di possibile valutazione;

− i *requested* (o *solicited*) rating vengono approntati, invece, su richiesta stessa e a spese dell'azienda oggetto dell'analisi, che è interessata a sottoporre a revisione la realizzazione delle sue strategie di CSR, sia nel loro insieme, sia limitatamente ad alcuni specifici aspetti sociali o ambientali, o ad alcuni settori territoriali o divisionali.

Il punteggio di rating è in grado di sintetizzare una grande quantità di informazioni e, tramite esso, le imprese possono essere ordinate e suddivise in classi, in analogia a quanto avviene per i sistemi di rating tradizionale.

Questi rating di tipo extra-finanziario sono necessari sotto diversi punti di vista. In questa sede saranno analizzati allo scopo principale di mostrare la costruzione di indici SRI ossia, come vedremo nella parte finale del presente capitolo, per decidere quali imprese faranno parte dell'indice e quali invece ne rimarranno fuori. Ma tali rating svolgono un ruolo importante anche per i gestori dei fondi comuni di investimento o dei fondi pensione che vogliano investire in imprese sostenibili e responsabili, ma che non hanno un apparato interno in grado di prendere in analisi tutte le imprese dell'universo investibile e, pertanto, fanno ricorso ai rating di sostenibilità forniti da agenzie esterne.

Molto spesso, però, è complicato accedere ad informazioni adeguate alla formulazione del rating per l'esigenza di segretezza interna delle aziende. Negli ultimi tempi, tuttavia, si sta assistendo a una maggiore propensione a diffondere tali tipologie di dati in quanto è forte la domanda degli investitori interessati a strategie di lungo termine e a investire in società solide e caratterizzate da modelli di business sostenibili. I rating ESG permettono, a tal riguardo, una valutazione dei principali *intangible assets* delle imprese, sempre più considerati come il vero *driver* del successo aziendale e contribuiscono, pertanto, a scelte di investimento

più informate circa l'operato delle aziende e i possibili rischi futuri a cui sono soggette.

3.2 LE AGENZIE DI RATING ETICO

Per l'emissione dei rating ESG, come sottolineato nel precedente paragrafo, occorre prendere in considerazione una vasta gamma di dati e informazioni, non tutte pubblicamente disponibili, che richiedono un'adeguata struttura e organizzazione di personale esperto volto alla conduzione di ricerche e incontri con le aziende e i loro principali *stakeholders* per il reperimento delle informazioni mancanti. Poiché molti gestori di patrimoni non erano in grado o non erano interessati a condurre direttamente tali analisi, a partire dagli anni Novanta sono entrati sul mercato nuovi agenti economici che, intercettando la crescente domanda di dati e informazioni di natura socio-ambientale e di valutazione delle aziende sotto gli aspetti ESG, si sono specializzati nella raccolta, elaborazione e valutazione dei dati extra-finanziari. A tal proposito, si usa distinguere tra information provider di dati ESG e agenzie di rating ESG dove i primi provvedono alla raccolta e distribuzione dei dati (MSCI, FTSE Russell, Bloomberg, Refinitiv e altri), mentre le agenzie di rating ESG, utilizzando tali dati o reperendoli direttamente, esprimono i loro giudizi con un indicatore di sintesi, ovvero assegnano un punteggio che denota il grado di sostenibilità riscontrato.

Nell'ultimo decennio, il mercato delle agenzie di rating etico ha vissuto una fase di consolidamento e un processo di concentrazione[2] attraverso alleanze (c.d. *partnerships*) o, molto più spesso, fusioni e acquisizioni (*Mergers&Acquisitions*, M&A). Ad esempio, MSCI ESG Research è stata istituita in seguito all'acquisizione nel 2010 di RiskMetrics, un fornitore indipendente di indici, il quale a sua volta aveva precedentemente acquisito Innovest e KLD. Nel 2014 MSCI ha inglobato GMI Ratings, nata della fusione di tre agenzie specializzate: GMI (Governance Metrics International), The Corporate Library e Audit Integrity. Allo stesso modo, l'agenzia francese Vigeo, nata dalle attività di Arese, prima società francese a misurare le performance socio-ambientali, nel corso del tempo ha acquisito Stock at Stage, Avanzi SRI Research e Ethibel, per poi fondersi, nel 2015, con l'agenzia britannica Eiris e formare così l'omonimo gruppo.

Altro fenomeno che recentemente ha coinvolto questo settore è l'interesse mostrato dalle grandi società di rating creditizio (le c.d. "tre sorelle": Moody's, Standard and Poor's e Fitch Ratings) circa l'opportunità di realizzare acquisizioni e/o a stringere accordi con tali agenzie specializzate nelle formulazione di rating

[2] Per approfondire il processo di concentrazione che ha interessato questo settore si rimanda a: Escrig-Olmedo E., Fernàndez-Izquierdo M.A., et al., *Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles, February 2019, pagg. 4-5 (*https://www.researchgate.net/publication/331036441_Rating_the_Raters_Evaluating_how_ESG_Rating_Agencies_Integrate_Sustainability_Principles*)* SustainAbility, *Rate the raters 2020: Investor Survey and Interview Results,* pag. 7, disponibile al link: https://sustainability.com/wp-content/uploads/2020/03/sustainability-ratetheraters2020-report.pdf

ESG: infatti, nell'aprile 2019 Moody's è diventata azionista di maggioranza di Vigeo Eiris, mentre da gennaio 2020, dopo una lunga storia di partnership con RobecoSAM, S&P Global ha acquisito il ramo d'azienda della stessa (SAM ESG Ratings and Benchmarking) specializzato nell'emissione di valutazioni ESG. Per ora Fitch è l'unica che è rimasta fuori dal mercato dei rating di sostenibilità, ma comunque utilizza i fattori extra-finanziari per determinare l'affidabilità creditizia delle imprese.[3] Le mosse attuali, dunque, sembrano voler indicare per il futuro una sempre maggiore integrazione tra queste due realtà, non solo a livello di utilizzo dei dati raccolti, ma anche per quanto riguarda le stesse società emittenti dei rating.

A differenza del rating tradizionale caratterizzato dall'oligopolio dei tre grandi operatori sopracitati, i quali adottano metodologie standard e riconosciute a livello mondiale, nel rating ESG non c'è predominanza di un'agenzia sulle altre e le varie metodologie adottate dalle società possono portare a situazioni di estrema divergenza nei giudizi, come evidenziato nel paper "*Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings"* del MIT Sloan School of Management e analizzato alla fine di tale paragrafo.

Di seguito si analizzeranno alcune tra le principali agenzie di rating e, in particolare, le loro modalità operative nell'attribuzione dei giudizi di rating ESG

[3] Si veda: https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-ratings-launches-esg-relevance-scores-to-show-impact-of-esg-on-credit-07-01-2019

al fine di comprendere meglio differenze e specificità che caratterizzano le une dalle altre.

3.2.1 MSCI ESG Research

MSCI[4] (Morgan Stanley Capital International) è un fornitore globale di strumenti di supporto alle decisioni di investimento. I prodotti e i servizi offerti comprendono indici, analisi, ricerche e dati e sono rivolti alla comunità degli investitori istituzionali. Ha più di 50 anni di esperienza nelle aree della misurazione del rischio e della performance basata su ricerca accademica, esperienze nel mondo reale e collaborazione con i clienti.

Nel 2010 MSCI ha acquistato RiskMetrics Group, un fornitore leader di prodotti e servizi sulla gestione del rischio e la governance. A sua volta, RiskMetrics Group possedeva Centre for Financial Research and Analysis (CFRA), Innovest Strategic Value Advisor e Kinder Lydenberg Domini (KLD) Research and Analytics. La linea di prodotti CFRA è stata poi venduta nel marzo 2013, mentre oggi Innovest e KLD sono conosciuti col nome di MSCI ESG Research, attraverso cui vengono forniti al cliente report di ricerca, valutazione e analisi di pratiche ambientali, sociali e di governance portate avanti dall'impresa.

[4] Per maggiori informazioni a riguardo, si veda il sito https://www.msci.com/

Negli ultimi quattro anni, secondo l'Independent Research and Responsible Investment Survey, MSCI ESG Research si è affermata come miglior società di ricerca per quanto concerne l'ambito SRI e la corporate governance.

Le valutazioni ESG fornite da tale società sono progettate per aiutare gli investitori a comprendere i rischi e le opportunità legati a tali ambiti e ad integrare tali fattori nel processo di costruzione e gestione del portafoglio e costituiscono anche la base per la costruzione di indici azionari gestiti da MSCI e analizzati nel paragrafo 3.3.1.

Il processo di attribuzione del rating ESG[5] inizia dalla raccolta di informazioni importanti per lo sviluppo della valutazione. Vengono presi in considerazione:

- dati macroeconomici relativi a un segmento di mercato o ad un'area geografica, prodotti da ricerche accademiche, governi o database di organizzazioni non governative;

- dati divulgati dalla compagnia stessa che si va a valutare (tramite report di tipo 10-K, report di sostenibilità, report di procura, risultati del meeting generale annuale - AGM, etc.);

- altri dati e informazioni provenienti da database governativi, media, organizzazioni non governative e altre fonti terze.

[5] Per la redazione di tale paragrafo si è fatto riferimento al documento "*MSCI ESG Ratings Methodology: Executive Summary (2019)*", disponibile al seguente link e a cui si rimanda: https://www.msci.com/documents/1296102/14524248/MSCI+ESG+Ratings+Methodology+-+Exec+Summary+2019.pdf/2dfcaeee-2c70-d10b-69c8-3058b14109e3?t=1571404887226 .

Inoltre, le compagnie sono soggette ad un monitoraggio sistematico continuo per valutare l'accuratezza dei dati, l'insorgere di eventuali controversie di governance e per condurre una revisione approfondita di tutte le fasi della valutazione.

Il modello di rating elaborato da MSCI identifica, per i tre pilastri della sostenibilità, 10 temi e 37 fattori chiave (*key issues*) su cui si sviluppano le tematiche ESG, come riportato di seguito:

- Ambiente
    - Cambiamento Climatico
        - Emissione di biossido di carbonio (CO2)
        - Impronta carbonica del prodotto
        - Finanziamento dell'impatto ambientale
        - Vulnerabilità al cambiamento climatico
    - Risorse naturali
        - Stress idrico
        - Biodiversità e utilizzo del suolo
        - Approvvigionamento di materie prime
    - Inquinamento e rifiuti
        - Emissioni e rifiuti tossici
        - Materiali di imballaggio e scarti
        - Scarti elettronici

    - Opportunità ambientali
        - Opportunità in tecnologia pulita
        - Opportunità nell'edilizia green
        - Opportunità in energie rinnovabili
- Sociale
    - Capitale umano
        - Gestione del lavoro
        - Salute e sicurezza
        - Sviluppo del capitale umano
        - Standard di lavoro nella *supply chain*
    - Responsabilità del prodotto
        - Sicurezza e qualità del prodotto
        - Sicurezza chimica
        - Sicurezza finanziaria del prodotto
        - Privacy e sicurezza dei dati
        - Investimento responsabile
        - Rischi di salute e demografici
    - Opposizione degli *stakeholders*
        - Approvvigionamento controverso
    - Opportunità sociali
        - Accesso alle comunicazioni

        - Accesso ai finanziamenti
        - Accesso alle cure mediche
        - Opportunità in salute e nutrizione
- Governance
    - *Corporate Governance**
        - Consiglio di Amministrazione*
        - Metodi di remunerazione*
        - Proprietà*
        - Contabilità*
    - Comportamento dell'azienda
        - Etica professionale
        - Pratiche anti-competitive
        - Trasparenza fiscale
        - Corruzione e instabilità
        - Instabilità del sistema finanziario

*La *corporate governance* è l'unico tema valutato indifferente dal settore di riferimento: infatti, esso rappresenta un aspetto importante per ogni compagnia e ai suoi fattori chiavi vengono assegnati pesi specifici fissi.

Una volta selezionati i fattori chiave rilevanti per ogni sotto-settore, secondo il sistema di classificazione Global Industry Classification Standard[6] (GICS), ad ognuno di essi viene attribuito un peso, stabilito dal framework MSCI, che varia in base all'impatto (alto-medio-basso) relativo di ogni settore e all'orizzonte temporale (breve-medio-lungo) di ogni rischio.

Per capire in che modo la compagnia affronta adeguatamente i rischi ESG a cui è correlata si prendono in esame per ogni fattore chiave, oltre all'esposizione al rischio (*risk exposure*), anche le strategie adottate dal management (*risk management*).

L'esposizione al rischio si calcola scomponendo il business dell'impresa stessa: infatti, essa dipende dai diversi aspetti che caratterizzano la compagnia, come, ad esempio, i prodotti offerti e le attività svolte, la localizzazione della produzione o delle sue entrate, etc. ed è valutata su una scala da 0 a 10, dove 10 indica un'alta esposizione al rischio.

L'analisi prende, inoltre, in considerazione in che misura la compagnia ha sviluppato robuste strategie e ha dimostrato una forte abilità nel gestire i suoi specifici livelli di rischio o le sue opportunità: eventuali controversie nell'affrontare tali problematiche occorse negli ultimi tre anni portano a una

[6] Il Global Industry Classification Standard (GICS) è un sistema di classificazione delle industrie sviluppato nel 1999 da MSCI e S&P Global, con l'intento di offrire un efficiente strumento che catturasse l'ampiezza, la profondità e l'evoluzione dei settori industriali. È un sistema di classificazione gerarchico, che consiste in 11 settori, 24 gruppi industriali, 69 industrie e 158 sotto-industrie.

deduzione dal punteggio gestionale complessivo su ogni fattore. La valutazione della gestione dei rischi è anch'essa data da un punteggio che varia da 0 a 10, dove 10 indica una gestione molto forte dei rischi individuati.

Infine, i punteggi relativi all'esposizione al rischio e alla gestione dello stesso vengono combinati insieme al fine di ottenere il punteggio relativo del fattore chiave ESG.

Per ottenere il rating finale (la valutazione espressa in lettere), le medie ponderate dei punteggi legati ad ogni fattore chiave sono aggregate e i punteggi sono normalizzati per il settore di appartenenza. Le aziende vengono classificate su una scala discendente, composta da sette classi, che va da AAA (rating migliore) a CCC (rating peggiore).

Tabella 3.1 – Scala dei rating e dei punteggi finali aggiustati per il settore

Rating	Punteggio finale aggiustato per il settore
AAA	8.6 – 10
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

Fonte: MSCI ESG Ratings Methodology: Executive Summary, p.11

Questi rating non sono da intendersi come assoluti, ma vanno sempre letti tenendo in considerazione gli standard e le performance dei concorrenti dello stesso settore.

MSCI, oggi, fornisce oltre 1500 indici sostenibili[7], ma nel prosieguo si prenderanno in considerazione solo quelli che compongono la serie MSCI SRI Indexes.

3.2.2 Vigeo Eiris

Fra le principali agenzie che emettono rating di sostenibilità si colloca Vigeo Eiris[8], un'organizzazione europea con posizione di leadership che offre ricerche, analisi e valutazioni extra-finanziarie.

Fondata in Francia come Vigeo SAS nel 2002 dalla sindacalista francese Nicole Notat, la società negli anni è cresciuta per vie esterne integrando tra il 2005 e il 2006 il forum Ethibel[9], Stock at Stake in Belgio e Avanzi SRI Research in Italia. Nel 2015 Vigeo ha annunciato la fusione con Eiris, l'organizzazione no-profit fondata nel 1983 a Londra con il compito di promuovere gli investimenti sostenibili attraverso ricerche periodiche sul tema ed oggi il gruppo rappresenta un attore globale e affermato nel campo della ricerca ESG. La crescita esterna è stata accompagnata anche da una crescita interna in formazione e ricerca,

[7] Per una visione completa si rimanda al sito (https://www.msci.com/esg-indexes) e al documento (https://www.msci.com/documents/1296102/17835852/MSCI-ESG-Indexes-Factsheet.pdf/3b449b87-d470-977a-3b56-77095b8d8fc7)

[8] Per maggiori informazioni si veda il sito https://vigeo-eiris.com/

[9] Ethibel è un forum di ricerca e consulenza fondato nel 1991 a Bruxelles e specializzato nel campo della responsabilità sociale delle imprese (CSR) e degli investimenti sostenibili (SRI). Per approfondimenti: https://www.forumethibel.org/en

personale ed *information technology*, adottando un sistema di valori e di procedure rigorose che hanno caratterizzato lo svolgimento della sua attività.

I servizi offerti si dividono in due linee di business:

- Vigeo Eiris Enterprise, dedicata ad aziende e organizzazioni a cui fornisce loro azioni di consulenza e monitoraggio volte a integrare i fattori ESG nelle proprie strategie e nei processi aziendali, valutare e attestare la gestione dei rischi extra-finanziari, misurare la responsabilità sociale e l'impatto socio-economico generato sul territorio;

- l'altra, Vigeo Eiris Rating, è dedicata ad investitori e asset manager e consta di tutta una serie di azioni volte a supportare scelte di investimento sostenibili attraverso analisi di sostenibilità e report, database, prodotti strutturati e altro.

Pur non essendo pubblicamente disponibile la metodologia sviluppata e adottata da Vigeo Eiris con la quale vengono identificate le variabili[10] oggetto di analisi nell'ambito della formulazione del giudizio di rating, si pone in evidenza che il processo messo in atto è certificato secondo l'ultimo standard ISO 9001 che ne testimonia la rigorosità dell'istruttoria.

La metodologia di attribuzione di un giudizio extra-finanziario di Vigeo-Eiris prevede che ogni società emittente venga valutata con riferimento a sei aree

[10] Per la redazione di tale paragrafo si è fatto riferimento alle informazioni presenti sul sito aziendale e disponibili al seguente link: http://vigeo-eiris.com/about-us/methodology-quality-assurance/

di indagini: ambiente, coinvolgimento nella comunità, *business behaviour,* risorse umane, diritti umani e corporate governance. Le sei aree di valutazione sono ispirate alle prescrizioni emanate dai principali organismi internazionali (ILO, UNEP, Nazioni Unite, OCSE, Unione Europea, etc.) e si articolano in 38 criteri, a loro volta dettagliati in circa 330 indicatori.

Preliminare al processo di analisi è l'operazione di "*customisation*" dei criteri volta ad adattare il peso delle 38 variabili alle specificità del settore in esame. Ogni variabile ottiene un punteggio compreso tra 1 e 3 dato dal rapporto fra tre fattori principali:

- la natura dei diritti, degli interessi e delle aspettative da parte degli *stakeholders* nei confronti del criterio in esame (fondamentale-essenziale-legittimo);

- la vulnerabilità (alta-media-bassa), ovvero l'esposizione al rischio per il settore in esame;

- le possibili ricadute che l'impresa potrebbe avere in termini di efficienza operativa ed organizzativa, reputazione, coesione del capitale umano, sicurezza del mercato, etc.

L'attribuzione dei punteggi ai tre fattori appena considerati è operata dagli analisti della compagnia mediante il ricorso a due distinte fonti di informazione: fonti di natura interna, costituite dal bilancio di esercizio e dalla relazione sulla corporate governance, dal report di sostenibilità e da altri documenti e/o contatti

diretti volti alla somministrazione di questionari ed interviste con l'azienda valutata; fonti di natura esterna rappresentati da articoli di stampa, interviste coi vari *stakeholders*, database governativi, etc.

Per ogni *driver* di sostenibilità, Vigeo Eiris esamina la strategia e la gestione adottate dalla compagnia, analizzando, in dettaglio, l'ampiezza e la profondità delle misure previste e i risultati raggiunti.

Successivamente si procede alla misurazione degli oltre 300 indicatori e ad ognuno di essi viene attribuito uno *score* compreso tra 0 e 100 che, mediante un accurato sistema di medie ponderate costruito a seconda della rilevanza dell'indicatore all'interno del criterio e di quest'ultimo all'interno dell'area di valutazione, consente di giungere alle sei distinte valutazioni (anch'esse espresse su una scala da 0 a 100).

Infine, integrando le sei valutazioni si passa "dallo score al rating", il quale è strutturato su quattro distinti livelli, come riportato nella tabella seguente:

Tabella 3.2 - Dallo score ai livelli di performance secondo la metodologia Vigeo Eiris

Rating	**Score**
Avanzato	60 -100
Robusto	50 - 60
Limitato	30 - 50
Debole	0 - 30

Fonte: Vigeo Eiris, Methodology & Quality Assurance

3.2.3 RobecoSAM

Fondata come SAM (Sustainable Asset Management) nel 1995 a Zurigo, rappresenta la prima società d'investimento specializzata esclusivamente sugli investimenti sostenibili.

Nel 1999, insieme a S&P e Dow Jones Indixes, ha lanciato la prima famiglia di indici sostenibili: i Dow Jones Sustainability Indices (DJSI), i quali saranno approfonditi nel prosieguo.

Nel 2006 Robeco, asset management internazionale fondato nel 1929 e con sede a Rotterdam, ha acquisito SAM ma solo dal 2013 la società ha assunto la denominazione attuale[11].

L'assegnazione del rating ESG, secondo la metodologia[12] usata da RobecoSAM e base per la successiva costruzione degli indici DJSI, avviene attraverso la compilazione di un questionario online, il Corporate Sustainability Assessment (CSA), creato e adottato sin dal 1999, inviato ogni anno ad oltre 3500 società. RobecoSAM utilizza solo informazioni direttamente fornite dalle imprese oggetto di valutazione, le quali devono, però, allegare i documenti necessari per la verifica della veridicità delle risposte date.

---

[11] Per approfondire: https://www.robecosam.com/en/about-us/

[12] Si veda, in particolare, il documento "*Measuring Intangible: The SAM Corporate Assessment Methodology",* Marzo 2020, disponibile al seguente link: https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/DJSI_CSA_Measuring_Intangibles.pdf

Il CSA è un questionario composto da un minimo di 80 a un massimo di 100 domande, a seconda del settore di appartenenza, che coprono le 3 dimensioni della sostenibilità (economica - ambientale - sociale).

RobecoSAM costruisce 61 questionari specifici per ogni settore basati sulla cosiddetta "matrice di rilevanza finanziaria": tale matrice permette agli analisti di capire quali sono i fattori di sostenibilità (*drivers*) che hanno un maggiore impatto sul business della compagnia valutata e che quindi sono più rilevanti da un punto di vista finanziario. Questo processo è necessario per calcolare la significatività e attribuire il giusto peso a ogni criterio del questionario.

Ognuna delle tre dimensioni sopracitate è composta, in media, da 6 a 10 criteri (per un totale di circa 20-25 temi), ognuno dei quali ha già un peso predeterminato all'interno del pilastro che varia a seconda del settore di appartenenza[13]. Ogni criterio è composto, a sua volta, da alcune domande, le quali possono ottenere un punteggio che va da 0 (il minimo) a 100 (il massimo). I punteggi di ogni domanda vengono ponderati, sommati e aggregati per formare il punteggio relativo ai vari criteri e altrettanto viene fatto con questi per calcolare i punteggi relativi alle tre dimensioni e giungere, infine, al punteggio finale ESG, calcolato anch'esso su una scala da 0 a 100. Tale punteggio è determinante per l'inclusione negli indici DJSI: ad esempio, vengono incluse nel DJSI World il

[13] Per i pesi dei vari criteri e delle dimensioni relativi ad ogni settore, si consulti il documento "*CSA Weights Overview 2020",* disponibile al link: https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/SAM_CSA_Weights.pdf

10% delle società che per ogni settore hanno fatto registrare i maggiori punteggi ESG.

Un passaggio altrettanto importante del questionario è quello relativo alla Media and Stakeholder Analysis (MSA)[14], il quale consiste nel monitoraggio continuo, su base annua, di eventuali situazioni di crisi di tipo sociale, ambientale o economico in cui la compagnia può venire a trovarsi. Vengono prese in esame *news* date da media locali, nazionali o internazionali e qualsiasi altro tipo di informazione che mira a far emergere situazioni di: criminalità economica, frode, corruzione, pratiche commerciali illegali, violazioni dei diritti umani, incidenti o disastri ambientali, controversie tra lavoratori e impresa o connessi alla sicurezza sul posto di lavoro.

Un "caso" MSA è aperto quando tale situazione di crisi è imputabile alla compagnia, è in contrasto con le sue politiche e/o gli obiettivi dichiarati e impatta notevolmente sul business e sulla reputazione della società stessa, sotto forma di diminuzione del numero dei clienti, perdita di valore economico delle azioni, calo delle vendite, controversie e multe. Una volta aperto un caso MSA, RobecoSAM verifica se ci sia stato un coinvolgimento deliberato, il modo in cui la compagnia reagisce a tale situazione e quali sono le misure prese per far sì che non accada di nuovo. I casi MSA sono inseriti in un questionario all'interno di alcuni criteri

[14] Per approfondimenti sulla metodologia MSA, in particolare sul processo di valutazione, si veda: https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/MSA_Methodology_Guidebook.pdf

specificamente selezionati (cioè quelli per cui si possa credere plausibile il verificarsi di una crisi) e sono trattati, nel punteggio e nel peso, come delle normali domande. Se il caso alla fine non si è verificato, il punteggio assegnato è pieno e pari a 100, mentre invece se il caso si verifica, il punteggio viene calcolato sulla base della risposta alla crisi da parte della compagnia.

Inoltre, per garantire la qualità e l'obiettività del questionario, una terza parte indipendente (Deloitte) effettua un controllo esterno sull'intero processo di valutazione.

3.2.4 ECPI

ECPI[15] (precedentemente E. Capital Partners) è una società italiana di consulenza finanziaria fondata nel 1997 e attiva nell'*investment management advisory* con focus sulla finanza sostenibile.

Sin dal lancio del suo primo indice nel 2001, l'offerta di ECPI si è ampliata fino ad includere oltre 50 indici al fine di rispondere alle esigenze di un mercato degli investimenti sostenibili in continua espansione.

La metodologia di rating[16] ECPI si basa esclusivamente su informazioni provenienti da fonti pubbliche diffuse dalle società oggetto di valutazione, da *data provider* specifici e da media nazionali e internazionali.

[15] Per maggiori informazioni si veda il sito https://www.ecpigroup.com/chi-siamo

Il processo di ricerca è basato su regole e standard (approccio *rule-based*), è differenziato per settore ed ha l'obiettivo di tradurre informazioni perlopiù qualitative in indicatori quantitativi ed assegnare un punteggio e un rating.

Il framework elaborato da ECPI, certificato dal 2006 secondo lo standard internazionale di qualità ISO 9001, è strutturato su due sezioni (*environmental* e *social&governance)*; ogni sezione è composta da 4 categorie (8 in totale), esplicitate in 38 aspetti (elencati nel prosieguo) a cui sono collegati oltre 80 indicatori:

- Ambiente

  A - Politiche e strategie ambientali

    A1 - Strategia ambientale

    A2 - Politica di implementazione della strategia ambientale

    A3 - Natura dei programmi ambientali (struttura operativa e sfera di applicazione)

    A4 - Organismi di gestione ambientale e impegno

    A5 - Obiettivi ambientali

    A6 - Previsione di tendenze e di standard futuri ambientali

    A7 - Azioni per anticipare futuri standard e potenziali rischi

  B - Gestione ambientale

[16] Per la redazione di questo paragrafo si è fatto riferimento alle informazioni rese sul sito aziendale (https://www.ecpigroup.com/ricerca) e nel documento "*ECPI ESG Rating*

B1 - Sistema di gestione ambientale

B2 - Rispetto delle leggi ambientali

B3 - Ispezioni e audit ambientali

B4 - Trasparenza della gestione ambientale

B5 - Gestione ambientale della *supply chain*

B6 - Comunicazione, formazione e istruzione

B7 - Gestione del rischio (*risk management*)

C - Prodotto

C1 – Impatto ambientale lungo il ciclo di vita del prodotto

D - Processo produttivo

D1 – Impatto ambientale del processo ed eco-efficienza

D2 – Responsabilità ambientali

D3 – Fonti di energia rinnovabili

- Sociale & Governance

E - Relazioni sociali

E1 - Rispetto dei diritti umani

E2 - Politica di inclusione aziendale

E3 - Dialogo e iniziative socio-culturali

E4 - Contribuzione allo sviluppo socio-economico

Methodology", disponibile al seguente link: https://www.ecpigroup.com/wp-content/uploads/2019/05/ECPI_ESG_Rating_Methodology_Companies.pdf

E5 - Filantropia, beneficenza e donazioni

E6 - Responsabilità sociale

F - Dipendenti (capitale umano)

F1 - Rispetto dei diritti dei lavoratori

F2 - Rispetto della diversità e delle pari opportunità

F3 - Benefits

F4 - Formazione, istruzione e miglioramento delle *skills*

F5 - Salute e sicurezza

G - Mercati

G1 - Relazioni coi fornitori

G2 - Relazioni coi clienti

G3 - Corruzione

G4 - Concorrenti

H - Corporate governance e azionisti

H1 - Linee guida sulla corporate governance

H2 - Informativa sulla corporate governance

H3 - Diritti e doveri degli azionisti

H4 - Struttura, funzionamento e indipendenza del *board*

H5 - Trasparenza delle operazioni con società collegate

Ad eccezione delle categorie 'prodotto' e 'processo produttivo' che presentano un numero variabile di indicatori in relazione al settore[17] oggetto di analisi, le altre categorie hanno un numero fisso di indicatori che possono essere di tipo quantitativo o qualitativo. Quest'ultima tipologia è composta principalmente da domande a risposta multipla dove ogni risposta ha un punteggio prestabilito. Alla fine dell'analisi, si calcola lo *score* finale dato dalla somma dei punteggi calcolati per ogni singola categoria, a sua volta composta dai punti ottenuti nei singoli aspetti.

Il rating finale è correlato al punteggio finale ottenuto e si suddivide in 9 livelli, raggruppabili in 4 classi, come riportato nella tabella sottostante:

Tabella 3.3 - Rating e classi secondo la metodologia ECPI

Rating	**Classi**
EEE EEE-	Very Good
EE+ EE EE-	Good
E+ E E-	Fair
F	Poor

Fonte: Ecpi Rating Methodology (2018)

[17] I settori sono classificati come segue: distribuzione, finanziario, industriale, farmaceutico e

3.2.5 Standard Ethics

Standard Ethics[18] (SE) è un'agenzia di rating indipendente sulla sostenibilità con sede a Londra. Nata a Bruxelles nel 2003 da uno spin-off della società Agenzia Europa degli Investimenti S.p.A (AEI)[19], attiva dal 2001 nel *Socially Responsible Investing* (SRI), ha assunto l'attuale denominazione nel 2014 nell'ambito di un processo di crescita e riorganizzazione interna e, col tempo, ha assunto un ruolo sempre maggiore tra le istituzioni europee nella diffusione e valutazione della *corporate social responsability*.

L'agenzia è nota per aver introdotto un "approccio istituzionale" alla responsabilità sociale d'impresa ed al rating etico. Differentemente dalle altre agenzie, SE non dà una propria definizione ai concetti di CSR o *corporate governance*. Emette lo Standard Ethics Rating (SER)[20], una valutazione di sostenibilità e governance fondata sulla compliance a principi e indicazioni volontarie delle Nazioni Unite, dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) e dell'Unione Europea. Misurando l'aderenza solamente ad indicazioni internazionali, SE adotta un principio *ethic neutral* nelle proprie valutazioni.

---

chimico, risorse, trasporto, *utilities* e altri servizi.

[18] Per approfondire si veda il sito: http://www.standardethics.eu/

[19] Si veda, a tal proposito: Gavazzoli Schettini J., Gavazzoli Schettini L. et al. (a cura di), *Etica, futuro e finanza: l'esperienza dell'Agenzia Europea di Investimenti nella definizione di finanza etica e nella sua concreta applicazione,* il Sole24ore, Milano, 2002.

Il rating[21] di Standard Ethics presenta le seguenti caratteristiche:

- *solicited*: il rating sarà emesso solo su richiesta diretta del ricevente attraverso un rapporto bilaterale, pubblico ed ufficialmente regolato con il richiedente stesso;
- standard: l'algoritmo[22] è uniformato a tutte le indicazioni ed alle linee guida dell'Unione Europea, dell'OCSE e delle Nazioni Unite in materia di governance, sostenibilità e CSR;
- indipendente: l'emissione di rating sarà incompatibile con la fornitura di altri servizi, con l'esistenza di legami azionari, interessi economici di altro tipo e con il richiedente il rating. Inoltre, SE non fornisce consulenza alle aziende osservate nei tre anni successivi all'emissione e non emette rating ad imprese a cui ha fornito consulenze nei tre anni precedenti.

Le fonti di informazione per la formulazione del giudizio finale sono basate esclusivamente sulla documentazione pubblica. Tale scelta è dettata dalla necessità di avere un riscontro oggettivo, trasparente e scevro da qualsiasi ingerenza nel processo di valutazione. SE non richiede, infatti, ai candidati di

---

[20] Per approfondire "*Guide to Standard Ethics Rating - Essentials*", disponibile http://www.standardethicsrating.eu/images/Documents/1._Sustainability_Rating_definitions_Guide_2018_1.pdf

[21] Maggiori informazioni possono essere tratte da: http://www.standardethicsrating.eu/

[22] A differenza delle altre agenzie di rating, SE non utilizza analisi o indicatori basati su pesi e KPI specifici per ogni settore, ma un algoritmo proprietario a sei variabili che consente accuratezza e comparabilità. Per maggiori dettagli si veda: http://www.standardethics.eu/company/esg-model

compilare moduli o questionari o redigere altra documentazione oltre a quella già esistente.

Il processo di valutazione[23] è *analyst-driven,* ovvero è condotto da un'unità di analisi composta da due analisti con compiti differenti, e ha una durata totale di circa sei-otto settimane. Questo è un tratto fondamentale che la contraddistingue dalle altre agenzie fin qui esaminate, le quali nelle loro analisi utilizzano principalmente software e tecnologie AI, ovvero connesse all'intelligenza artificiale.

La metodologia adottata da Standard Ethics segue un approccio top-down sviluppato in quattro livelli di analisi, dal generale al particolare:

-al primo livello si procede ad una valutazione generale dei tre pilastri (*competition-ownership-management*) basata sul rispetto alle linee guida emanate dai vari organi competenti (Unione Europea, OCSE, Nazioni Unite, etc.) in materia di CSR e corporate governance;

-al secondo livello si valutano i singoli temi che compongono i vari pilastri (in totale 21, così composti: 3 per *competition*, 4 per *ownership* e 14 per *management*);

-al terzo livello si misurano, attraverso domande, i diversi punti di analisi connessi ai vari temi (in totale sono 225 i punti di analisi);

[23] Per tale parte si è fatto riferimento, in special modo, alle informazioni contenute nel documento "*Guide to Standard Ethics Scoring Model - Essentials"* e disponibili al link http://www.standardethicsrating.eu/images/Documents/4._Scoring_Model_Guide_2018_1.pdf

-infine, si procede al calcolo del rating finale attraverso l'apposito algoritmo ideato da SE.

Il sistema di valutazione di Standard Ethics utilizza una scala a nove livelli, così come mostrato nella tabella sottostante:

Tabella 3.4 - Rating e livello di compliance secondo lo Standard Ethics Rating

Rating	Livello di compliance	Capacità di gestire una crisi reputazionale
EEE	Piena	Molto forte
EEE-	Eccellente	
EE+	Molto forte	
EE	Forte	Buona
EE-	Adeguato	
E+	Insufficiente	Bassa
E	Bassa	
E-	Molto bassa	Debole
F	Livello più basso	

Fonte: Guide to Standard Ethics Rating 2018, pag. 11

Ogni singolo livello, inoltre, può avere un *outlook* positivo o negativo, ovvero una prospettiva che indica se il possibile cambiamento del rating sarà in crescita, in diminuzione o stabile.

In conclusione, l'analisi fin qui condotta ha permesso di evidenziare come le diverse agenzie utilizzino differenti metodologie operative, a cominciare dalle fonti sfruttate per la raccolta di informazioni (si spazia, infatti, dall'uso di questionari, a informazioni pubbliche disponibili sui canali ufficiali dell'impresa

fino a dati e informazioni fornite da terze parti), all'uso di differenti variabili e pesi assegnati a ciascuna di esse, per arrivare, infine, alla diversità nella scala di valutazione e nel numero di classi adottate.

Come sottolineato da Wisebroad[24], "*i rating elaborati dai diversi ricercatori di impatto sociale non sono generalmente confrontabili in quanto non esiste uno standard universale per i criteri e la metodologia di calcolo".* A tal riguardo, la ricerca condotta da Berg, Koelbel e Rigobon[25] mostra, infatti, che la correlazione tra i giudizi ESG dati da diversi operatori del mercato (vengono presi in esame i rating emanati da KLD, Sustainalytics, Vigeo Eiris, RobecoSAM e Asset4) si attesta in media a 0.54, segnale che tali valutazioni sono allineate in circa 6 casi su 10, mentre i rating per l'affidabilità creditizia corrispondono nel 99% delle volte.

L'assenza di uno standard universale condiviso che consenta di comparare le varie valutazioni e preveda criteri di misurazione comuni e riconosciuti limita, di fatto, credibilità e potenzialità di tale tipologia di rating. Compito degli organismi preposti è provvedere a definire un quadro comune di regole da applicare anche ai rating ESG.

---

[24] WISEBROAD M.J., *How to make responsible investment appealing* in "Finance and the Common Good" n.27, Observatoire de la Finance, De Boeck, Bruxelles, 2007.

[25] BERG F., KOELBEL J.F., RIGOBON R., *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings,* MIT Sloan School of Management, working paper 5822-19, May 2020, consultabile al link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533

3.3 I PRINCIPALI INDICI AZIONARI ESG: ASPETTI GENERALI

Il crescente interesse degli investitori socialmente responsabili a disporre di indicatori sintetici delle performance ESG delle imprese nelle quali stanno considerando di impiegare le loro risorse, ha prodotto uno sviluppo degli indici ESG. Tali indici di sostenibilità (o indici etici o indici SRI) possono essere definiti degli indicatori sintetici che esprimono l'andamento delle performance di un gruppo di società, più o meno ampio, raggruppate in un paniere e selezionate secondo criteri sia economico-finanziari (come il livello di capitalizzazione di mercato, il grado di liquidità espressa dal valore medio degli scambi, il settore economico e il paese), sia per i loro comportamenti particolarmente improntati alla responsabilità nelle questioni ambientali, sociali e di governance.

Ciò che cambia nella costruzione di un indice SRI è il cosiddetto universo investibile, formato, in questo caso, da quei titoli che rispettano certe caratteristiche non solo di tipo finanziario, ma anche di tipo ESG.

L'universo investibile può essere determinato secondo tre distinti approcci. Il primo, quello più semplice, è quello dell'esclusione diretta di alcuni settori controversi, come alcol, tabacco, pornografia, organismi geneticamente modificati, nucleare. Un altro approccio è quello della cosiddetta "*black list*": in questo caso, il provider dell'indice tenderà ad escludere dalla composizione dello stesso quei titoli che si collocano, in quanto a responsabilità ambientale, sociale e di governance, al di sotto di una certa soglia, normalmente piuttosto bassa. Infine,

l'ultimo approccio, quello sicuramente più raffinato, è detto "*best-in-class*": secondo questa tecnica, il provider dell'indice costruisce lo stesso andando a scegliere tra i titoli di un determinato settore o di una determinata area geografica quelli che si sono dimostrati migliori da un punto di vista ESG rispetto ai concorrenti. In questo caso vengono selezionati solo i titoli che abbiano totalizzato un punteggio di responsabilità superiore a una soglia prescelta.

Spesso tali indici sono costruiti a partire da un indice tradizionale già esistente detto 'sottostante', ed eliminando dal relativo paniere originario le società emittenti operanti in settori controversi o che non raggiungono determinati livelli di responsabilità sociale, considerati minimi soddisfacenti.

Per quanto riguarda le funzioni degli indici ESG, essi:

− permettono di identificare le società emittenti che si distinguono nella gestione responsabile delle problematiche ESG, costituendo così una bussola per gli investitori che intendano assumere decisioni finanziarie consapevoli e che con l'allocazione delle loro risorse intendano conseguire, oltre a un rendimento finanziario, anche obiettivi di sostenibilità sociale e ambientale e di buon governo dell'impresa;

− costituiscono un *benchmark*, cioè un parametro oggettivo di riferimento, con il quale confrontare le prestazioni ottenute da portafogli di investimenti responsabili rispetto a portafogli tradizionali e misurare così le performance della finanza sostenibile rispetto a quella tradizionale;

− offrono alle imprese che rientrano nel paniere dell'indice una certificazione esterna della qualità dei loro impegni nell'assunzione delle proprie responsabilità ambientali e sociali, garantendo una spiccata visibilità agli occhi degli investitori e dei gestori di fondi;

− infine, sono strumenti utilizzabili nella costruzione di prodotti finanziari responsabili che intendono tracciare le performance di un indice. Alcuni gestori di patrimoni, anziché selezionare personalmente i titoli nei quali investire, scelgono gli stessi tra quelli inclusi in indici etici di borsa già esistenti, confidando nell'analisi di responsabilità sociale condotta dal gestore dell'indice stesso.

Nel prosieguo si presenteranno le più rinomate famiglie di indici, nate tra la fine degli anni Novanta e l'inizio degli anni Duemila. Sebbene nel corso del tempo, soprattutto nell'ultimo decennio, siano nati numerosi altri indici sostenibili creati per soddisfare le molteplici esigenze avanzate nel mercato attuale, la scelta di presentare i più "anziani" è dovuta principalmente al fatto che su di essi si concentrano maggiori studi e ricerche da parte di economisti ed esperti che saranno esaminati nel corso del quarto e ultimo capitolo del presente scritto.

3.3.1 MSCI SRI Indexes

Gli MSCI SRI Indexes[26] sono una famiglia di indici progettati per identificare le imprese che hanno un elevato orientamento ambientale, sociale e di governance (ESG). Mirano a una rappresentazione del 25% della capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante di ogni settore GICS di un indice tradizionale (detto "*parent index"*) della serie MSCI Global Investable Market Indexes (GIMI) che rappresenta il benchmark di riferimento.

Dall'universo investibile, ovvero i titoli presenti negli indici della serie MSCI GIMI, vengono escluse le società legate a settori controversi[27] (alcol, tabacco, scommesse, armi da fuoco per civili, armi militari, energia nucleare, intrattenimento per adulti e organismi geneticamente modificati). Dopodiché, gli indici vengono composti con il criterio *best-in-class*: per essere selezionate le imprese devono almeno avere un rating ESG[28] pari ad "A" e un punteggio relativo alle controversie ESG maggiore o uguale a 4; per restare a far parte dell'indice devono conseguire un rating pari a "BB" e un punteggio relativo alle controversie ESG almeno uguale a 1.

---

[26] Per la redazione di tale paragrafo si è fatto riferimento al documento MSCI, *MSCI SRI Indexes Methodology,* May 2019, disponibile al seguente link: https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_SRI_Methodology_May2019.pdf

[27] Per il dettaglio si rimanda a "*Appendix 1: Values-based Exclusion Criteria"* del documento MSCI SRI Index Methodology.

[28] Gli indici MSCI SRI utilizzano analisi e rating forniti da MSCI ESG Research e in particolare si basano sui seguenti prodotti: MSCI ESG Ratings, MSCI ESG Controversies e MSCI Business Involvement Screening Research.

La famiglia MSCI SRI è suddivisa nella seguente classificazione (per praticità non sono riportati gli ulteriori indici nazionali):

Tabella 3.5 - Composizione della famiglia di indici MSCI SRI

Developed Markets	*Emerging Markets (EM)*
MSCI Pacific SRI index	MSCI EM ASIA SRI index
MSCI Europe & Middle East SRI index	MSCI EM Europe, Middle East & Africa SRI index
MSCI Canada SRI index	MSCI EM Latin America SRI index
MSCI USA SRI index	-

Fonte: MSCI SRI Indexes Methodology, pag.8

Gli indici regionali relativi ai paesi sviluppati sono integrati per costruire l'indice MSCI World SRI e, allo stesso modo, quelli dei paesi emergenti che formano l'indice MSCI EM SRI. Infine, questi ultimi due vengono integrati tra loro a formare l'indice MSCI ACWI SRI.

La revisione degli indici avviene su base annuale, a maggio: tale periodo coincide col momento della revisione semestrale del *parent index* e gli eventuali cambiamenti sono implementati alla fine dello stesso mese. Per la revisione annuale vengono usati i rating ESG, i punteggi riguardanti le controversie e le esclusioni settoriali disponibili dall'aprile precedente.

Per ogni settore, le compagnie idonee per far parte dell'indice sono disposte a gradi secondo:

- il rating ESG;
- il trend ESG che può essere positivo (se l'azienda ottiene nell'anno n+1 un rating maggiore di quello dell'anno n) o negativo (al

contrario, il rating riferito all'anno n+1 è inferiore a quello dell'anno n);

- permanenza o meno nell'indice SRI (si dà precedenza ai titoli già inseriti);
- punteggi ESG aggiustati per il settore industriale;
- capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante decrescente.

Dopo aver creato un ranking dei titoli idonei all'inclusione nell'indice, per la copertura del settore, i titoli sono scelti secondo la seguente scala:

- titoli nel primo 17,5%;
- titoli con rating "AAA" e "AA" nel primo 25%;
- titoli che già fanno parte dell'indice nel primo 32,5%;
- titoli rimanenti nell'universo investibile;

Una volta raggiunta la copertura del suddetto 25%, si cerca la società (definita "*marginal company*") che permette di superare tale soglia di copertura:

- se la compagnia marginale è già un componente dell'indice, allora viene mantenuta all'interno di esso anche se si raggiunge una copertura significativamente più elevata del 25%, sia per assicurare una stabilità maggiore dell'indice, sia per garantire un ricambio minore;

- se, al contrario, la compagnia marginale non è già parte dell'indice, allora verrà inclusa nell'indice solo se la differenza (in valore assoluto) tra la percentuale

di copertura raggiunta includendo tale compagnia e il 25% risulta minore della differenza (in valore assoluto) tra la percentuale di copertura raggiunta non includendo tale compagnia e il 25%.

In ogni caso, la minima percentuale di copertura per ogni settore del *parent index* è fissata al 22,5%, quindi la compagnia marginale verrà inclusa nell'indice nel caso in cui la sua non inclusione porterebbe a una copertura in percentuale minore del 22,5% (nel caso in cui non si arrivi alla copertura del 22,5%, non potranno essere usate per l'inclusione compagnie relative a settori esclusi che abbiamo visto prima).

3.3.2 Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

I Dow Jones Sustainability Indices (DJSI), fondati nel 1999 grazie a una collaborazione tra S&P, Dow Jones e SAM (ora RobecoSAM), sono una famiglia di indici diventati punti di riferimento per gli investimenti sostenibili.

La famiglia di indici DJSI è suddivisa in tre gruppi geografici e nei seguenti indici:

- DJSI World
    - DJS World
    - DJS World Enlarged
    - DJS Emerging Markets
- DJSI Regions

    - DJS Asia/Pacific
    - DJS Europe
    - DJS North America
- DJSI Countries
    - DJS Australia
    - DJS Canada Select 25
    - DJS Korea
    - DJS Korea Capped 25%
    - DJS Chile

Fanno parte di tale famiglia anche gli indici DJSI BlueChips, di cui, però, non ci occuperemo in questa sede.

L'approccio[29] usato per la costruzione degli indici DJSI è quello *best-in-class*: vengono selezionate, per far parte dei vari indici, soltanto le compagnie che hanno mostrato una maggiore responsabilità su temi ESG.

Il punto di partenza è l'universo delle società invitate a partecipare al CSA, ovvero alla compilazione del questionario di RobecoSAM. Tale universo varia tra le diverse sottofamiglie (es. DJSI World, DJSI Emerging Markets etc.) e deve essere progettato in modo tale da rappresentare un *benchmark* per il mercato di riferimento.

[29] Per maggiori dettagli si veda il documento "Dow Jones Sustainability Indices Methodology", July 2019, disponibile al seguente link:

Dall'universo di titoli invitato (*the invited universe*), si passa a quello che è l'universo valutato (*the assessed universe*). Esso è composto secondo i seguenti step:

1. Si inseriscono in una lista tutte le compagnie che hanno partecipato al questionario CSA.

2. Successivamente si inseriscono nella lista le compagnie diverse dal punto 1 che hanno una capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante più grande della soglia scelta.

3. Si dividono le compagnie di cui ai punti 1 e 2 in gruppi per regione e settore, e si sommano le loro capitalizzazioni di mercato aggiustate per il flottante.

4. Successivamente si esprimono i totali regionali calcolati al punto 3 come percentuale della capitalizzazione di mercato di quella regione e i totali settoriali calcolati al punto 3 come percentuale della capitalizzazione di mercato di quel settore (riferendosi all'indice S&P Global BMI).

5. Se la percentuale di cui al punto 4 è minore del 50% per la regione e il settore, si aggiungono ulteriori titoli dall'universo invitato per quella regione e quel settore tra quelli che non hanno compilato il questionario, partendo da quelli con la capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante più elevata, finché la soglia del 50% è raggiunta o superata. Tali titoli avranno un punteggio totale di

---

https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-dj-sustainability-indices.pdf

sostenibilità assegnato da RobecoSAM sulla base di informazioni pubblicamente disponibili.

A questo punto, dall'universo valutato si passa all'universo dei titoli idonei (*the eligible universe*). Per crearlo, si seguono le seguenti fasi:

A. Si eliminano dall'universo dei titoli valutati quelli con un punteggio di sostenibilità minore del 45%[30] del punteggio totale di sostenibilità del titolo con il punteggio più alto.

B. Ci si assicura che ci sia un numero sufficiente di titoli in ogni settore per selezionare almeno un titolo in ogni settore secondo le regole previste per ciascun indice. Nell'eventualità in cui ci sia un numero insufficiente di compagnie in uno o più settori, questi possono essere combinati all'interno di un gruppo industriale secondo la classificazione GICS. La combinazione deriva dalla comparabilità delle questioni di sostenibilità affrontate.

Le compagnie che vengono fuori con questo processo di selezione formano l'universo idoneo. Le imprese che andranno a costituire gli indici DJSI (ad eccezione del DJSI Canada Select 25[31]) sono scelte secondo il processo di seguito descritto:

[30] Si veda la nota pubblicata in data 10/08/2020 e disponibile al link: https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-dj-sustainability-indices.pdf

[31] Per la costituzione dell'indice suddetto, per ogni settore GICS si selezionano le imprese col punteggio di sostenibilità più alto e le imprese, tra quelle rimanenti, con la maggiore capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante fino ad un massimo di 5 compagnie per ogni

1. Per ogni settore (o gruppo di settori), si classificano tutte le compagnie invitate in ordine decrescente secondo il loro punteggio di sostenibilità.

2. Si selezionano le compagnie che si trovano sia nell'universo dei titoli idonei sia nel primo tot % dell'universo invitato (tale percentuale è detta *target* e varia a seconda dell'indice fino a un massimo del 30%).

3. Delle compagnie rimaste si selezionano quelle nell'universo dei titoli idonei che stanno entro 0.3 punti dall'ultima compagnia selezionata al punto 2, anche se questo significa il superamento del *target* di cui sopra.

4. Infine, si selezionano dalle compagnie idonee rimanenti quelle che soddisfano i seguenti due criteri:

a. siano già componenti attuali dell'indice in questione (quindi le compagnie che già ne fanno parte);

b. siano nella tot % di tutte le compagnie invitate nel dato settore idoneo (tale percentuale, chiamata *buffer*, varia da indice a indice, e va da un minimo del 15% a un massimo del 45%).

Gli indici di tale famiglia sono ponderati per la capitalizzazione aggiustata per il flottante dei titoli. Trimestralmente, poi, il peso di ogni titolo che compone l'indice viene fissato a un massimo del 10% (ad eccezione dell'indice DJSI Korea Capped 25%). Per terminare, va detto che nella grande famiglia degli indici DJSI

---

settore. Se non si raggiunge l'obiettivo totale delle 25 compagnie, si selezionano ulteriori imprese in base a quest'ultimo parametro, non rispettando il vincolo delle 5 compagnie per settore.

ci sono anche indici costruiti sull'esclusione a priori di alcuni settori controversi (come alcol, tabacco, scommesse, armamenti, etc.).

3.3.3 FTSE4GOOD

Gli FTSE4GOOD Indexes sono una serie di indici che raggruppano società considerate investimenti etici. Gli indici sono stati proposti nel 2001 dal FTSE Group, società britannica che realizza indici azionari.

Per poter entrare a far parte di uno degli indici della serie FTSE4Good Index Series[32] è richiesto un rating[33] minimo differente a seconda che la compagnia faccia parte di uno Paese classificato come sviluppato (*developed markets*) o come emergente (*emerging markets*): nel primo caso dovrà avere un rating ESG almeno pari a 3.3, nel secondo caso almeno di 2.9.

Le compagnie sono, inoltre, soggette a rischio esclusione da tali indici se il loro rating è inferiore a 2.9 (se facenti parte di uno stato sviluppato) o a 2.4, se appartenenti a stati in via di sviluppo. Alla compagnia a rischio esclusione viene dato un periodo di 12 mesi per provvedere ad aumentare il rating ESG assegnato loro, allo scopo di incentivarle a migliorare le pratiche aziendali e ridurre il turnover all'interno dell'indice. Alla fine di tale periodo (che può essere

[32] Si fa riferimento al documento "FTSE4GOOD Index Series - Ground Rules v. 3.8", June 2020, https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE4Good_Index_Series_Ground_Rules.pdf

[33] Il rating ESG viene calcolato da FTSE Russell's ESG Ratings e prevede una scala da 1 a 5 (valore massimo).

eventualmente allungato in caso speciali sentito il parere del Comitato Consultivo), se non sono stati prodotti significativi miglioramenti vengono eliminate.

Oltre al requisito del rating ESG che deve essere superiore a una certa soglia, le compagnie non devono essere coinvolte nella produzione o nella manifattura dei seguenti prodotti: tabacco, armi (chimiche, biologiche, nucleari, da fuoco, mine antiuomo, etc.), carbone (sottosettore ICB[34] 1771) e trust di investimento (sottosettori ICB 8985 e 8995).

Se uno dei costituenti dell'indice viene coinvolto nella produzione e/o manifattura di uno dei suddetti prodotti, viene rimosso dall'indice alla successiva revisione.

Inoltre, per alcuni settori specifici sono previsti criteri aggiuntivi per l'inclusione negli indici etici. Ad esempio, se una compagnia è coinvolta nella generazione di energia nucleare, deve soddisfare almeno 16 dei 17 indicatori specifici del tema "salute e sicurezza"; le società coinvolte nella produzione di latte artificiale devono soddisfare almeno 19 dei 20 indicatori specifici del tema "responsabilità verso il consumatore finale".

[34] La Industry Classification Benchmark (ICB) è una tassonomia di classificazione dei settori lanciata da Dow Jones e FTSE nel 2005 che prevede 45 settori e 173 sottosettori. Per approfondimenti si rinvia al sito: https://www.ftserussell.com/data/industry-classification-benchmark-icb

Vediamo ora come vengono costruiti nel dettaglio gli indici. Occorre premettere, innanzitutto, che gli indici di questa serie si dividono in due gruppi: gli indici benchmark e quelli negoziabili (*tradable*).

Per gli indici benchmark, tutte le compagnie che fanno parte del corrispettivo indice sottostante sono papabili per l'inclusione. Per fare un esempio, potranno entrare a far parte dell'indice FTSE4Good All-World quelle che compongono l'indice FTSE All-World; allo stesso modo, potranno far parte dell'indice FTSE4Good Japan quelle che già fanno parte dell'indice FTSE Japan e così via.

A loro volta, le compagnie selezionate per la costruzione degli indici benchmark saranno di conseguenza considerate per l'inclusione negli indici negoziabili.

Per gli indici di tipo benchmark, tutti i titoli che fanno già parte del sottostante indice tradizionale e che superano i criteri di inclusione visti precedentemente, entrano di diritto a far parte dell'indice stesso e avranno lo stesso peso che ricoprono nel sottostante indice di riferimento.

Per quanto riguarda invece gli indici negoziabili procediamo per esempi. Il FTSE4Good UK 50 Index è composto dalle 50 più grandi compagnie che formano l'indice FTSE4Good UK (il benchmark) secondo l'intero valore di mercato; il FTSE4Good Global 100 Index è composto dalle 100 compagnie più grandi che formano l'indice FTSE4Good Global (il benchmark) secondo l'intero valore di

mercato e lo stesso dicasi per il FTSE4Good USA 100 e così via. È previsto, infatti, che per ogni indice negoziabile, ogni titolo che ne fa parte non possa pesare più del 10% sul totale dell'indice. È quindi necessario, a ogni revisione semestrale, effettuare un processo di *capping* per far sì che questa soglia venga rispettata. Tale processo si svolge per fasi:

Fase 1: ogni titolo il cui peso sia superiore al 10% viene limitato a tale soglia; i pesi di tutti gli altri titoli che seguono nel ranking vengono aumentati proporzionalmente, senza superare la suddetta soglia del 10%.

Fase 2: se più di un titolo è fissato al 10%, allora i pesi di tutti i costituenti successivi al primo e precedentemente fissati al 10% sono modificati secondo le regole seguenti:

a. se il peso del secondo titolo più grande è maggiore del 9% allora esso viene ridotto al 9% e i pesi dei titoli successivi nel ranking vengono aumentati proporzionalmente. Se il peso aggregato di tutte le società il cui peso individuale supera il 5% è maggiore del 40% si prosegue.

b. se il peso del terzo titolo più grande è maggiore dell'8% allora viene diminuito all'8% e i pesi dei titoli successivi nel ranking vengono aumentati proporzionalmente. Se il peso aggregato di tutte le società il cui peso individuale supera il 5% è maggiore del 40% si prosegue.

c. se il peso del quarto titolo più grande è maggiore del 7% allora esso viene diminuito al 7% e i pesi dei titoli successivi nel ranking vengono aumentati proporzionalmente. Se il peso aggregato di tutte le società il cui peso individuale supera il 5% è maggiore del 40% si prosegue.

d. se il peso del quinto titolo più grande è maggiore del 6% allora viene diminuito al 6% e i pesi di tutti i titoli successivi nel ranking vengono aumentati proporzionalmente. Se il peso aggregato di tutte le società il cui peso individuale supera il 5% è maggiore del 40% si prosegue.

e. se il peso del sesto titolo più grande e di quelli successivi nel ranking supera il 4% allora vengono tutti diminuiti al 4% e i pesi dei titoli successivi nel ranking vengono aumentati proporzionalmente.

Fase 3: viene controllato il peso di tutti i titoli. Se il peso aggregato di tutte le società il cui peso individuale supera il 5% è maggiore del 40% allora il processo va avanti, prima diminuendo al 10% il peso di eventuali titoli grandi che lo hanno superato e poi ricominciando con la fase 2.

In giugno e in dicembre vengono effettuate le revisioni semestrali degli indici, che prevedono regole diverse per gli indici benchmark e quelli negoziabili.

Per gli indici benchmark le regole di revisione sono le stesse usate nell'inclusione, ovvero rating ESG oltre una determinata soglia ed esclusione se legate a settori controversi.

Per gli indici negoziabili, invece, occorre mantenere costante il numero dei titoli che li compongono, perciò nel caso in cui, durante le revisioni periodiche, il numero di titoli che si qualificano per l'inserimento sia maggiore di quelli che invece vengono rimossi, i titoli che hanno le posizioni più basse vengono comunque eliminati. Viceversa, nel caso, in cui siano di più i titoli che vengono eliminati rispetto a quelli qualificati per l'inserimento, si andranno a inserire anche altri titoli tra le posizioni più alte. Infine, nel caso in cui un titolo cessi di essere parte dell'indice benchmark, smetterà automaticamente di far parte anche dell'indice negoziabile (e chiaramente verrà sostituito), così come nel caso in cui un titolo cessi di far parte dell'indice tradizionale associato, cesserà di far parte automaticamente anche dell'indice benchmark.

3.3.4 FTSE ECPI Italia SRI

Nel 2010 ECPI, società indipendente specializzata nella ricerca e nel rating di sostenibilità, e FTSE Group, provider internazionale di indici finanziari, hanno lanciato la prima serie di indici di Piazza Affari dedicati agli investimenti responsabili: FTSE ECPI Italia SRI composta dagli indici 'Benchmark' e

‘Leaders’. Entrambi sono costruiti a partire dalla serie di indici Ftse Italia, in particolare, dai panieri Ftse Mib e Ftse Italia Mid-Cap.

Il primo indice, FTSE ECPI Italia SRI Benchmark, è stato lanciato il 19 ottobre 2010 e include società con un buon profilo ESG, ovvero con una valutazione pari a E+ o superiore (secondo la scala sviluppata da ECPI che va da F alla tripla E). Per ridurre la concentrazione delle società a maggiore capitalizzazione, viene applicato un limite massimo (*cap*) al peso individuale: la capitalizzazione è, infatti, corretta per il flottante.

Il secondo indice, FTSE ECPI Italia SRI Leaders, presentato il 19 ottobre 2010 ma lanciato il 25 ottobre, seleziona società con rating di sostenibilità eccellenti, ovvero che abbiano una valutazione superiore o uguale ad EE e la ponderazione è ‘*equally weighted’*, ossia i titoli azionari compresi nell’indice hanno lo stesso fattore di ponderazione.

Entrambi gli indici sono stati chiusi in data 30 ottobre 2015.

CAPITOLO 4

LA PERFORMANCE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI ETICI: CONIUGARE RENDIMENTO ED ETICITÀ

Nel secondo capitolo, analizzando il mercato dei prodotti finanziari sostenibili, si è visto come esso sia in costante aumento con tassi di crescita notevoli e tale sviluppo può essere spiegato dalla crescente attenzione posta dagli investitori alle tematiche sociali e ambientali. Se dimostrato, però, che la peculiarità di tali strumenti, ovvero il fatto di prendere in considerazione sia le variabili finanziarie di rischio e rendimento sia quelle etiche attinenti alle questioni ambientali, sociali e di governance, comporta un "sacrificio etico" in termini di rendimento, tale circostanza dovrebbe, almeno in parte, porre un freno alla diffusione di siffatti strumenti, o, perlomeno, costituire un deterrente abbastanza influente.

Fin dalle origini di questa nuova concezione d'investimento ci si è chiesti se esista tale penalizzazione dal punto di vista finanziario e quale sia la sua misura, dal momento che coloro che si affacciano a questo mondo sono pur sempre investitori e, in quanto tali, si attendono rendimenti in linea col profilo di rischio che andranno ad assumere. A tal proposito, è possibile fare delle prime

osservazioni basate sugli studi teorici, principalmente legate ai fondamenti della gestione di portafoglio, per poi vedere in dettaglio quanto riportato dalle verifiche empiriche svolte dai maggiori studiosi sul tema SRI e, infine, evidenziare le criticità emerse nel corso dell'analisi effettuata.

4.1 CONSIDERAZIONI TEORICHE

Da un punto di vista teorico, i portafogli che applicano criteri ESG nella selezione dei titoli da detenere vedono restringersi l'universo di scelta rispetto ai comuni portafogli di investimento. Secondo la teoria finanziaria, ponendo dei limiti alle scelte di investimento, il portafoglio risultante potrebbe essere meno efficiente rispetto a un portafoglio privo di vincoli. Ridurre il panorama di investimento potrebbe, infatti, contribuire a non "abbattere" il rischio complessivo a causa del ridotto grado di diversificazione possibile con conseguenze per quanto riguarda il rendimento, non inteso in termini assoluti, quanto piuttosto non adeguato al livello di rischio sopportato dall'investitore (*risk-adjusted performance)*.

A riguardo, si prenderà in esame il modello teorico elaborato da Markowitz, *the Modern Portfolio Theory* (MPT), considerato un tassello fondamentale negli studi della finanza e alla base di successivi sviluppi e modelli di analisi, tra i quali quello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) di Sharpe.

Il modello[1] proposto da Markowitz, caratterizzato da un orizzonte temporale mono periodale, fa riferimento ai modelli statistici "media-varianza" ed assume, come variabili, il rendimento atteso del portafoglio, dato dalla media ponderata dei rendimenti attesi dei singoli titoli che lo compongono, e la rischiosità di portafoglio, pari alla varianza del rendimento del suo portafoglio (tuttavia, si preferisce utilizzare la deviazione standard poiché presenta la medesima unità di misura del rendimento).

L'obiettivo dell'investitore razionale (*homo oeconomicus*) è quello di impiegare in maniera efficiente le proprie risorse, realizzando un portafoglio in grado di minimizzare il rischio complessivo o di massimizzare il rendimento atteso. Al fine di costruire un portafoglio efficiente, occorre individuare una combinazione di titoli che, dato il rischio, massimizzi il rendimento complessivo compensando gli andamenti asincroni dei singoli titoli. Infatti, un postulato importante in ambito finanziario è il concetto di "diversificazione del portafoglio". Un portafoglio di investimento comporta due tipi di rischio: il rischio sistematico, insito nella volatilità dell'intero mercato, e il rischio non sistematico, associato alla volatilità del singolo titolo. Su quest'ultima tipologia è possibile agire attraverso la diversificazione del portafoglio, appunto, ovvero costituendo portafogli in modo tale che il rischio specifico di ogni titolo sia

[1] MARKOWITZ H. (1952), "*Portfolio Selection"* in The Journal of Finance, 7, pp.77-91; MARKOWITZ H. (1959), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments,* ed. Wiley, New York.

compensato dal rischio specifico sostenuto da un altro titolo. Mercati dei capitali efficienti ricompensano gli investitori per aver sopportato un rischio sistematico ma, poiché la diversificazione è possibile, essi non saranno ricompensati per aver sopportato un rischio specifico, ossia il portafoglio non diversificato non costituisce un portafoglio efficiente, in cui il *trade-off* tra rischio e rendimento è ottimizzato. Poiché la selezione ESG esclude determinate aziende, industrie o settori, i portafogli SRI tendono a sopportare un grado sostanziale di rischio specifico (Kurtz e Di Bartolomeo, 1996) e dovrebbero registrare rendimenti corretti per il rischio inferiori rispetti a portafogli composti senza vincoli di natura etica.

Secondo la teoria elaborata da Markowitz, dunque, scegliere di ridurre i titoli da inserire in portafoglio al sottoinsieme dei titoli di imprese che rispettano criteri di responsabilità sociale comporta una ridotta possibilità di diversificazione e conseguentemente una minore possibilità di eliminare il rischio specifico o diversificabile e, di conseguenza, una rinuncia rilevante in termini di rendimento. Tuttavia, come suggeriscono Regalli, Soana e Tagliavini[2] (2005), per una corretta valutazione di tali investimenti occorre confrontare le frontiere rischio-rendimento ottenibili sia con i titoli del portafoglio etico sia con i titoli del portafoglio tradizionale. Infatti, il contributo di un titolo alla varianza del portafoglio di

[2] REGALLI M., SOANA G., TAGLIAVINI G., "*I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari"* in Etica e Finanza, op. cit.

mercato è dato principalmente dalla somma ponderata delle covarianze del titolo suddetto con gli altri titoli: all'aumentare del numero di titoli, il contributo della sola varianza diventa sempre più piccolo e ciò indica che il "danno" prodotto sulla performance del portafoglio del titolo etico si riduce considerevolmente al crescere del numero di titoli. Secondo gli autori, il "sacrificio etico" determina una frontiera efficiente – definita come la curva che identifica i portafogli dominanti in termini di rischio-rendimento - più ripida, ma tale "costo" (rappresentato dalla maggiore inclinazione) sarebbe destinato a decrescere se nel portafoglio venissero inseriti un numero sufficientemente ampio di titoli.

I risultati dell'analisi teorica condotta da Becchetti e Fucito[3] confermano tale ipotesi ed evidenziano come, al crescere degli *asset* potenzialmente acquistabili, la frontiera rischio-rendimento del portafoglio etico tenda a coincidere con quella del portafoglio tradizionale, ovvero le potenzialità di diversificazione e di profitto raggiungibili dall'investitore etico tendono ad essere le medesime di quelle dell'investitore non vincolato.

Sebbene la moderna teoria del portafoglio consideri, giustamente, i costi derivanti dalle scelte di investimento limitate dallo *screening* etico, essa non tiene conto dei possibili benefici che tale selezione può portare. L'analisi extra-finanziaria permette, infatti, di raccogliere un maggior numero di informazioni

[3] BECCHETTI L., FUCITO L., *"La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche"* in Rivista di politica economica, vol.90, no.5, Roma, 2000, pp.37-58.

che consentono una più vasta e approfondita analisi dei fondamentali d'impresa e, in particolare, di determinare, in dettaglio, la capacità futura della stessa di produrre flussi di cassa su cui si basa il valore-prezzo delle azioni.

Secondo i sostenitori degli SRI, i titoli responsabili sarebbero, se pur nel lungo periodo, più performanti in quanto disporrebbero di importanti informazioni - per l'appunto "etiche" - che il mercato finanziario ancora non comprende appieno e che non vengono incorporate nei prezzi (si ammette, pertanto, l'assenza di una perfetta efficienza dei mercati finanziari).

Secondo alcuni studiosi, infatti, esiste una relazione positiva tra la *corporate social performance* e la *corporate financial performance* (*CSP-CFP*)[4], ovvero che un impegno nelle tematiche sociali e ambientali abbia conseguenze positive a livello economico-finanziario: ad esempio, un'azienda con un ambiente di lavoro favorevole può ridurre i costi di assunzione del personale e aumentare il tasso di fidelizzazione dei suoi dipendenti; una maggiore sensibilità verso le tematiche ambientali può proteggere l'impresa da problemi imprevisti e può fornire preziose opportunità non disponibili, invece, per le imprese meno responsabili socialmente. Tutto ciò, dunque, può portare alla creazione di un vantaggio competitivo (Porter and van der Linde, 1995).

[4] Sulla relazione CSP-CFP si rimanda a BARNETT M.L., SALOMON R.M. (2011), "*Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance"* in Strategic Management Journal.

A sostegno di questa ipotesi c'è l'assunzione che, come suggerito da Moskowitz (1972), il mercato non prezzi correttamente la responsabilità sociale e che sia sottostimata, da parte di un numero sufficientemente ampio di investitori, la probabilità che vengano rilasciate notizie negative riguardo a società socialmente responsabili. L'idea di fondo è che la selezione di titoli sostenibili, che in prima analisi comporta un maggiore costo dovuto alla ricerca e alla composizione di portafoglio, produca, in realtà, vantaggi nel medio-lungo termine poiché permette di selezionare titoli sottovalutati, il cui valore intrinseco è, appunto, maggiore dell'attuale prezzo di mercato.

In conclusione, dunque, se da un lato le regole alla base della finanza classica sembrano asserire che i portafogli SRI siano meno diversificati e, pertanto, soggetti a un maggior rischio rispetto ai portafogli tradizionali, dall'altro i sostenitori di tali strumenti finanziari ribattono affermando che la doppia analisi consente la selezione dei titoli "migliori", ovvero di imprese che beneficiano dei vantaggi generati dall'accumulo di maggior "capitale sociale". Quanto appena detto, vale però solo se si considera l'etica come un vero *asset* strategico e, pertanto, essa può rappresentare una strategia di costituzione e gestione di portafoglio.

Sarà compito dei test empirici dimostrare se la relazione ESG-CFP sia, nella migliore delle ipotesi, neutra come vuole la teoria neoclassica o al contrario, come suggeriscono le teorie manageriali, la responsabilità sociale impatta sulle

performance finanziarie. Dalle considerazioni appena esposte, non sembrano sussistere convincenti motivazioni teoriche a giustificazione di eventuali minori rendimenti dei portafogli SRI, dato che il limite del restringimento dell'universo investibile è ovviabile inserendo un numero sufficientemente ampio di titoli che permetta di sfruttare i vantaggi derivanti dalla diversificazione di portafoglio.

4.2 LE ANALISI EMPIRICHE SVOLTE IN LETTERATURA

L'opinione generale, a proposito degli investimenti SRI, è che si debba accettare una performance peggiore di quella che si otterrebbe con un investimento finanziario tradizionale. Il ruolo delle analisi empiriche è quello di dimostrare, attraverso un approccio comparativo che confronta le prestazioni di investimenti SRI e i rispettivi *benchmark* di riferimento, se tale affermazione risulta confermata nella realtà o se, al contrario, resta soltanto una credenza comune. In questa sede, essendo impossibile vagliare tutte le pubblicazioni disponibili in letteratura, si procederà a esaminare le conclusioni riportate da alcune *review*, piuttosto recenti, che analizzano i risultati di analisi precedentemente condotte sulle performance di tali prodotti finanziari sostenibili.

Le conclusioni raggiunte dai vari studi, tuttavia, dipendono da molti fattori, tra cui il metodo di indagine usato, il tipo di SRI preso in considerazione (fondo, indice, etc.), l'approccio di selezione ESG applicato (screening negativo, positivo, engagement, etc.), il tempo di analisi considerato e molti altri ancora. Ai fini della

nostra analisi, ci limiteremo a vedere quanti studi riportano una correlazione negativa, neutra o positiva tra l'inclusione di fattori ESG negli investimenti e la performance degli stessi, non esaminando i fattori e le eventuali cause che hanno portato a tale risultato poiché il discorso sulla correlazione tra le conclusioni raggiunte dagli studi e le particolarità di ognuno sarebbe lungo e articolato, auspicabilmente da affrontare in altra sede.

Il primo studio che prendiamo in considerazione, considerato un po' l'antesignano di tutti quelli che vedremo, è quello di UNEP FI[5] e Mercer pubblicato nell'ottobre del 2007. Tale *review*[6] analizza i risultati di venti studi accademici e quelli di dieci studi pubblicati da *practitioner* (qui definiti *broker*, rappresentano gruppi di analisi e ricerca interni ai principali operatori del settore *dell'asset management*).

Per quanto riguarda il primo gruppo, quello dei venti studi accademici, i risultati sono i seguenti: dieci studi mostrano una correlazione positiva tra l'incorporazione dei fattori ESG e la performance finanziaria; sette hanno riportato un effetto neutrale dei fattori ESG sulle performance; infine, tre hanno

[5] UN Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) è una collaborazione tra l'UNEP, il programma delle Nazioni Unite volto alla salvaguardia dell'ambiente, e il settore finanziario globale con lo scopo di mobilizzare quest'ultimo verso uno sviluppo sostenibile. Tra i vari *framework* di riferimento per la disciplina, nel 2006 ha stabilito i *Principles for Responsible Investment (PRI)*, sei principi volontari che aiutano ad applicati le questioni ESG nelle pratiche di investimento e oggi sono adottati da oltre metà degli investitori istituzionali del mondo. Per approndire si veda: www.unepfi.org e www.unpri.org .

[6] UNEP FI e Mercer (2007), *Demystifying Responsible Investment Performance: a review of key academic and broker research on ESG factors.*

evidenziato un risultato negativo. Di seguito vengono riportati gli studi effettuati e i risultati raggiunti:

Fig. 4.1 - Panoramica dei risultati degli studi accademici della *review* UNEP FI - Mercer

17	Smith, M.P. (1996)	Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS.	Jan 1987 - Dec 1993	G	Activism	positive
18	Statman, M. (2000)	Socially responsible mutual funds.	May 1990 - Sep 1998	Mainly S	Screening	positive
19	Statman, M. (2006)	Socially responsible indexes: Composition, performance, and tracking error.[1]	May 1990 - Apr 2004	Mainly S	Screening	positive
20	Van de Velde, E., Vermeir, W. & Corten, F. (2005)	Corporate social responsibility and financial performance.	Jan 2000 - Nov 2003	ESG	ESG integration /Screening	positive
4	Bello, Z. (2005)	Socially responsible investing and portfolio diversification.	Jan 1994 - Mar 2001	Mainly S	Screening	neutral
5	Benson, K.L., Brailsford, T.J. & Humphrey, J.E. (2006)	Do socially responsible fund managers really invest differently?	Jan 1994 - Dec 2003	Mainly S	Screening	neutral
6	Brammer, S., Brooks, C. & Pavelin, S. (2006)	Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures.	Jun 1997 - Jun 2002	E and S	Screening	neutral-negative
7	Chong, J., Her, M. & Phillips, G.M. (2006)	To sin or not to sin? Now that's the question.	Sep 2002 - Sep 2005	Mainly S	Screening	negative
8	Core, J., Guay, W. & Rusticus, T. (2006)	Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations.	Sep 1990 - Dec1999	G	Activism	neutral
9	Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. & Koedijk, K. (2005)	The eco-efficiency premium puzzle.[1]	Jul 1995 - Dec 2003	E	ESG integration	positive
10	Geczy, C., Stambaugh, R. & Levin, D. (2005).	Investing in socially responsible mutual funds (working paper).[2]	Jul 1963 - Dec 2001	S	Screening	negative
11	Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003)	Corporate governance and equity prices.	Jan 1990 - Dec 1999	G	Activism	positive
12	Hong, H. & Kacperczyk, M. (2006)	The price of sin: The effects of social norms on markets (working paper).	Jan 1965 - Dec 2004	S	Screening	negative
13	Opler, T.C. & Sokobin, Jo. (1995)	Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the Council of Institutional Investors.	Jan 1991 - Dec 1993	G	Activism	positive
14	Orlitzky, M., Schmidt, F.L. & Rynes, S.L. (2003)	Corporate social and financial performance: A meta-analysis.[3]	Jan 1972 - Dec 1997	S, and E to a lesser extent	Screening	positive
15	Schröder, M. (2004)	The performance of socially responsible investments: Investment funds and indices.	Varied start date: mid-1990s - Sep 2002	ESG	Screening	neutral-positive
16	Shank, T. M., Manullang, D.K. & Hill, R.P. (2005)	Is it better to be naughty or nice?	Dec 1993 - Dec 2003	ESG, with more S than E and G	Screening	positive

17	Smith, M.P. (1996)	Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS.	Jan 1987 - Dec 1993	G	Activism	positive
18	Statman, M. (2000)	Socially responsible mutual funds.	May 1990 - Sep 1998	Mainly S	Screening	positive
19	Statman, M. (2006)	Socially responsible indexes: Composition, performance, and tracking error.[1]	May 1990 - Apr 2004	Mainly S	Screening	positive
20	Van de Velde, E., Vermeir, W. & Corten, F. (2005)	Corporate social responsibility and financial performance.	Jan 2000 - Nov 2003	ESG	ESG integration /Screening	positive

Fonte: UNEP FI - Mercer, *Demystifying Responsible Investment Performance* (2007), pagg. 13-14.

Sebbene i risultati siano molto variegati, soprattutto in relazione alla regione e al periodo di tempo considerato, in generale l'evidenza empirica non mostra una penalizzazione evidente nel prendere in considerazione i fattori ESG nella costruzione di un portafoglio titoli. In particolar modo, per quanto riguarda l'ambito ambientale, lo studio condotto da Derwall et al. (2005) evidenzia che portafogli costituiti da azioni "eco-efficienti" hanno prestazioni migliori rispetto a quelli costituiti da titoli meno sostenibili; in altre parole, l'incorporazione della responsabilità ambientale fornisce vantaggi in termini di rafforzamento dei rendimenti del portafoglio di investimento[7].

Per quanto riguarda, invece, la seconda parte del report, ovvero i dieci studi condotti dai *practitioners*, sette riportano un risultato neutrale (alcuni sono stati contrassegnati come neutrali in quanto non presenti specifici test di correlazione nello studio) mentre i restanti segnalano un esito positivo.

[7] Si segnala, tuttavia, che lo studio mostra differenti risultati a seconda dell'utilizzo del *framework* del CAPM (modello a un solo fattore) o modelli multifattoriali.

Fig. 4.2 - Panoramica degli studi condotti da *broker*

	Authors	Title of study	Time period of study	E, S or G	RI approach	Findings on ESG factors
1	Dell, B., McMahon, N., Goller, A., & Gruber, S. (2007), Berstein Research	Berstein energy: An energy or environmental problem? The impact of CO_2 regulation on oil demand and alternative plays	Feb 2007	Mainly E	Thematic	neutral*
2	Bumm, P., Carballo, I., Halden, D., Lambert, P., Lamotte, C., Ocina, J.R., Patrick, D., Sikorsky, M. & Voisin, S. (2007), Cheuvreux	Biofuel challenges: A shift in leadership?	1990-2005	E	Thematic	neutral*
3	Tyrrell, M. & Brown, M. (2006), Citigroup Global Markets	Sustainability compendium: Updating our sustainable investable themes	Feb 2006	ESG	Thematic/ ESG integration	neutral*
4	Forrest, S., Ling, A., Lanstone M. & Waghorn, J. (2006), Goldman Sachs	Enhanced energy ESG framework	2004-2006	ESG	ESG integration	positive
5	Fox, M., Forrest, S., Ling, A. & Lynch, M. (2007), Goldman Sachs	Global food & beverages: Integrating ESG	1992-2006	ESG	ESG integration	neutral
6	Ling, A., Forrest, S., Mallin-Jones, P. & Feilhauer, S. (2006), Goldman Sachs	Global mining and steel: Integrating ESG	2002-2005	ESG	ESG integration	positive
7	Llewellyn, J. (2007), Lehman Brothers	The business of climate change: Challenges and opportunities	Feb 2007	Mainly E	Thematic	neutral*
8	Palmier, H. & Desmartin, J.P. (2006), Oddo Securities	Nanotechnologies: There are still plenty of opportunities and uncertainties at the bottom	2004-2015	E and S	Thematic	neutral*
9	Hudson, J. & Knott, S. (2006), UBS Investment Research	Alternative alpha: Infrastructure - The long view	Nov 2006	ESG	Screening	neutral
10	Garz, H. & Volk, C. (2007), WestLB Extra-Financial Research	What really counts. The materiality of extra-financial factors	2000-2005	ESG	ESG integration	positive

Fonte: UNEP FI - Mercer, *Demystifying Responsible Investment Performance* (2007), pag 39.

Alla luce del presente studio possiamo, quindi, affermare che la correlazione tra fattori ESG e performance è solo in pochissimi casi negativa, mentre nella maggior parte dei casi è neutrale e alcune volte positiva. Questo significa che, di solito, non vi è una penalizzazione evidente in termini di minor rendimento qualora si scelga di effettuare un investimento orientato alla sostenibilità.

Nel novembre 2009, Mercer pubblica un aggiornamento della *review* precedente: in questa pubblicazione[8] vengono presi in considerazione 16 nuovi studi accademici che analizzano la correlazione tra sostenibilità e performance finanziarie. Su 16 studi, dieci sono quelli che mostrano una relazione positiva, quattro riportano una relazione di neutralità e infine, due evidenziano una relazione neutrale-negativa.

Se in generale si evidenzia una relazione positiva della sostenibilità sui risultati finanziari delle imprese, considerando solo la dimensione ambientale, gli studi mostrano risultati contrastanti. Mentre Olsson (2007) ha riscontrato che la maggiore rischiosità ambientale dei portafogli (ossia portafogli composti da titoli con rating ambientali bassi) non ha un impatto statisticamente significativo sui rendimenti degli stessi, i risultati dello studio di Konar e Cohen (2001) evidenziano una significativa relazione positiva tra le prestazioni ambientali e il valore delle attività immateriali delle imprese quotate nell'indice S&P 500. Nel complesso, dunque, gli studi effettuati suggeriscono che l'importanza nel considerare il legame tra fattori ambientali e performance aziendali è varia e pertanto, deve essere misurata a livello disaggregato[9].

[8] Il documento *"Shedding light on responsible investment: approaches, returns and impacts"* è disponibile al link: https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/Shedding_light_on_responsible_investment_free_version.pdf

[9] Secondo Semenova e Hassel (2008) la relazione andrebbe studiata a livello settoriale.

Fig. 4.3 - Panoramica dei risultati degli studi della *review* Mercer (2009)

	Author(s) (year of publication)	Title of study	Period of study	E, S or G	RI approach	Findings on ESG factors
1	Ammann M, Oesch D, Schmid MM (2009)	Corporate governance and firm value: International evidence	2003 – 2007	G	ESG integration (specifically G)	Positive
2	Cortez MC, Silva F, Areal N (2009)	The performance of European socially responsible funds	Aug 1996 – Feb 2007	E, S, G	Screening	Neutral
3	Cunningham GM, Hassel LG, Nilsson H (2007)	A study of the provision of environmental information in financial analysts' research reports	Jan 2001 – May 2004	E	ESG integration (specifically E)	Neutral
4	Edmans A (2008)	Does the stock market value intangibles? Employee satisfaction and equity prices	Apr 1984 – Jan 2006	S	Screening	Positive
5	Galema R, Lensink R, Spierdijk L (2008)	International diversification and microfinance	1997 – 2007	S	Thematic	Positive
6	Galema R, Plantinga A, Scholtens B (2008)	The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment	1992 – 2006	E, S, G	Screening	Neutral
7	Jiraporn P, Gleason KC (2007)	Capital structure, shareholder rights, and corporate governance	1993 – 2002	G	Engagement	Positive
8	Klein A, Zur E (2006)	Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors	Jan 2003 – Dec 2005	G	Engagement	Positive
9	Konar S, Cohen MA (2001)	Does the market value environmental performance?	1989	E	ESG integration (specifically E)	Positive
10	Lee DD, Faff RW, Langfield-Smith K (2007)	Revisiting the CSP/CFP link: When employing corporate sustainability as a measure of CSP	1998 – 2002	E, S, G	ESG integration	Neutral-negative
11	Oehri O, Faush J (2008)	Microfinance investment funds – Analysis of portfolio impact	Jan 1999 – Dec 2007 and Jan 2004 – Dec 2007	S	Thematic	Positive
12	Olsson R (2007)	Portfolio performance and environmental risk	Jan 2004 – Jul 2006	E	ESG integration (specifically E)	Neutral-negative
13	Perino MA (2006)	Institutional activism through litigation: An empirical analysis of public pension fund participation in securities class actions	Jan 1984 – Dec 2004	G	Engagement	Positive
14	Richard OC, Murthi BPS, Ismail K (2007)	The impact of racial diversity on intermediate and long-term performance: The moderating role of environmental context	1997 – 2002	S	ESG integration (specifically S)	Positive
15	Semenova N, Hassel LG (2008)	Industry risk moderates the relation between environmental and financial performance	2003 – 2006	E	ESG integration (specifically E)	Positive
16	Stenström HC, Thorell JJ (2007)	Evaluating the performance of socially responsible investment funds: A holdings data analysis	Jan 2001 – Sep 2007	E, S, G	Screening	Neutral

Fonte: Mercer, *Shedding light on responsible investment* (2009), pag. 4.

Nel settembre 2014 viene pubblicato uno studio promosso dalla University of Oxford e da Arabesque Partners[10], società internazionale di *investment management* che investe in aziende sostenibili. Lo studio[11] considera oltre 190 ricerche accademiche ed è suddiviso in tre direttrici di analisi:

- nella prima parte si esamina gli effetti della sostenibilità sul costo del capitale per le imprese;

- la seconda parte analizza l'esistenza di una correlazione tra l'adozione di pratiche sostenibili e la performance aziendale;

- infine, nella terza e ultima parte si indaga se l'adozione di pratiche responsabili ha effetti sui corsi azionari delle imprese stesse.

Ai nostri fini, prendiamo in esame solo quest'ultimo tipo di correlazione, che è quella che poi ha interesse per gli investitori che operano sui mercati finanziari.

Su 39 studi analizzati da questa *review*, ben 31 mostrano una correlazione positiva tra l'adozione di pratiche ESG e la performance dei corsi azionari, quindi l'80% degli studi evidenzia come i prezzi azionari siano positivamente influenzati da comportamenti responsabili.

---

[10] Oggi Arabesque Asset Management, per approfondimenti si rimanda al sito ufficiale: www.arabesque.com

[11] University of Oxford e Arabesque Partners (2014), *From the stockholder to the stakeholder: how sustainability can drive financial outperformance,* disponibile al link: https://arabesque.com/research/From_the_stockholder_to_the_stakeholder_web.pdf

Fig. 4.4 - Panoramica dei risultati degli studi della *review* di Clark, Feiner e Viehs

STUDY AUTHORS	TIME PERIOD	ESG ISSUE	ESG FACTOR	IMPACT (*)
Aktas, de Bodt, and Cousin (2011)	1997-2007	Intangible Value Assessment Ratings	ESG	Positive (1)
Bebchuk, Cohen, and Ferrell (2009)	1990-2003	Entrenchment index	G	Positive (2)
Bebchuk, Cohen, and Wang (2013)	2000-2008	Governance quality/shareholder rights	G	No effect/no relation
Borgers, Derwall, Koedijk, and ter Horst (2013)	1992-2009	Stakeholder relations index	S	Mixed findings (3)
Brammer and Millington (2006)	1990-1999	Charitable giving	S	Mixed findings (non-linear) (4)
Brammer, Brooks, and Pavelin (2006)	2002-2005	Composite CSR index	ES	Mixed (5)
Capelle-Blancard and Laguna (2010)	1990-2005	Environmental disasters (explosions) at chemical plants	E	Positive (6)
Cheung (2011)	2002-2008	Sustainability index inclusion/exclusions	ESG	Positive
Core, Guay, and Rusticus (2006)	1990-1999	Governance index/shareholder rights	G	Positive
Core, Holthausen, and Larcker (1999)	1982-1984	Excessive compensation	G	Positive (7)
Cormier and Magnan (1997)	1986-1993	Amount of pollution	E	Positive (8)
Cremers and Nair (2005)	1990-2001	Reversed governance index and block holder ownership	G	Positive
Deng, Kang, and Low (2013)	1992-2007	Composite CSR index	ESG	Positive
Derwall, Guenster, Bauer, and Koedijk (2005)	1995-2003	Corporate eco-efficiency	E	Positive
Doh, Howton, Howton, and Siegel (2010)	2000-2005	Sustainability index inclusion/exclusion	ESG	Mixed (9)
Eccles, Ioannou, and Serafeim (2013)	1991-2010	Corporate sustainability index	ESG	Positive
Edmans (2011)	1984-2009	Employee satisfaction	S	Positive
Edmans (2012)	1984-2011	Employee satisfaction	S	Positive
Edmans, Li, and Zhang (2014)	1984-2013	Employee satisfaction	S	Generally positive
Faleye and Trahan (2011)	1998-2005	Employee satisfaction	S	Positive
Filbeck and Preece (2003)	1998	Employee satisfaction	S	Positive
Fisher-Vanden and Thorburn (2011)	1993-2008	Environmental performance initiative participation	E	Positive
Flammer (2013a)	1980-2005	Corporate environmental footprint	E	Positive
Flammer (2013b)	1997-2011	Shareholder-sponsored CSR proposals	ESG	Positive
Giroud and Mueller (2010)	1976-1995	Industry concentration	G	Positive (10)
Giroud and Mueller (2011)	1990-2006	Governance index in highly concentrated industries	G	Positive (11)
Godfrey, Merrill, and Hansen (2009)	1991-2002/03	Social initiative participation	ESG	Positive
Gompers, Ishii, and Metrick (2003)	1990-1998	Shareholder rights	G	Positive
Hamilton (1995)	1989	Volume of toxic releases	E	Positive (12)

STUDY AUTHORS	TIME PERIOD	ESG ISSUE	ESG FACTOR	IMPACT (*)
Jacobs, Singhal, and Subramanian (2010)	2004-2006	Environmental performance	E	Mixed findings
Johnson, Moorman, and Sorescu (2009)	1990-1999	Governance quality/shareholder rights	G	No effect/no relation
Karpoff, Lott, and Wehrly (2005)	1980-2000	Environmental regulation violations	ESG	Positive (13)
Karpoff, Lee, and Martin (2008)	1978-2002	Financial misrepresentation	G	Positive (14)
Kaspereit and Lopatta (2013)	2001-2011	Corporate sustainability and GRI	ESG	Positive
Klassen and McLaughlin (1996)	1985-1991	Environmental management awards	E	Positive
Lee and Faff (2009)	1998-2002	Corporate sustainability quality	ESG	Negative
Smithey Fulmer, Gerhart, and Scott (2003)	1998	Employee wellbeing	S	Positive (15)
Statman and Glushkov (2009)	1992-2007	Composite CSR index	ES	Positive
Yermack (1996)	1984-1991	Reductions in board size	G	Positive

Fonte: Clark G., Feiner A., Viehs M., *From the stockholder to the stakeholder: how sustainability can drive financial outperformance,* 2015.

In particolare, per quanto riguarda la dimensione ambientale, lo studio condotta da Klassen e McLaughlin (1996) ha evidenziato che le imprese che riportano notizie positive conseguono movimenti positivi dei prezzi delle azioni. Analogamente, le imprese coinvolte in eventi negativi dal punto di vista ambientale hanno segnalato significative diminuzioni del prezzo delle azioni (Flammer, 2013).

L'anno seguente, nel 2015, viene pubblicato un ulteriore studio[12] in cui sono considerate circa 2200 analisi empiriche. Oltre 2100 studi, quindi più del 90%, dimostrano una correlazione non-negativa tra l'integrazione dei fattori ESG e le performance economico-finanziarie e la maggioranza degli studi riporta una correlazione positiva.

[12] FRIEDE G., BUSCH T., BASSEN A., *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies,* Journal of Sustainable Finance and Investment, vol.5, no.4, 2015, pp. 210-233.

Attraverso un doppio metodo di indagine, gli Autori hanno evidenziato che maggiori possibilità di extra-rendimento si possono avere investendo nelle categorie di titoli diverse dalle azioni (*equity*) e in mercati emergenti o nell'America del Nord. Inoltre, ogni categoria della sostenibilità (E, S e G) ha ripercussioni sulla performance finanziaria ma nessuna, in particolare, ha dimostrato una maggiore significatività nella relazione con la CFP.

In conclusione, alla luce delle considerazioni teoriche e soprattutto delle evidenze empiriche presentate, è da escludere il mito dell'*underperformance* degli investimenti responsabili: le analisi empiriche, di fatto, non hanno evidenziato differenze statisticamente significative tra la performance degli SRI e quella degli investimenti tradizionali.

Volendo approfondire le verifiche empiriche prodotte sugli indici ESG, i risultati sembrano confermare le conclusioni appena raggiunte. I primi studi a riguardo sono stati quelli condotti da Sauer (1997) e Statman (2000) i quali hanno comparato le performance del Domini Social Index alle performance del corrispondente *parent index*, l'indice S&P 500: usando il modello del CAPM e l'indice di Sharpe per la stima dell'alfa di Jensen, entrambe le analisi non hanno trovato differenze significative tra le performance dei due indici.

Statman (2006) ha esteso il suo precedente studio (2000) ed ha preso in esame quattro indici SRI (Domini Social Index, Calvert's Social Index, Citizen's Index e DJSI US) confrontando le performance con l'indice S&P 500. Lo studio,

in questo caso, ha mostrato rendimenti superiori degli indici SRI ma i risultati non sono stati statisticamente significativi.

Schröder (2007) è stato il primo ad allargare i confini di tale analisi guardando al di fuori degli Stati Uniti e prendendo in esame la performance di 29 indici sostenibili di varie regioni geografiche: utilizzando anch'egli il modello di Sharpe per stimare l'alfa come parametro di misurazione delle prestazioni, non ha trovato alcuna prova significativa di prestazioni superiori o inferiori rispetto a quelle degli indici di riferimento.

Belghitar et al. (2014)[13] hanno comparato le performance di alcuni indici della serie FTSE4GOOD con quelli di indici convenzionali (*benchmark*) e un indice "*total market*" per un periodo pari all'incirca a 10 anni, da luglio 2001 (lancio della serie suddetta) a novembre 2010, giungendo alla conclusione che gli indici sostenibili presentano livelli di rendimento e rischio in linea con gli indici tradizionali.

.In definitiva, la maggior parte delle ricerche, effettuate utilizzando il *framework* "media-varianza", hanno dimostrato che le differenze in rendimento medio e rischiosità non risultano significative. Resta da chiedersi, come sottolineato nell'ultimo *paper* preso in esame, se tale modello risulti idoneo a rappresentare una realtà così complessa in quanto secondo vari autori tali prodotti

[13] BELGHITAR Y., EPHRAIM C., NITIN D., "*Does it pay to be ethical? Evidence from the FTSE4GOOD*" in Journal of Banking & Finance, 47, 2014, pp.54-62.

sarebbe soggetti a un *age effect*, ovvero necessiterebbero di un certo lasso di tempo per poter garantire rendimenti superiori ed inoltre gli indicatori di performance classici non sono in grado di tenere conto della duplice motivazione poiché presuppongono, per definizione, che l'unico aspetto da valutare sia il rendimento (oltre al rischio).

4.3 CRITICITÀ

A conclusione di questa lunga analisi condotta sul mondo degli investimenti responsabili, si analizzano ora le critiche mosse alla finanza sostenibile e a tali strumenti finanziari.

Diverse obiezioni vengono mosse alla finanza etica e sostenibile: alcune di natura pregiudiziale, altre di stampo accademico e altre ancora basate sull'osservazione di fatti concreti.

Alle critiche pregiudiziali che ritengono inconciliabile il connubio tra finanza ed etica, ossia che non ammettono la possibilità di effettuare investimenti finanziari guardando anche a valori diversi, oltre a quelli finanziari di rischio e rendimento, la risposta più evidente è data dalla crescita del fenomeno, come testimoniato dai report presentati nel secondo capitolo.

Alle critiche sui maggiori costi e sulla peggiore diversificazione del rischio degli investimenti responsabili si è cercato di dare una parziale risposta nel

precedente paragrafo, lasciando comunque aperto il dibattito circa ulteriori studi e approfondimenti che, si spera, saranno prodotti in futuro.

Infine, le critiche derivanti dall'osservazione oggettiva dei comportamenti nel mercato SRI lasciano aperto qualche dubbio sull'evoluzione che sta prendendo questo fenomeno. Ci si chiede, infatti, se in assenza di regole chiare, precise e soprattutto condivise, essa (la finanza etica) non finisca vittima di sé stessa e di meccanismi troppo complicati che possono portare a decisioni di investimento lontane dai principi guida che ne sono alla base e in contrasto con il basilare criterio, difficilmente quantificabile, del buon senso.

Si fa riferimento, in particolar modo, agli scandali che hanno interessato alcune delle maggiori società a livello globale, nonostante i quali le compagnie coinvolte hanno continuato (e in taluni casi, continuano) ad essere contemplate quali componenti dei più noti indici ESG. L'esempio, solo per citarne uno, è quello della società inglese British Petroleum (BP) e del disastro ambientale avvenuto nel 2010 nel Golfo del Messico[14].

Nel 2005, la compagnia venne esclusa dagli indici sostenibili della MSCI perché considerata carente sotto il profilo della sicurezza, ma solamente nel 2010,

[14] Il disastro ambientale della piattaforma petrolifera Deepwater Horizon, di proprietà della società svizzera Transocean ma affittata alla British Petroleum, è considerato il più grave della storia americana, sedici volte più grave, per entità, di quello della petroliera Exxon-Valdez (1989).
Il 20 aprile 2010, mentre era in corso la perforazione del pozzo Macondo, il pozzo di idrocarburi più profondo al mondo, si verificò un'esplosione (in cui persero la vita 11 persone) che innescò un incendio e lo sversamento in mare di milioni di barili di petrolio terminato oltre 100 giorni dopo, il 4 agosto 2010, con enormi ripercussioni sulla flora e fauna marittima.

ha seguito dell'incidente citato, la società venne rimossa dall'indice Dow Jones Sustainability Index di cui faceva parte e il posto lasciato libero fu ricoperto dalla Halliburton, considerata corresponsabile dell'incidente[15], in quanto fornitrice della struttura in cemento che fissava la piattaforma.

Le accuse principali rivolte agli indici ESG e alle agenzie di rating ESG (in particolare, al loro metodo di indagine) riguardano, infatti, l'assenza di trasparenza nelle scelte e nei motivi che portano ai giudizi di sostenibilità e alla conseguente inclusione o esclusione dall'universo investibile: un'opacità ingiustificata che può minare sensibilmente la credibilità e la diffusione di questi strumenti.

[15] Si veda, a tal proposito, l'articolo "*Ejecting BP and Anointing Halliburton"* di John Collins Rudolf pubblicato sul New York Times il 24 settembre 2010 e disponibile al link: https://green.blogs.nytimes.com/2010/09/24/ejecting-bp-and-anointing-halliburton/

CONCLUSIONI

Nel corso del presente lavoro abbiamo approfondito il fenomeno degli SRI, ovvero quell'insieme di strumenti finanziari contraddistinti da una duplice finalità e che negli ultimi anni hanno avuto un significativo sviluppo. La definizione più diffusa di finanza sostenibile (Eurosif, 2018) è infatti quella di un modello che tiene assieme, in una visione di lungo periodo, sia il rendimento finanziario per l'investitore che la creazione di un valore sociale condiviso, comprensivo della mitigazione dei rischi ambientali e delle disuguaglianze generate dall'attività economica.

Governi e istituzioni internazionali hanno recepito l'importanza di questi strumenti: le grandi sfide ambientali e sociali sono inserite in tutti i programmi di sviluppo per il prossimo futuro, soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2008, in quanto le basi del sistema così come era concepito al tempo, sono state messe in discussione. In questo contesto, gli investimenti sostenibili e responsabili assumono un ruolo importante perché si propongono di produrre ricchezza nel rispetto e nell'incremento dell'equilibrio ambientale, sociale ed economico.

Abbiamo analizzato, in *primis*, le origini della finanza etica per comprendere la nascita e lo sviluppo di tali prodotti e abbiamo concluso che la valutazione finanziaria, se affiancata da una valutazione che include gli elementi extra-

finanziari, permette un'analisi più approfondita e puntuale delle performance e dei rischi a cui l'impresa è soggetta.

Nel secondo capitolo abbiamo visto come la diffusione di tali strumenti sia in continua espansione e gli SRI rappresentino oggi una fetta considerevole del mercato dell'investimento gestito. Dai dati circa l'evoluzione del mercato europeo e mondiale, non vi è dubbio che questo trend sia destinato a continuare.

La forte crescita di questa modalità d'investimento spinge gli studiosi (e non solo) a interrogarsi sulla natura del fenomeno, a chiedersi se esso costituisca una moda effimera o, piuttosto, un cambiamento strutturale connesso a un'evoluzione del mercato. Le caratteristiche della finanza sostenibile lasciano supporre che essa sia riconducibile alla seconda opzione poiché incorpora un nuovo insieme di informazioni - i fattori ESG - all'interno di modelli di valutazione finanziaria. L'efficienza nel processo di selezione dei titoli beneficia, infatti, dell'espansione del set informativo preesistente e si avvantaggia delle modalità attraverso le quali le nuove informazioni sono rese disponibili, ovvero i rating ESG.

Il rating, considerato lo strumento principale nella valutazione delle performance socio-ambientali, e in particolar modo, il suo metodo di attribuzione necessitano di essere regolamentati al fine di permettere la confrontabilità e di valutare l'attendibilità dei giudizi espressi. Di fatto, l'assenza di linee-guida comuni risulta essere lo scoglio più grande da superare poiché una mancata univocità può portare le agenzie ad esprimere risultati molto differenti tra loro,

causando confusione negli investitori e il proliferarsi del fenomeno "*cherry picking*" da parte delle aziende che potrebbero scegliere di dare evidenza soltanto ai rating più favorevoli, occultando le valutazioni meno accomodanti date da altre agenzie utilizzando una differente metodologia d'indagine. Inoltre, un altro limite riscontrato è quello legato alla mancanza di trasparenza nelle decisioni che portano al giudizio finale: la *disclosure* informativa, necessaria a valutare meglio le politiche aziendali, sarebbe ingiustificatamente osteggiata proprio da quei soggetti deputati a segnalare al mercato le imprese più sostenibili.

In ultima analisi, abbiamo posto attenzione ai ritorni economici di tali investimenti e abbiamo concluso che è sbagliato considerarli come una sorta di beneficienza o elemosina in quanto, se è pur vero che si pone attenzione ai riflessi che l'investimento avrà sulla società, non si trascura l'aspetto finanziario e, come le analisi empiriche hanno evidenziato, un percorso che coniughi queste due realtà (rendimento ed eticità) è possibile.

In definitiva, dunque, le caratteristiche della finanza etica lasciano supporre che, nel periodo di massima diffusione del cosiddetto "shortermismo", ovvero della pressante necessità di un immediato ritorno economico, il ruolo originario della finanza, che ripristini un collegamento più diretto con la realtà economica, sembra essere ritornato in auge, o quanto meno l'aspettativa a riguardo è che si vada oltre la sua mera funzione speculativa.

Occorre, però, prestare attenzione a non commettere l'errore di accettazione acritica di un nuovo paradigma, che sostituisce quello precedente con quello della finanza sostenibile. Non bisogna, infatti, cadere nella tentazione di considerare come "buono" tutto ciò che ha un aggettivo "green" o "social" poiché sono sempre più diffusi i casi da parte di imprese che, attraverso un'apposita campagna di comunicazione, mirano a costruire un'immagine ingannevolmente positiva sotto il profilo ambientale o sociale (c.d. *greenwashing* e *social washing*). Per questo è necessario l'intervento degli organi competenti al fine di limitare il diffondersi di tali pratiche. In particolar modo, sarebbe opportuno una maggior regolamentazione, come già messo in atto dall'Unione Europea, volta a delineare caratteristiche e limiti di tale disciplina.

Per concludere, va sottolineato come, muovendosi all'interno di un ambito relativamente giovane e ancora alla ricerca di una definitiva affermazione, i continui tentativi di armonizzazione e le numerose novità che vengono proposte lasciano ampi spazi per ulteriori approfondimenti futuri. Ma non potrebbe essere altrimenti, visto quanto detto e scritto.

BIBLIOGRAFIA

BARNETT M.L., SALOMON R.M., "*Beyond dichotomy: the curvilinear relationship between social responsibility and financial performance"* in Strategic Management Journal, vol.27, no.11, 2006, pp.1101-1122.

BARNETT M.L., "*Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility"* in Academy of Management Review, vol.32, no.3, 2007, pp.794-816.

BARNETT M.L., SALOMON R.M., "*Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance"* in Strategic Management Journal, vol.33, no.11, 2011.

BATTINI F., *Riflessioni su etica, economia e finanza*, ed. Mucchi, Modena, 2000.

BECCHETTI L., FUCITO L., "*La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche"* in Rivista di politica economica, vol.90, no.5, Roma, 2000.

BEDOGNI ET AL., *Responsabilità sociale dell'impresa e finanza etica*, ed. Egea, Milano, 2002.

BERG F., KOELBEL J.F., RIGOBON R., *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG ratings,* MIT Sloan School of Management, working paper 5822-19, May 2020.

BICCIATO F. (a cura di), *Finanza etica e impresa sociale: i valori come fattori competitivi,* ed. Il Mulino, Bologna, 2000.

BOATRIGHT J.R., *Ethics in finance,* ed. Wiley Blackwell, Oxford, 2013.

BOSTON CONSULTING GROUP, *Global Asset Management 2018: The Digital Metamorphosis* in www.bcg.com.

BOWEN H.R., *Social responsibilities of the Businessman,* Harper&Row, New York, 1953.

BRUNELLI C., *Per un Geografia della sostenibilità: teorie e modelli didattici*, ed. Patron, Bologna, 2006.

CAPRIGLIONE F., *Etica della finanza e finanza etica*, ed. Laterza, Roma, 1997.

CARROLL A.B., *A three-dimensional conceptual model of corporate performance,* Academy of Management Review, vol.4, no.4, 1979.

CARROLL A.B., "*Corporate Social Responsibility: evolution of a definitional construct"* in Business and Society, September 1999.

CODA V., *Proprietà, lavoro e potere di governo dell'impresa,* ed. Giuffrè, Milano, 1967.

DAL MASO D., FIORENTINI G. (a cura di), *Creare valore a lungo termine: conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile*, ed. Egea, Milano, 2013.

DAVIS K., *"Can business afford to ignore social responsibilities?"* in California Management Review, vol. 2, 1960.

DERWALL J., GUENSTER N., BAUER R., KROEDJIK K., "*The eco-efficiency premium puzzle"* in Financial Analysts Journal, vol.61, no.2, 2005, pp.51-63.

DOMENICHELLI O., *Funzionamento, scelta e gestione dei fondi comuni di investimento. L'approccio dell'investitore,* ed. Giappichelli, Torino, 2007.

DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici,* ed. Giappichelli, Torino, 2013.

DUPRÈ D., GIRERD POTIN I., KASSOUA R., *Adding an ethical dimension to portfolio management*, Finance India 18, pp. 625–641, 2004.

ECPI, *ECPI ESG Rating Methodology: equity & corporate bond issuers,* v. 1.6, March 2018 in www.ecpigroup.com.

EFAMA, (2012) *Efama guidance on RI information in the KIID & Post Investment Disclosure* in www.efama.org.

EFAMA, *Annual Report 2017* in www.efama.org.

ESCRIG-OLMEDO E., FERNANDEZ-IZQUIERDO M.A. ET AL., "*Rating the raters: evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles"* in Sustainability, February 2019.

ESCRIG-OLMEDO E., FERNANDEZ-IZQUIERDO M.A ET AL., "*Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies"* in Internation Journal of Sustainable Economy, vol. 2, no. 4, 2010.

EUROSIF, *European SRI Study 2018* in www.eurosif.org.

FAMA E.F, FRENCH K.R., *"Multifactor explanations of Asset Pricing Anomalies"* in The Journal of Finance, vol. LI, no.1, March 1996.

FAMA E.F., "*Efficient capital markets: a review of theory and empirical work"* in The Journal of Finance, vol. 25, issue n.2, May 1970.

FLAMMER C., *"Corporate social responsibility and shareholder reaction: the environmental ewareness of investors"* in Academy of Management Journal, vol.56, vo.3, 2013, pp.758-781.

FREEMAN R.E., *Strategic Management: a stakeholder approach,* ed. Pitman, Boston, 1984.

FRIEDMAN M., *Capitalism and Freedom,* The University of Chicago Press, 1962.

FRIEDMAN M., "*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits"* in New York Times Magazine, 13 September 1970, pp.32-33.

FTSE RUSSELL, *FTSE4Good Index Series: Ground Rules v3.8,* June 2020 in www.ftserussell.com.

FUNARI S., *I vincitori in etica: valutazione multicriteriale di fondi socialmente responsabili* in "Il Risparmio", vol. 4, 2011.

FUNG H., LAW S. H., YAU J., *Socially Responsible Investment in a Global Environment,* ed. Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, 2010.

GAVAZZOLI SCHETTINI J., GAVAZZOLI SCHETTINI L., (a cura di), *Etica, futuro e finanza: l'esperienza dell'Agenzia Europea di Investimenti nella definizione di finanza etica e nella sua concreta applicazione,* ilSole24ore, Milano, 2002.

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (GSIA), *Global Sustainable Investment Review* 2018 in www.gsi-alliance.org.

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK (GIIN), *Annual Impact Investor Survey 2020* in www.thegiin.org.

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK (GIIN), *Roadmap for the Future of Impact Investing: Reshaping Financial Markets* in www.thegiin.org.

HAMILTON S., JO H., STATMAN M., "*Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds"* in Financial Analysts Journal, novembre-dicembre 1993, pp.62-66.

HAUGEN R.A., *The New Finance,* ed. Prentice-Hall, New Jersey, 1995.

HAUGEN R.A., *Modern Investment Theory,* ed. Prentice-Hall, New Jersey, 1997.

KLASSEN R.D., MCLAUGHLIN C., "*The impact of environmental management on firm performance"* in Management Science, vo.42, no.8, 1996, pp.1199-1214.

KONAR S., COHEN M.A., "*Does the market value environmental performance?"* in The Review of Economics and Statistics, vol.83., no.2, 2001, pp.281-289.

KREANDER N., GRAY R.H., POWER D.M. E SINCLAIR D., "*Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: a matched pair analysis"* in Journal of Business Finance and Accounting, no.32, pp.1465-1493.

KREANDER N., *An analysis of European Ethical Funds,* Research Paper no.33, ACCA*,* Londra, 2001.

KURTZ L., *"No effect of No net effect? Studies on Socially Responsible Investing"* in Journal of Investing, 1997.

KURTZ L., DIBARTOLOMEO D., "*Socially Screened Portfolios: an Attribution Analysis of Relative Performance"* in Journal of Investing, vol.5, no.3, 1996, pp.35-41.

LORENZETTI L., MARZANO F., QUAGLIO A., *Economia-finanza: per un'etica degli affari*, ed. Cittadella, Assisi, 2000.

MANELLI A., *Finanza aziendale - l'efficienza dei mercati, analisi fondamentale e analisi tecnica,* Clua Edizioni, Ancona, 2003.

MANELLI A., PACE R., *Finanza d'impresa - Analisi e metodi,* ed. ISEDI, Torino, 2009.

MANELLI A., "*Sostenibilità finanziaria e finanza sostenibile"* in Rivista di Studi sulla Sostenibilità, n.1, 2012, pp.11-13.

MARGOLIS J.D., ELFENBEIN H.A., WALSH J.P., "*Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance"* in Working Paper, Harvard Business School, Cambridge, 2007.

MARKOWITZ H., "*Portfolio selection"* in The Journal of Finance*,* vol.VII, no.1, August 1952.

MARKOWITZ H., *Portfolio selection: Efficient Diversification of Investments,* ed. Chapman&Hall, New York, 1959.

MASINI C., *Lavoro e risparmio*, ed. Utet, 1970.

MAURI A., CONTI C. (a cura di), *Finanza informale, finanza etica e finanza internazionale nelle piccole e medie imprese,* ed. Giuffrè, Milano, 2000.

MILANO R., *La finanza e la banca etica: economia e solidarietà,* Edizioni Paoline, Torino, 2001.

MINNETTI F., "*L'introduzione e la crescente rilevanza di profili etici"* in Studi e note di economia, vol. 2, 2004.

MOSKOWITZ M., *"Choosing Socially Responsible Stocks"* in Business and Society, 1972, pp.71-75.

MSCI ESG RESEARCH, *MSCI ESG Ratings Methodology: Executive Summary,* September 2019 in www.msci.com.

MSCI, *MSCI SRI Indexes Methodology,* May 2019 in www.msci.com.

NICCOLI A., *Etica e finanza: utopia e nuovi percorsi*, ed. Quattro Venti, Urbino, 1993.

NOVETHIC, *Overview of ESG rating agencies,* September 2013.

NOVETHIC, *Overview of ESG rating agencies,* October 2014.

OLSSON R., *Portfolio performance and environmental risk* in Sustainable Investment and Corporate Governance Working Papers, 2007.

ONIDA P., "*Economicità, Socialità ed Efficienza nell'Amministrazione d'impresa"* in Rivista Italiana di Ragioneria, marzo-aprile 1961.

ORLITZKY M., SCHMIDT F.L., RYNES S.L., "*Corporate social and financial performance: a meta analysis"* in Organizational Studies, vol.24, no.3, 2003, pp.403-441.

OSSERVATORIO FINETICA, *Etica, finanza e valore d'impresa,* ed. Egea, Milano, 2001.

PERRINI F., *Responsabilità sociale d'impresa e finanza etica,* ed. Egea, 2002

PERRINI F., TENCATI, A., *Corporate Social Responsibility: un nuovo approccio strategico alla gestione d'impresa*, ed. Egea, Milano, 2008.

PORTER M.E, KRAMER M.R.., *"Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility"* in Harvard Business Review, vol.84, no.12, 2006, pp.78-92.

PORTER M.E, VAN DER LINDE C., *"Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship"* in The Journal of Economic Perspectives, vol.9, no.4, 1995.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (PRI) ASSOCIATION, *Impact Investing Market Map* in www.unpri.org.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (PRI) ASSOCIATION, *PRI Annual report 2018* in www.unpri.org.

ROBECOSAM, *Measuring Intangibles: The SAM Corporate Assessment Methodology,* March 2020.

RUDD A., *"Social Responsibility and Portfolio Performance"* in California Management Review, summer 1981, pp.55-61.

S&P DOW JONES INDICES, *Dow Jones Sustainability Indices Methodology,* July 2019.

SAUER D.A., "*The impact of social-responsibility screens on investment performance: evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund"* in Review of Financial Economics, vol.6, 1997.

SCHRÖDER M., "*The performance of socially responsible investments: investment fund and indices"* in Financial Markets and Portfolio Management, vol.18, no.2, 2004, pp.122-142.

SEMENOVA N., HASSEL L.G., *Industry risk moderates the relation between environmental and financial performance* in Sustainable Investment Research Platform Working Papers, 2008.

SHARPE W., *Portfolio Theory & Capital Markets,* ed. McGraw-Hill, New York, 2000.

SIGNORI S., RUSCONI G., DORIGATTI M. (a cura di), *Etica e Finanza,* ed. Franco Angeli, Milano, 2005.

SIGNORI S., *Gli investitori etici: implicazioni aziendali – Problemi e prospettive*, ed. Giuffrè, Milano, 2006.

SIGNORI S., *Ethical (SRI) Fund in Italy: a review* in "Business Ethics: a European Review", vol. 18, 2009.

STANDARD ETHICS (2018), *Guide to explaining Solicited Ratings: essentials* in www.standardethicsrating.eu.

STANDARD ETHICS (2018), *Guide to Standard Ethics Rating: essentials* in www.standardethicsrating.eu.

STANDARD ETHICS (2018), *Guide to Standard Ethics Scoring Model: essentials* in www.standardethicsrating.eu.

STATMAN M., *Socially responsible mutual funds* in Financial Analysts Journal, May-June 2000, pp.30-39.

STATMAN M., "*Socially Responsible Indexes: composition, performance and tracking error"* in The Journal of Portfolio Management, vol.32, no.3, 2006, pp.100-109.

STIGLITZ J., *"The allocation role of the stock market"* in Journal of Finance, vol.26, no.2, 1981, pp.235-251.

SULLIVAN L.H., *Moving Mountains: The Principles and Purposes of Leon Sullivan*, Judson Press, 1999.

SUSTAINABILITY, *Rate the Raters 2020: investor survey and interview results,* March 2020 in www.sustainability.com.

TOMASI F., RUSSO A., *Il rating etico: un'analisi empirica del modello Standard Ethics,* Research Office, 2012.

UCODEP, *La finanza etica in Europa: attori, strumenti, pratiche per lo sviluppo del Nord e del Sud del mondo,* Arezzo, 2004.

VIGANÒ L., *La Banca Etica: esperienze in Italia e all'estero, strategie e innovazione nelle scelte operative,* Bancarie Editrice, 2001.

WISEBROAD M.J., *How to make responsible investment appealing* in Finance and the Common Good, n.27, Observatoire de la Finance, De Boeck, Bruxelles, 2007.