



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Scienze Economiche e Finanziarie

L’approccio dell’investitore individuale
verso gli investimenti sostenibili ESG

The approach of the individual investor
to sustainable ESG investments

Relatore: Chiar.mo
Prof. Marco Cucculelli

Tesi di Laurea di:
Nicolò Di Amario

Anno Accademico 2022 – 2023

INDICE

Introduzione	3
Capitolo 1 – La Finanza Sostenibile	6
1.1 La nascita dei principi ESG.....	6
1.2 L’evoluzione della normativa europea.....	16
1.2.1 SFDR (Regolamento 2019/2088)	18
1.2.2 Tassonomia (Regolamento 2020/852) e NFRD.....	21
1.2.3 IDD – Insurance Distribution Directive.....	27
1.2.4 Product Governance	29
Capitolo 2 – L’Investimento Socialmente Responsabile.....	31
2.1 La distinzione tra SRI e CSR	31
2.1.1 Il Libro Verde e la CSRD	37
2.1.2 Le definizioni di SRI e i criteri “ESG”	42
2.2 Le strategie d’investimento responsabile.....	46
2.2.1 I Green Bond	49
2.2.2 L’Impact Investing	57

Capitolo 3 – Il mercato ESG: tendenze e prospettive	67
3.1 Trend globale.....	67
3.1.1 Rating ESG e agenzie.....	71
3.2 Mercato europeo e italiano	80
3.3 Prospettive per il futuro	86
Capitolo 4 – Approccio all’investimento ESG da parte degli investitori	88
4.1 L’opinione dei consulenti finanziari	88
4.2 Indagine sull’interesse dei risparmiatori	92
4.2.1 Considerazione sui risultati	98
4.3 L’importanza del rendimento e delle performance	102
Conclusioni	107
Bibliografia	110
Sitografia	113

INTRODUZIONE

“Ambiente è il luogo in cui tutti noi viviamo, e sviluppo è ciò che ognuno di noi fa per migliorare il proprio posto all’interno di esso. Sono inseparabili. [...] Molti problemi di sopravvivenza sono legati allo sviluppo irregolare, alla povertà e alla crescita della popolazione. Tutti questi fattori esercitano pressioni senza precedenti sulle terre, le acque, le foreste, il pianeta, altre risorse naturali e per ultimo, ma non per importanza, nei paesi in via di sviluppo. [...] Ciò che è necessario ora è una nuova era di crescita economica - crescita forte e allo stesso tempo socialmente e ambientalmente sostenibile”. Queste parole, pronunciate dall’allora presidente della Commissione Mondiale su Ambiente e Sviluppo, Gro Harlem Brundtland, aprono nel 1987 il rapporto delle Nazioni Unite che per la prima volta introduce e definisce l’idea di sviluppo sostenibile. Da quel momento in poi il concetto di crescita economica sostenibile viene affiancato da una nuova definizione che prende il nome di “Finanza Sostenibile”. Tale etichetta individua tutte le strategie di investimento che, direttamente o indirettamente, hanno l’obiettivo di realizzare un rendimento socialmente condiviso assieme al ritorno economico atteso dall’investimento. Il tema della sostenibilità nei modi del produrre e del competere è al centro del dibattito economico da qualche tempo, infatti si è posta la necessità di favorire lo sviluppo di un modello di sviluppo economico che consideri e includa i fattori di carattere ambientale, sociale e le buone prassi di governo aziendale (fattori ESG – Environmental, Social and Governance). Oggigiorno i singoli individui sono sempre più consapevoli di quanto sia importante migliorare le proprie abitudini di consumo per ridurre gli impatti negativi sull’ambiente e molti paesi hanno adottato misure di

mitigazione dei rischi connessi a questi fattori, applicate in diversi ambiti al fine di perseguire uno sviluppo etico e soddisfare le nuove aspettative di clienti, investitori e cittadini. Il mondo finanziario può contribuire a far crescere questo sviluppo attraverso strumenti tipici della finanza, ma orientati alla sostenibilità e alla responsabilità. Questo lavoro di tesi nasce dalla consapevolezza che la sostenibilità è diventato un elemento necessario per orientare la propria strategia di medio-lungo termine e lo sarà sempre di più in futuro. Tali motivazioni mi hanno spinto ad approfondire il tema sempre più attuale degli investimenti ESG. L'obiettivo di questo elaborato è quello di analizzare l'approccio da parte degli investitori e la sensibilità che questi manifestano verso i principi e investimenti ESG, in base a dei parametri di riferimento. L'analisi e l'approfondimento di questo tema, ci permetteranno di provare a determinare se gli investimenti sostenibili rappresentano il futuro oppure se si tratta di una moda effimera che andrà a scomparire. La tesi è articolata in quattro capitoli. Nel primo capitolo verrà introdotto il tema della finanza sostenibile, partendo dalle sue origini, fino ad arrivare ai famosi principi ESG da rispettare, passando dall'evoluzione regolamentare della normativa europea e cosa comporta l'introduzione di alcune direttive. Nel secondo capitolo sarà posta l'attenzione sulla definizione di Investimento Socialmente Responsabile (SRI) e l'importanza che ne deriva; in particolar modo si analizzeranno gli elementi caratteristici dell'investimento sostenibile, le strategie d'investimento utilizzate, con attenzione ad un'altra definizione che spesso si confonde con quella di SRI, ovvero la CSR Corporate Social Responsibility (Responsabilità Sociale d'Impresa). Tra le strategie d'investimento riportate, sarà posto il focus sui Green Bond e sull'Impact investing. Il terzo capitolo si concentrerà sulla

descrizione del mercato ESG attraverso trend e prospettive, in particolare l'andamento del mercato globale e il rating ESG, lo strumento principale a disposizione degli investitori per valutare la sostenibilità dei propri investimenti. La domanda sempre crescente di questo tipo di informazioni ha fatto nascere un importante mercato, composto da società che si occupano di creare e commercializzare questi giudizi; tuttavia rimangono molte ombre e incongruenze sui metodi di costruzione dei rating di sostenibilità, che sono stati oggetto per questo di numerose critiche. Successivamente si procederà con la presentazione del quadro europeo ed italiano del mercato degli investimenti ESG. Il quarto ed ultimo capitolo sarà basato sul vero obiettivo dell'elaborato, ovvero l'approccio agli investimenti ESG da parte dei risparmiatori. L'unità sarà composta da prima uno studio sull'opinione che i consulenti finanziari hanno sia verso la sostenibilità, i potenziali clienti e i prodotti ESG. In seguito sarà riportata un'indagine svolta personalmente in collaborazione con l'agenzia principale Allianz di Giulianova (TE) con l'obiettivo di provare a determinare quale sia il reale interesse degli investitori verso questi tipi di investimenti e quali possono essere i dubbi dei clienti relativi a questo tema attraverso considerazioni sui risultati ottenuti. Tra questi si vedrà che una problematica emergente sarà l'aspetto sul rendimento e performance degli investimenti ESG che possono avere un'influenza negativa sulle scelte.

Questo elaborato vuole fungere quale strumento di supporto per tutti coloro che presentano una scarsa conoscenza nell'ambito degli investimenti sostenibili o che vogliono accrescerla.

CAPITOLO 1 – LA FINANZA SOSTENIBILE

1.1 LA NASCITA DEI PRINCIPI ESG

L'origine dell'investimento socialmente responsabile parte da dove è nato il capitalismo industriale, cioè in Gran Bretagna e negli Stati Uniti, tra la fine del settecento e l'inizio dell'ottocento, e si sviluppa di pari passo con l'affermazione del modello della società per azioni (spa). L'atto di nascita può essere fatto risalire al 1758, quando, nella loro riunione annuale, svoltasi a Philadelphia, i Quaccheri (movimento cristiano) decisero di proibire ai propri membri ogni forma di partecipazione economica nella tratta degli schiavi e di fare profitti dalla vendita di prodotti utilizzati per la guerra. Anche i Metodisti fissano alcuni principi di comportamento nel campo dell'economia: il famoso sermone su *'L'Uso del Denaro'* del reverendo John Wesley stabiliva il divieto di esercitare o sostenere imprese che danneggino il prossimo (e già a quel tempo parlò esplicitamente di attività pericolose per i lavoratori come le concerie o le imprese chimiche) o che fossero contrarie alla morale cristiana. La svolta è all'inizio del novecento, New York è una piazza finanziaria già paragonabile, nei meccanismi fondamentali, alle borse attuali, con centinaia di società quotate. Grandi banche d'affari, grandi finanziari, ma anche un mercato di piccoli risparmiatori, che investono averi in borsa (il 'retail' odierno). L'investimento azionario risentiva del clima sociale e religioso. La disapprovazione verso il consumo di alcol era profondamente radicata in larga parte della società americana, soprattutto di matrice protestante. Il proibizionismo creò le prime forme di investimento etico, cioè orientato da fattori non strettamente finanziari, infatti nel 1928 in America viene creato il primo fondo etico, il *Pioneer Fund*, il quale gestiva gli investimenti di

varie istituzioni religiose escludendo le imprese operanti nel settore dell'alcool, del tabacco e del gioco d'azzardo. Alcune tra le Chiese riformate americane non si limitavano a richiedere un determinato comportamento ai propri fedeli, ma giocavano un ruolo sociale attivo per influenzare le norme giuridiche. Chi investiva in attività criticabili sotto il profilo morale svolgeva le 'azioni del peccato'. La protesta contro la partecipazione americana nella guerra del Vietnam rappresenta un altro punto principale per la storia degli ESG, insieme e il regime oppressivo dell'apartheid in sud Africa. È in questo periodo, nel 1977 Leon Sullivan, un sacerdote e grande attivista per i diritti civili, elaborò una serie di principi (Sullivan principles), in forza dei quali le imprese statunitensi operanti in Sudafrica avrebbero dovuto applicare ai lavoratori del luogo le stesse regole adottate per i dipendenti americani. Dagli anni '80 il fenomeno inizia a diffondersi anche in Europa a partire dal Regno Unito dove nel 1985 Friends Provident (società finanziaria nata come mutua di assicurazione di ispirazione religiosa) costituì il primo fondo etico, lo *Stewardship Fund*, basato sulla esclusione dalle aree di business controverse (armi, tabacco, alcool, pornografia, gioco d'azzardo ...). Dagli anni '90 la finanza socialmente responsabile compie un salto di qualità e nascono i primi indici etici di borsa come il Domini Social Index 400 (DSI), il Dow Jones Sustainability Group Index (DJSGI) e il FTSE4GOOD Index. Nel 2000 nasce il Patto globale delle Nazioni Unite, l'ormai famoso Global Compact.

La storia moderna dei principi ESG può essere però fatta risalire all'inizio del 2004, quando l'allora Segretario generale delle Nazioni Unite, Kofi Annan, aveva invitato più di 50 CEO delle principali istituzioni finanziarie a partecipare a un'iniziativa congiunta

volta a integrare i valori del framework nei mercati dei capitali. L'acronimo stesso è stato coniato circa un anno dopo alla conferenza "*Who Cares Wins*" del 2005, in cui si spiegava l'idea che la crescente importanza dei fattori ambientali, sociali e di governance avrebbe portato a migliori decisioni d'investimento, creato un mercato finanziario più forte e duraturo. Nel 2006 la fondazione dei Principi per l'investimento responsabile (PRI), Nazioni Unite, ha redatto sei principi, che vengono lanciati al New York Stock Exchange, in cui si cerca di offrire una prima guida su cosa significhi fare investimenti responsabili, dove gli operatori della finanza possono aderire volontariamente:

- 1. incorporare parametri ambientali, sociali e di governance (ESG) nell'analisi finanziaria e nei processi di decisione riguardanti gli investimenti;
- 2. essere azionisti attivi nelle politiche e pratiche di azionariato;
- 3. esigere la rendicontazione su parametri ESG da parte delle aziende oggetto di investimento;
- 4. promuovere l'accettazione e implementazione dei Principi nell'industria finanziaria;
- 5. collaborare per migliorare l'applicazione dei Principi;
- 6. rendicontare periodicamente sulle attività e progressi compiuti nell'applicazione dei Principi.

I fattori ESG negli ultimi anni sono diventati sempre più discussi e analizzati, anche a seguito delle consistenti perdite economiche subite dagli investitori dovute ad esempio alle pandemie o ai disastri ambientali. Le tematiche di sostenibilità sono diventate più

rilevanti in particolar modo a seguito dell'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici del 2015 e dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile della Nazioni Unite. Il 12 dicembre 2015 si è conclusa a Parigi la XXI Conferenza delle Parti (COP21), con l'obiettivo di pervenire alla firma di un accordo volto a regolare il periodo post-2020. Tale accordo definisce quale obiettivo di lungo termine il contenimento dell'aumento della temperatura ben al di sotto dei 2°C e il perseguimento degli sforzi di limitare l'aumento a 1.5°C rispetto ai livelli pre-industriali. L'accordo prevede che ogni Paese, al momento dell'adesione, comunichi il proprio "contributo determinato a livello nazionale" con l'obbligo di perseguire misure domestiche per la sua attuazione. Ogni successivo contributo nazionale dovrà costituire un avanzamento rispetto allo sforzo precedentemente rappresentato con il primo contributo. L'Accordo di Parigi è entrato in vigore il 4 novembre 2016 (ovvero 30 giorni dopo il deposito degli strumenti di ratifica da parte di almeno 55 Parti della Convenzione che rappresentano almeno il 55% delle emissioni mondiali di gas-serra) e si applica dal 2021. È stata l'Organizzazione delle Nazioni Unite la prima a definire, con l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile, gli obiettivi per lo sviluppo sostenibile. L'Agenda 2030 rappresenta un programma di azione per il pianeta, stilato dai 193 Paesi membri dell'ONU, e consiste in 17 *Sustainable Development goals*, ovvero quegli obiettivi considerati necessari per orientare il mondo verso la strada della sostenibilità, che fan parte a loro volta di un programma di azione più ampio. I *goals* sono relativi alle persone: come i goals 1 e 2 ovvero la lotta alla povertà, alla fame; relativi alla prosperità come il goal 4 volto a garantire un'istruzione di qualità in tutti i Paesi; relativi al pianeta come i goals 13 e 14

ovvero la lotta al cambiamento climatico e la tutela dell'acqua e della vita sott'acqua; relativi alla pace come il goal 16 volto a promuovere una società non violenta. Infine, il diciassettesimo obiettivo, promuove la partnership tra i 16 obiettivi precedenti, chiedendo di intervenire in maniera integrata sulle diverse aree citate, essendo gli obiettivi tra loro fortemente interconnessi. I 17 goals proposti sono stati inseriti nel piano di azione dell'Organizzazione che conta ben 169 traguardi da raggiungere entro il 2030 a tutti i livelli: ambientale, economico, sociale e istituzionale. Tali traguardi hanno una validità globale, impattano quindi su tutti i Paesi e le componenti della società, dalle imprese private a quelle pubbliche fino ad arrivare ai singoli cittadini.



A fronte della definizione dell'Agenda 2030, tutti i Paesi, inclusa l'Unione Europea, sono stati quindi chiamati ad impegnarsi per definire una propria strategia di sviluppo sostenibile per perseguire gli obiettivi in essa definiti. Per raggiungere questi risultati, la

Commissione Europea ha stimato che sarà necessario effettuare almeno 18 miliardi di investimenti annuali in attività sostenibili in aggiunta a quelli già presenti. Inoltre, nel 2016 la Commissione Europea ha stabilito l'*High Level Expert Group*, ovvero un gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile, il cui compito è quello di elaborare raccomandazioni utili allo sviluppo sostenibile. Grazie al lavoro di tale gruppo di esperti si è quindi giunti nel 2018 al Piano d'Azione dell'Unione Europea per la finanza sostenibile, che poggia su tre macro-obiettivi:

1. riorientare i flussi di capitali verso attività sostenibili: con l'accordo di Parigi del 2015, l'Unione Europea si era posta degli obiettivi da raggiungere entro il 2030. Per far sì che tali target vengano effettivamente raggiunti è necessario che gli investimenti sostenibili abbiano un forte incremento;
2. integrare la gestione dei rischi di sostenibilità: includere gli obiettivi ambientali e sociali nei processi decisionali finanziari mira a limitare l'impatto finanziario dei rischi ambientali e sociali;
3. garantire trasparenza e una visione di lungo termine: la trasparenza delle attività dei partecipanti al mercato è fondamentale per un funzionamento corretto del sistema finanziario, che consente di valutare adeguatamente la creazione di valore a lungo termine da parte delle imprese. Se i rischi a più lungo termine non sono del tutto trasparenti, sarà difficile per le aziende stimarli e superarli.

Tale Piano d'Azione è stato a sua volta tradotto in dieci azioni chiave da intraprendere, necessarie per il perseguimento degli obiettivi citati. Vediamo dunque, quali sono i punti cardine del Piano d'Azione:

- 1) Istituire un sistema unificato a livello dell'UE di classificazione delle attività sostenibili, con l'elaborazione di una tassonomia e relazione del gruppo di esperti tecnici della Commissione per i cambiamenti climatici e attività sotto il profilo ambientale e sociale.
- 2) Creare norme/standard e marchi per i prodotti finanziari sostenibili: atti delegati verso emissioni di obbligazioni verdi e applicazione di un marchio Ecolabel UE ai prodotti finanziari.
- 3) Promuovere gli investimenti in progetti sostenibili: la Commissione adotterà misure per migliorare l'efficacia e l'impatto degli strumenti di sostegno agli investimenti nell'UE e altrove.
- 4) Integrare la sostenibilità nella fornitura di consulenza sugli investimenti: atti delegati della Commissione (direttive MiFID e IDD) sulla valutazione dell'adeguatezza e inclusione dell'ESMA delle preferenze in materia di sostenibilità.
- 5) Elaborare indici di sostenibilità, con trasparenza delle metodologie e delle caratteristiche dei benchmark: iniziativa volta a creare una specifica categoria di indici di riferimento.
- 6) Integrare meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca: progressi in merito alle azioni compiute dalle agenzie di rating, valutazione dell'ESMA delle prassi in essere nel mercato del rating del credito.
- 7) Chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività in materia di sostenibilità ed aumentare la trasparenza verso gli investitori finali, compreso le strategie e l'esposizione ai rischi.
- 8) Integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali, per tener conto dei rischi connessi, salvaguardando al tempo stesso la stabilità finanziaria e la coerenza con la tassonomia UE.

9) Rafforzare la comunicazione per la sostenibilità e l'elaborazione delle norme contabili: pubblicazione delle valutazioni di idoneità sulla comunicazione societaria pubblica, revisione sulle informazioni non finanziarie, rendere noto il modo in cui si tengono conto dei fattori di sostenibilità nel processo decisionale, valutare l'incidenza dei principi IFRS nuovi o riveduti sugli investimenti sostenibili.

10) Promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali.

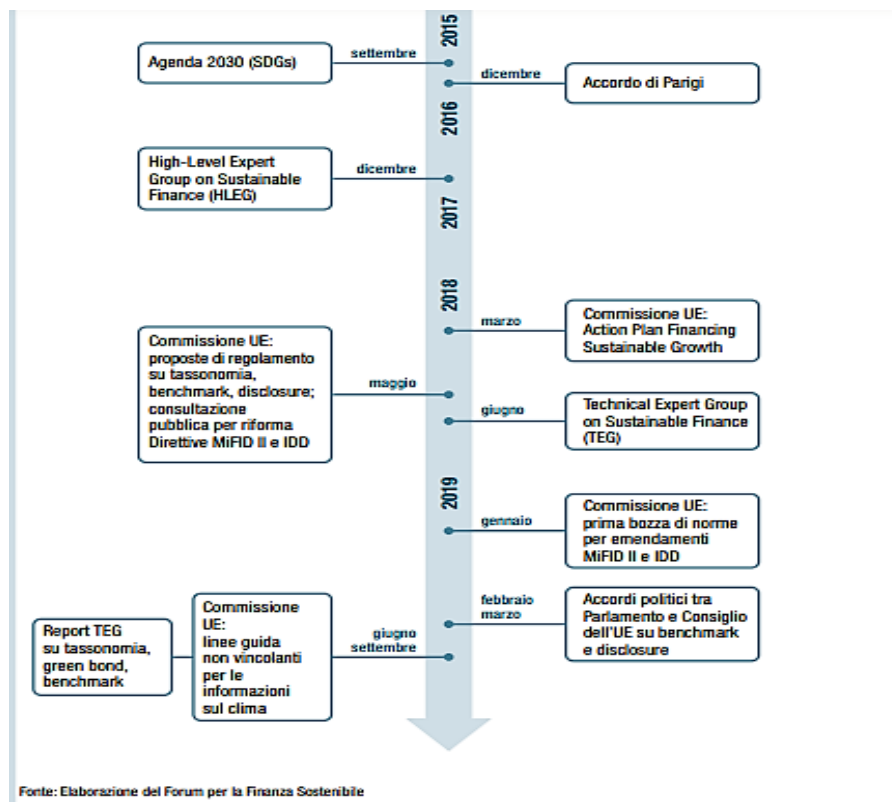
NOTA: I primi 5 punti rientrano nel primo macro-obiettivo, le azioni 6-7-8 seguono il secondo macro-obiettivo e i punti 9-10 fanno parte del terzo.

L'adozione di politiche decise e ambiziose per individuare soluzioni ai problemi del cambiamento climatico, del degrado ambientale, dell'esaurimento delle risorse e della sostenibilità sociale potrà essere coronata da successo soltanto previa una definizione delle priorità e una pianificazione adeguate. La Commissione riconosce che il settore finanziario ha un ruolo fondamentale da svolgere nel conseguimento di questi obiettivi ambientali e sociali fondamentali, poiché la transizione richiederà l'apporto di ingenti volumi di capitali privati. Tuttavia, l'Unione europea non è in grado di realizzare questo cambiamento duraturo da sola. È indispensabile uno sforzo coordinato a livello mondiale.

A maggio 2018 la Commissione Europea ha avviato l'attuazione delle prime misure contenute nell'Action Plan introducendo tre proposte di regolamento:

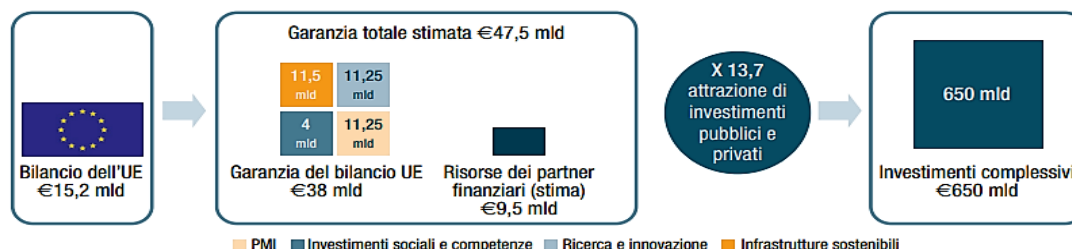
- sistema di classificazione delle attività eco-compatibili ("tassonomia");
- benchmark low-carbon e positive carbon impact;
- rendicontazione sui temi di sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG) da

parte degli investitori istituzionali. Inoltre, la Commissione Europea ha aperto una consultazione pubblica in merito all'integrazione dei criteri ESG nell'attività di consulenza, con l'obiettivo di riformare le Direttive MiFID II e IDD, che disciplinano i mercati rispettivamente dei prodotti finanziari e dei prodotti assicurativi. A giugno 2018 la Commissione Europea ha nominato un Technical Expert Group (TEG) on Sustainable Finance, un gruppo multi-stakeholder di esperti incaricati di fornire consulenza. Formato da 35 esperti in materia di finanza sostenibile, la sua funzione è quella di supportare la Commissione ad attuare l'Action Plan approvato, attraverso studi approfonditi. Nel grafico che segue si riassumono le tappe principali del processo di riforma avviato dalla Commissione Europea a partire dalle premesse rappresentate dall'Accordo di Parigi e da Agenda 2030, fino all'esito dei lavori del TEG nel 2019.



A partire da gennaio 2019, il tema delle infrastrutture sociali ha ricevuto nuova attenzione attraverso il Piano InvestEU, il nuovo programma comunitario che riunirà in un unico fondo i finanziamenti dell'Unione Europea, con l'obiettivo di creare sinergie ed evitare sovrapposizioni. Operativo dal 2021 al 2027, il fondo InvestEU sostituirà l'European Fund for Strategic Investments (EFSI) del cosiddetto "piano Juncker", istituito in risposta alla crisi finanziaria che ha colpito l'Europa nel 2011. InvestEU si concentrerà su quattro aree tematiche: Piccole e Medie Imprese (PMI); ricerca e innovazione; infrastrutture sostenibili; investimenti a impatto sociale. InvestEU non fornisce finanziamenti diretti, bensì una garanzia pubblica di €38 miliardi, che saranno utilizzati per aumentare la capacità di rischio di investitori pubblici e privati. Coprirà il 40% di tale cifra, corrispondente a €15,2 miliardi sul bilancio dell'Unione Europea, che saranno accantonati per i casi in cui sarà necessario ricorrere al fondo. Il programma prevede €11,5 miliardi per le infrastrutture sostenibili, €11,25 miliardi per le PMI, €11,25 miliardi per ricerca e innovazione, €4 miliardi per investimenti sociali. I partner finanziari dei diversi progetti saranno tenuti a contribuire per almeno €9,5 miliardi per accrescere la capacità di rischio degli investimenti. L'investimento complessivo tenuto conto dell'effetto moltiplicatore è stimato dalla Commissione Europea in €650 miliardi.

Come funziona InvestEU

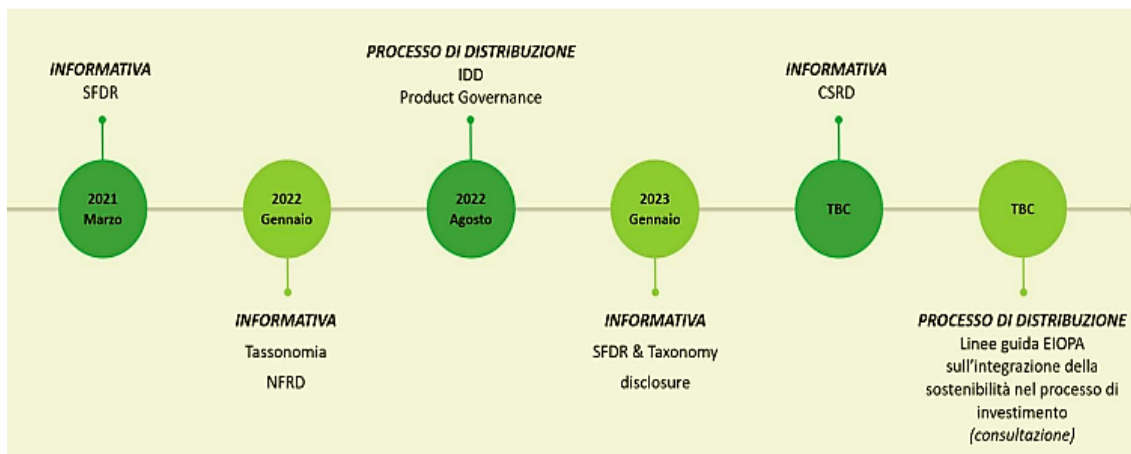


Fonte: Ec.europa.eu, EU budget for the future

1.2 L'EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA EUROPEA

Negli ultimi anni, le istituzioni europee sono intervenute con decisione su numerosi fronti con l'obiettivo di rendere l'economia del continente più sostenibile sotto il profilo ambientale e sociale. In particolare, il settore finanziario è stato tra i più influenzati attraverso provvedimenti volti a massimizzare la trasparenza dei mercati e integrazione dei criteri ESG nei prodotti e processi di investimento. A fronte dell'Accordo di Parigi e dell'Agenda 2030 dell'ONU, i governi mondiali si sono concentrati sulla creazione di nuovi framework regolamentari, necessari per tener conto delle tematiche di sostenibilità nelle attività economiche. In questa unità ci concentreremo in particolar modo sugli impatti in tema di Investor Protection, ovvero su tutte le nuove normative, piuttosto che sulle modifiche alle normative esistenti, introdotte nell'ambito della sostenibilità dalla Commissione Europea, a tutela degli investitori finali. La Commissione Europea ha avviato, a partire dal 2016, un percorso regolamentare finalizzato ad introdurre gradualmente un framework di riferimento della finanza sostenibile per gli intermediari finanziari, che culmina nel Piano d'Azione approvato nel 2018. Come detto in precedenza, il Piano d'Azione è basato su 3 macro-obiettivi da perseguire. Proprio su queste tre priorità le istituzioni europee sono intervenute con alcune importanti misure, già parte del sistema normativo comunitario o programmate per i prossimi anni. Quindi le principali aree di impatto in ambito Investor Protection sono l'informativa, declinata tramite la SFDR, la tassonomia e la CSRD e il processo di distribuzione, regolamentato ad esempio nell'IDD con riferimento sia all'adeguatezza che al processo di Product Governance.

Evoluzione della normativa nel tempo



Fonte: Finanzasostenibile

Procedendo in ordine temporale, la prima normativa entrata in vigore, a marzo 2021, è stata la SFDR ovvero la Sustainable Finance Disclosure Regulation, a norma della quale gli intermediari hanno dovuto modificare i loro siti web e l'informativa precontrattuale fornita ai clienti per dare disclosure del fatto che nelle politiche di investimento e in quelle di remunerazione sono stati integrati i fattori di sostenibilità. Inoltre, gli intermediari devono indicare ai clienti le caratteristiche ESG di tutti quei prodotti per i quali ricoprono il ruolo di manufacturer. La SFDR è seguita, a partire da gennaio 2022, dal Regolamento Tassonomia che introduce un linguaggio comune per l'individuazione delle attività economiche sostenibili e dalle modifiche alla NFRD, Non-Financial Reporting Directive, ovvero dalla dichiarazione di carattere non finanziario all'interno della quale deve essere data disclosure delle attività ecosostenibili dell'impresa. Spostandoci dall'area dell'informativa a quella del processo di distribuzione, a partire da agosto 2022 entreranno in vigore le modifiche introdotte nell'Insurance Distribution Directive, nota

anche come IDD e quelle relative alla Product Governance che chiedono agli intermediari di integrare nel processo di consulenza e in quello di Product Governance i fattori ESG, come ad esempio le preferenze di sostenibilità dei clienti. Sempre con riferimento all'informativa, a partire da gennaio 2023, entreranno in vigore i nuovi criteri tecnici per la disclosure ai sensi della SFDR e della Tassonomia, utili a modificare l'informativa precontrattuale, le relazioni periodiche e i siti web delle società e degli intermediari, al fine di informare la clientela in merito alle caratteristiche e ai criteri ESG considerati nelle scelte di investimento. Quanto fin ora presentato sono le normative per le quali è già nota la data entro la quale le società e gli intermediari dovranno adeguarsi ai nuovi obblighi; il framework non è però ancora completo, infatti con riferimento all'ambito dell'informativa probabilmente nel 2023 entrerà in vigore la CSRD, ovvero la Corporate Sustainability Reporting Directive che richiede la pubblicazione di un report sulla sostenibilità e introduce dei KPI standard di sostenibilità; inoltre, si è in attesa della versione finale delle linee guida EIOPA per l'integrazione della sostenibilità e quindi delle preferenze di sostenibilità del cliente nel processo di investimento e nei controlli di adeguatezza.

1.2.1 SFDR (REGOLAMENTO 2019/2088)

Un primo tentativo legislativo europeo è rappresentato dal Regolamento UE 2019/2088, denominato "Sustainable Finance Disclosure Regulation" (SFDR), pubblicato in Gazzetta ufficiale il 9 dicembre 2019 ed in vigore dal 10 marzo 2021. Il Regolamento sulla trasparenza delle informazioni di sostenibilità ha introdotto requisiti di disclosure su rischi e impatti di sostenibilità delle politiche d'investimento e dei prodotti per i

partecipanti ai mercati e per i consulenti finanziari. L'obiettivo è incrementare la trasparenza del mercato SRI attraverso una disclosure standardizzata e contrastare il fenomeno del greenwashing, entrambi elementi essenziali per orientare un maggior flusso di capitali verso progetti e imprese sostenibili. Un esempio potrebbe essere un prodotto che all'interno del suo nome contiene l'accezione green, senza però rispettare i parametri della sostenibilità. L'introduzione di questo Regolamento è significativa per il mercato della finanza sostenibile per almeno due motivi: • prevede, per la prima volta, una definizione normativa di "investimento sostenibile"; • impone norme comuni sulla divulgazione – nei prodotti finanziari - di informazioni sui temi di sostenibilità. In particolare, consulenti e investitori istituzionali hanno l'obbligo di comunicare sul sito web: come integrano i rischi di sostenibilità nei processi decisionali; come le politiche di remunerazione sono coerenti con l'integrazione dei rischi ESG e come individuano, analizzano e si impegnano a ridurre i principali impatti negativi delle politiche d'investimento sui fattori di sostenibilità (Principal Adverse Impact – PAI). In caso contrario, si deve offrire una chiara motivazione secondo il principio in vigore del "comply or explain", ovvero se un soggetto finanziario non tiene in considerazione gli impatti negativi delle sue attività, deve spiegarne il motivo. Fanno eccezione le organizzazioni con più di 500 dipendenti che, dal 30 giugno 2021, non possono più avvalersi dell'opzione explain e sono obbligate a pubblicare dati sugli impatti negativi. Nel prossimo futuro, tutte le aziende saranno tenute al comply. Oltre a chiarire se, quanto e come gli operatori finanziari considerano gli aspetti ESG nelle proprie politiche, il Regolamento si propone di fare chiarezza sui prodotti che vengono definiti e venduti

come “sostenibili”: a partire da marzo del 2021, infatti, tali prodotti devono dimostrare di avere determinate caratteristiche. In particolare, la SFDR presenta una prima classificazione dei prodotti di investimento distinguendoli come:

- prodotti *pale green*
- prodotti *light green*
- prodotti *dark green*

Sono considerati prodotti *pale green* tutti quei prodotti che, pur considerando alcuni aspetti minimali della sostenibilità, quali ad esempio l’integrazione del rischio di sostenibilità nelle decisioni di investimento, non possono essere classificati come prodotti sostenibili in senso stretto e questi sono normati all’interno dell’articolo 6 della SFDR. Un prodotto di investimento sarà invece definito *light green*, dall’articolo 8 della SFDR, se ha un’ambizione legata alla sostenibilità, ovvero se promuove caratteristiche ambientali o sociali o una combinazione di entrambe, purché le società in cui si effettuano gli investimenti rispettino le pratiche di buona governance. Infine, si parla di prodotti *dark green*, con riferimento a quei prodotti finanziari che hanno come obiettivo principale quello di realizzare investimenti sostenibili, ovvero quelli normati all’interno dell’articolo 9 della SFDR, come i fondi che puntano a ridurre le emissioni di CO2. In supporto a tale regolamento, il Comitato misto delle tre autorità europee di vigilanza (EBA, EIOPA e ESMA – ESAs) ha divulgato i c.d. “Regulatory Technical Standards” (RTS), ossia norme tecniche di regolamentazione che definiscono il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni sulla sostenibilità. La Commissione UE ha adottato tutti gli RTS nel corso del 2021 in un unico documento (“Single Rulebook”).

1.2.2 TASSONOMIA (REGOLAMENTO 2020/852) E NFDR

Nel perseguire il primo obiettivo del Piano d’Azione relativo a riorientare i flussi di capitali verso investimenti ecosostenibili, per una crescita sostenibile ed inclusiva, risulta necessario istituire un sistema di classificazione unificato in merito alle attività ritenute tali. In tal senso – il 22 giugno 2020 – è stato pubblicato in Gazzetta ufficiale il Regolamento (UE) 2020/852, denominato “EU Taxonomy” entrato in vigore a partire da gennaio 2022. In sintesi, la tassonomia è una classificazione delle attività economica eco-compatibili, considerate sostenibili in base all’allineamento agli obiettivi ambientali dell’Unione Europea e al rispetto di alcune clausole di carattere sociale. Queste attività sostenibili possono essere classificate grazie al codice NACE, ovvero il codice utilizzato all’interno dell’Unione Europea per classificare le attività economiche in specifiche categorie. La tassonomia è una guida: - per le imprese (per valutare le proprie attività, definire politiche aziendali in ottica di una maggiore sostenibilità ambientale e per rendicontare agli stakeholder in modo più completo e comparabile); - per gli investitori (per integrare i temi di sostenibilità nelle politiche d’investimento e per comprendere l’impatto ambientale delle attività economiche nelle quali investono); - per le istituzioni pubbliche (che possono utilizzare la tassonomia per definire e migliorare le proprie politiche di transizione ecologica). Il Regolamento Tassonomia comprende una lista di attività economiche e di criteri tecnici che ne misurano l’impatto ambientale. Le attività economiche sono selezionate sulla base della loro possibilità di contribuire ai sei obiettivi ambientali identificati dalla Commissione Europea, che sono: 1) mitigazione del cambiamento climatico;

2) adattamento al cambiamento climatico; 3) uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine; 4) transizione verso l'economia circolare, con riferimento anche a riduzione e riciclo dei rifiuti; 5) prevenzione e controllo dell'inquinamento; 6) protezione della biodiversità e della salute degli eco-sistemi.

Per ciascuno di questi obiettivi la Commissione Europea ha elaborato o sta elaborando i criteri tecnici, contenuti in specifici Atti Delegati, tramite i quali sarà possibile definire se questa può considerarsi o meno ecosostenibile. Inoltre il Regolamento stabilisce che, per essere eco-compatibile, un'attività deve: → contribuire positivamente ad almeno uno di questi sei obiettivi; → non produrre impatti negativi su nessun altro obiettivo (“do no significant harm” - DNSH); → essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime (es. le Linee guida OCSE per le imprese multinazionali e i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani). Il Regolamento SFDR e Tassonomia appena presentati, sono strettamente legati tra di loro, in quanto disciplinano congiuntamente due aspetti rilevanti del nuovo framework regolamentare, ovvero la classificazione dei prodotti e gli obblighi di disclosure. - Con riferimento alla classificazione dei prodotti, la SFDR e la Tassonomia mirano a creare un linguaggio comune per la classificazione dei prodotti sostenibili. A tal proposito la SFDR da una definizione più o meno ampia degli investimenti sostenibili distinguendo, attraverso gli articoli 6 - 8 - 9, tra prodotti che promuovono caratteristiche ambientali e sociali e prodotti che hanno obiettivi di investimento sostenibile. La Tassonomia, invece, consente di definire se un'attività economica è o meno ecosostenibile, condizione che si verifica solo se si rispettano i criteri tecnici. - Con riferimento agli obblighi di disclosure, la SFDR e la Tassonomia mirano ad

aumentare la trasparenza per i Clienti. A tal proposito gli intermediari dovranno modificare / integrare l'informativa precontrattuale, il sito web e le relazioni periodiche. Questi obblighi sono declinati secondo una linea guida ben precisa che è definita all'interno degli standard tecnici europei che entreranno in vigore a gennaio 2023. Inoltre, a luglio del 2021 è stato adottato l'atto delegato che dettaglia i contenuti, le tempistiche e le modalità con cui le imprese soggette alla Non-Financial Reporting Directive - NFRD devono pubblicare informazioni sull'allineamento delle loro attività alla tassonomia (secondo quanto previsto dell'art. 8 dell'omonimo Regolamento). In particolare, le imprese non finanziarie devono pubblicare informazioni su: quota di fatturato (Turnover) proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche allineate alla tassonomia; quota di spese in conto capitale (Capex) e di spese operative (Opex) relative ad attivi o processi associati ad attività economiche allineate alla tassonomia. Mentre il Capex è un indicatore dinamico e prospettico che, a differenza del fatturato (più statico e retrospettivo), si riferisce ai piani strategici definiti dalle aziende al fine di realizzare una progressiva decarbonizzazione in un determinato lasso di tempo; l'Opex misura se l'azienda stia perseguendo gli obiettivi intermedi del piano strategico di transizione ecologica. Questi dati consentono di indirizzare, in modo più trasparente e consapevole, verso investimenti sostenibili. Infatti alle società finanziarie (banche, asset manager e imprese assicuratrici) è richiesto di pubblicare indicatori chiave di performance (o Key Performance Indicator - KPI) che esprimano la percentuale di allineamento degli asset alla tassonomia. In questo caso, il KPI è rappresentato come un rapporto tra investimenti e attività finanziarie allineati alla tassonomia (al numeratore) e totale degli investimenti e

delle attività finanziarie (al denominatore). L'applicazione dei requisiti sarà graduale tra il 2022 e il 2024. Infine, è bene sottolineare come i prodotti di cui all'articolo 8 della SFDR possono a loro volta essere o meno allineati alla Tassonomia e in questo caso non si parla più di investimenti sostenibili, bensì di investimenti eco-sostenibili.

Gli investimenti sono definiti *sostenibili* quando congiuntamente:

- vengono fatti in attività economiche che contribuiscono ad un obiettivo ambientale o sociale

- non arrecano danni significativi a nessun altro dei sei obiettivi illustrati in precedenza

- vengono fatti su imprese che rispettano le prassi di buona governance.

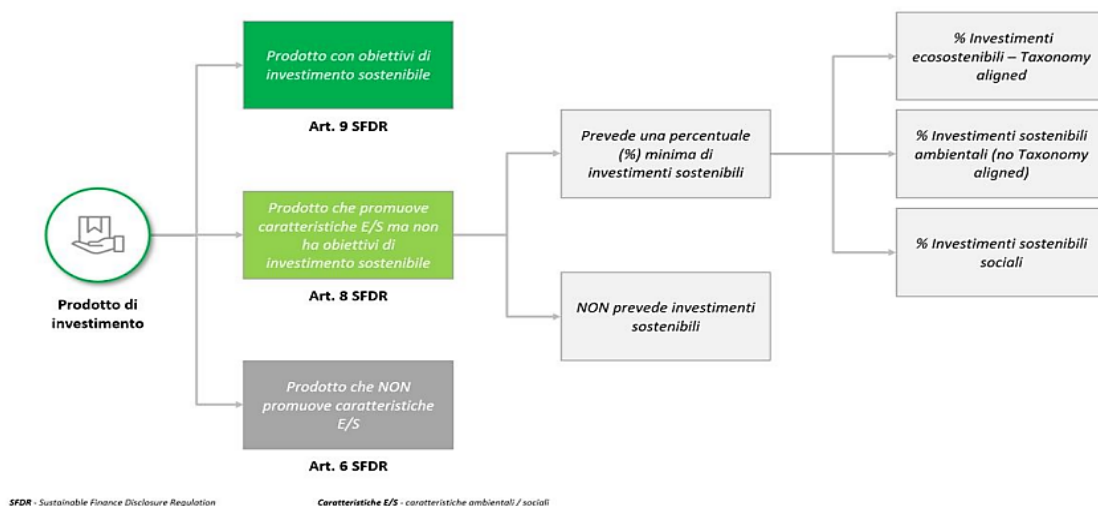
Gli investimenti sono definiti *eco-sostenibili* quando congiuntamente:

- forniscono un contributo sostanziale ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali definiti dalla Tassonomia;
- non arrecano un danno significativo a nessuno degli altri obiettivi, secondo il principio di Do No Significant Harm;
- sono conformi ai criteri tecnici di screening definiti negli Atti Delegati della Tassonomia;
- rispettano le garanzie minime di salvaguardia sul piano sociale e della governance.

Se, come detto, la SFDR distingue i prodotti di investimento a seconda che gli stessi siano classificabili come articolo 6, articolo 8 o articolo 9, vediamo ora come a loro volta i prodotti identificabili come articolo 8, che promuovono quindi caratteristiche ambientali e/o sociali possono essere classificati. I prodotti dell'articolo 8 (*light green*) promuovono caratteristiche ambientali o sociali senza porsi unicamente obiettivi di investimento sostenibile, questo non vuol dire che non possono perseguire alcun obiettivo di investimento sostenibile ma che non effettuano esclusivamente tali investimenti, pertanto,

la prima distinzione può essere fatta tra prodotti articolo 8 che prevedono una percentuale minima di investimenti sostenibili o meno. Come visto, un investimento sostenibile può rientrare nella sottoclasse più ristretta degli investimenti eco-sostenibili e, in tal caso, sarà possibile identificare per ogni prodotto finanziario che prevede una percentuale di investimenti sostenibili quali di questi investimenti sono ambientali e allineati alla Tassonomia e quali no, oltre a quale percentuale di questi investimenti è invece di carattere sociale.

Classificazione dei prodotti di investimento



Fonte: finanzasostenibile

Tra questi prodotti di investimento, ci sono i Fondi di Investimento Alternativi, noti come FIA, che si distinguono dagli altri strumenti finanziari poiché propongono forme di investimento diverse da quelle tradizionali, come azioni e obbligazioni, con l'obiettivo di diversificare il profilo rischio / rendimento dei portafogli. La definizione è quindi piuttosto ampia e comprende diverse tipologie di strumenti, tra cui Private Equity &

Venture Capital, Private Debt e l'investimento in asset reali alternativi. I FIA si distinguono dai fondi tradizionali in quanto non seguono un benchmark di riferimento e, generalmente, presentano dei profili di rendimento e di volatilità più alti. Tra i FIA sono particolarmente noti i cosiddetti Hedge Fund, fondi di investimento speculativi che sfruttano vendite allo scoperto e leva finanziaria per raggiungere un obiettivo di rendimento assoluto, anche quando i mercati finanziari sono in perdita. Poniamo il caso in cui un FIA sia composto da: 30% azioni quotate, 10% derivati quotati, 40% OICR italiani, 20% obbligazioni. Per calcolare il livello di sostenibilità del fondo sarà necessario effettuare la media pesata dei sottostanti, date le loro caratteristiche ESG. Da questa media deriverà la classificazione dello strumento in base all'articolo 6 o 8 o 9 della SFDR. Ultimo aspetto da analizzare, con riferimento alla classificazione dei prodotti ai sensi del nuovo framework normativo ESG, è quello relativo ai PAI. Un prodotto di investimento potrà o meno considerare questi PAI, questa è l'ultima sotto classificazione che possiamo fare per i prodotti sostenibili. Ma cosa sono i PAI? Questi rappresentano i Principal Adverse Impact, ossia i principali impatti negativi di un'attività sui fattori di sostenibilità inerenti agli aspetti ambientali, sociali e di governance. Esempi di PAI a livello ambientale sono le emissioni di gas effetto serra, l'impronta di carbonio o anche l'esposizione ad imprese attive nel settore dei combustibili fossili, mentre, con riferimento all'area social potremo ad esempio identificare come principale impatto negativo la violazione dei principi delle imprese e dei diritti umani dell'ONU, piuttosto che il gender gap presente nei Consigli di Amministrazione o anche l'assenza di politiche in materia di anticorruzione. Tutti gli aspetti relativi alla

classificazione fin ora analizzati, saranno cruciali nell'analisi dei nuovi obblighi di disclosure imposti dalla SFDR e dalla Tassonomia.

1.2.3 IDD - INSURANCE DISTRIBUTION DIRECTIVE

Una delle dieci azioni del Piano d'Azione dell'Unione Europea prevede di apportare delle modifiche al servizio di consulenza; in quest'ottica la Commissione Europea ha avviato una revisione della normativa IDD, nota come Insurance Distribution Directive, al fine di includere nella stessa i nuovi obblighi relativi alle tematiche ESG. Nello specifico le aree impattate dalla revisione della Direttiva sono tre:

- 1) **Profilatura Cliente:** la Direttiva richiede agli intermediari di raccogliere, tramite la compilazione del questionario Demands & Needs, le preferenze di sostenibilità del Cliente.
- 2) **Servizio di consulenza:** sarà possibile raccomandare solo prodotti in linea con le preferenze di sostenibilità del Cliente.
- 3) **Product Governance:** il Regolatore chiede a produttori e distributori di includere le caratteristiche ESG dei prodotti e le preferenze di sostenibilità del Cliente all'interno del processo di Product Governance.

L'IDD chiede agli intermediari di raccogliere le preferenze di sostenibilità del Cliente e di tenerne conto nel corso dell'erogazione del servizio di consulenza. Passiamo dunque ad analizzare le principali novità normative derivanti dalle modifiche alla Direttiva, con riferimento all'ambito dell'adeguatezza che è entrata in vigore dal 2 agosto 2022:

- **Profilatura dei clienti:** come anticipato, l'IDD amplia il set di informazioni da utilizzare per la profilatura di clienti in sede di compilazione del questionario, per tener conto delle esigenze della Clientela con riferimento agli investimenti sostenibili;
- **Motore di adeguatezza:** sarà necessario rivedere il motore di valutazione dell'adeguatezza, integrando controlli specifici, volti a valutare che il portafoglio del Cliente sia in linea con le sue esigenze di sostenibilità;
- **Report di adeguatezza:** sarà necessario modificare il report di adeguatezza fornito al Cliente per specificare come la consulenza prestata sia in linea con le preferenze ed esigenze del Cliente, in relazione ai fattori ESG.

Gli intermediari dovranno ottenere dai clienti le seguenti informazioni: se il Cliente ha preferenze di sostenibilità. Se sì, allora bisognerà identificare la percentuale minima di investimenti sostenibili o ecosostenibili che il Cliente intende detenere all'interno del suo portafoglio. Infine, sarà utile capire se il Cliente è disposto ad adeguare le sue preferenze di sostenibilità, in caso di indisponibilità di prodotti adeguati con il suo profilo. Le informazioni raccolte in fase di profilatura del Cliente dovranno essere utilizzate dal motore di adeguatezza per valutare se il prodotto è adeguato o meno. In caso di prodotto non adeguato non sarà possibile erogare la raccomandazione al Cliente, salvo che questo non dichiari o non abbia dichiarato di voler adeguare le sue preferenze di sostenibilità. Con riferimento al set informativo sulle tematiche ESG da raccogliere nel corso della profilatura del Cliente è in corso una consultazione da parte dell'EIOPA, il cui consolidamento potrebbe introdurre nuovi requisiti o requisiti più stringenti. L'IDD rientra in una serie di emendamenti, adottati dalla Commissione UE il 21 aprile

2021, a sei Regolamenti delegati delle Direttive MiFID II, UCITS, AIFM e Solvency II con l'obiettivo di incrementare la trasparenza sui temi di sostenibilità nei servizi finanziari.

1.2.4 PRODUCT GOVERNANCE

Dopo aver esplorato le novità normative relative all'adeguatezza, passiamo ora all'analisi di quelle in ambito Product Governance. Il processo di Product Governance riguarda tutti i prodotti commercializzati dagli intermediari finanziari. Esso si articola in cinque fasi che si declinano diversamente a seconda del ruolo ricoperto dal soggetto in questione (Produttore o Distributore) e il suo obiettivo è quello di ottenere un prodotto coerente con i bisogni, le caratteristiche e gli obiettivi del Cliente. Le cinque fasi del processo sono:

- La prima fase, di product design, riguarda il produttore ed è relativa alla strutturazione del prodotto che avviene tenendo in considerazione l'ipotetico target market, ovvero il mercato di riferimento a cui lo stesso sarà destinato e i conflitti di interesse che potrebbero insorgere nella sua distribuzione.
- La seconda fase, sempre in capo al produttore, è nota come product testing e consiste nel test dello strumento mediante eventuali analisi di scenario previsionali e dati storici.
- La terza fase, sempre effettuata dal produttore, è quella relativa all'identificazione del target market potenziale a cui sarà destinato il prodotto. Inoltre, è identificato anche il cd Target Market negativo che rappresenta il gruppo di clienti ai quali il prodotto non può essere distribuito.
- Nella quarta fase, il distributore, definisce il target market effettivo,

ovvero la Clientela a cui tale prodotto può essere distribuito sulla base della conoscenza della stessa.

- Infine, l'ultima fase di monitoraggio e revisione ovvero la revisione periodica da parte di Distributore e Produttore sulla base del monitoraggio effettuato sui prodotti e sulla Clientela di riferimento.

Tale ciclo deve essere ripetuto periodicamente, ad esempio annualmente, affinché il prodotto sia sempre coerente con le caratteristiche del Cliente finale e deve inoltre essere formalizzato all'interno di una policy apposita. Un'ulteriore novità introdotta con riferimento alle tematiche ESG e che impatta sull'IDD è la necessità di integrare in tutte le fasi del processo di governo del prodotto il concetto di sostenibilità. In particolare, tra i principali impatti con riferimento all'ambito della product governance che sono entrati in vigore dal 2 agosto 2022 si segnalano: - la fase di product testing, in tale ambito infatti il produttore deve adeguare processi di «product design» e «product testing» tenendo in considerazione i fattori ESG per valutare gli impatti che l'offerta o la modifica del prodotto «sostenibile» può avere sul Target Market. - il produttore dovrà rivedere le modalità di identificazione del target market positivo e negativo tenendo in considerazione anche le esigenze ESG del Cliente e revisione dell'eventuale controllo informatico. - infine, l'ultimo aspetto impattato è la fase di monitoraggio e revisione: la reportistica che distributore e produttore si scambiano, almeno annualmente, dovrà essere integrata con le informazioni sulle esigenze ESG della Clientela.

CAPITOLO 2 – L’INVESTIMENTO SOCIALMENTE RESPONSABILE

2.1 LA DISTINZIONE TRA SRI E CSR

Abbiamo fin ad ora parlato di come nel corso degli anni si sia sviluppato il cammino della sostenibilità, partendo dal lontano 1750 fino ad arrivare agli attuali tempi, per capire da quale idee di base nascono i principi che portano alla definizione di ESG. Negli ultimi anni il mercato della finanza sostenibile sta registrando una crescita significativa a livello mondiale, europeo e italiano: crescono le masse gestite secondo strategie di investimento sostenibile e responsabile e cresce il numero di operatori che integrano i criteri ESG (ambientali, sociali e di governance) nelle strategie e nelle scelte d’investimento. Tuttavia, restano margini di miglioramento in termini di trasparenza e di condivisione di criteri comuni in merito alle applicazioni del concetto di sostenibilità in relazione agli investimenti. Tali aspetti sono cruciali nell’ottica di incrementare la fiducia degli investitori e di orientare i flussi di capitale verso attività in linea con gli obiettivi ambientali e sociali definiti in sede internazionale, in coerenza con l’Action Plan. Per questo motivo è sorta la necessità di introdurre una tassonomia per la finanza responsabile e sostenibile, ovvero un sistema condiviso di definizione e classificazione degli investimenti considerati sostenibili. Fornire chiarezza e maggiore comprensione è fondamentale per gli investitori che hanno bisogno di una guida per compiere delle scelte di investimento. Spesso, il concetto di ESG (o Investimento Socialmente Responsabile - SRI) viene infatti confuso con la “responsabilità sociale d’impresa”, nota come CSR, anche se si riferiscono a due ambiti molto diversi tra loro. Cercheremo di approfondire questi due concetti che nel corso degli anni sono diventati molto importanti.

La responsabilità sociale d'impresa, dall'inglese Corporate Social Responsibility (CSR) è, secondo la Comunicazione UE n. 681 del 2011, “la responsabilità delle imprese per gli impatti che hanno sulla società”. Le imprese, negli ultimi decenni, hanno capito che la loro sopravvivenza ed il raggiungimento del successo nei mercati internazionali non si esaurisce attraverso il raggiungimento di buone performance in termini di profitto, ma anche attraverso l’assolvimento di impegni di natura sociale. Questo è dovuto al mutamento del quadro sociale e culturale di riferimento, che vede l’opinione pubblica sempre meno disposta a delegare in modo esclusivo il compimento di determinate tematiche sociali ai soggetti politici, facendo così nascere una nuova “cultura di impresa” denominata appunto responsabilità sociale di impresa. La “Corporate Social Responsibility” rappresenta un argomento di studio, tanto attuale e oggetto di costante attenzione da parte di organizzazioni internazionali, istituzioni europee, governi nazionali oltre che del mondo imprenditoriale sempre più proclive ad impegnarsi in programmi volti a perseguirla. La locuzione “*corporate*” tradisce una primordiale attrazione della CSR nell’orbita del corporate law (quella branca del diritto riservata all’impresa societaria di dimensioni maggiori) sebbene le più recenti e suggestive declinazioni abbiano riservato un peso specifico sempre più consistente alla piccola impresa. L’aggettivo “*social*” indica, infine, una pluralità di soggetti (stakeholder) che si estendono dai più stretti collaboratori dell’imprenditore per arrivare ai membri della collettività in cui l’impresa opera, tanto che è stato anche proposto di sostituire la parola “social” con quella di “stakeholder”. L’elemento distintivo della CSR è quello di affiancare alla responsabilità economica anche una responsabilità sociale, che crea valori

tangibili e intangibili, per tutto ciò che sta intorno all'azienda. Valori vincenti per l'impresa, per le persone, per il territorio e per l'ambiente. In ragione di tutto ciò, la CSR non può che derivare dall'applicazione di una serie di principi riassumibili in:

- *Sostenibilità*: uso consapevole ed efficiente delle risorse ambientali in quanto beni comuni, capacità di valorizzare le risorse umane e contribuire allo sviluppo della comunità locale in cui l'azienda opera, capacità di mantenere uno sviluppo economico.
- *Volontarietà*: le azioni prescindono dagli obblighi di legge per dar spazio alla libertà d'azione.
- *Trasparenza (Disclosure)*: scambio di informazioni, condivisione, ascolto e dialogo con i vari stakeholder in un contesto in cui la comunicazione degli interessi strategici e dei valori di un'organizzazione deve essere coerente con i comportamenti attuati.
- *Multidimensionalità*: sia dal punto di vista delle fonti sia dal punto di vista della pertinenza rispetto ad una pluralità di contesti: dai diritti umani, all'ambiente, al lavoro.
- *Reputazione*: giudizio complessivo su un'organizzazione formulato da coloro che direttamente o indirettamente concorrono ad influenzarne l'operato (stakeholder).
- *Fiducia*: la reputazione si fonda sulla fiducia di cui l'impresa gode presso i clienti, i fornitori, i dipendenti e più in grande le istituzioni ed è da questo sentimento di "trust" che si generano le aspettative sui comportamenti futuri dell'organizzazione.
- *Qualità*: in termini di prodotti e processi produttivi.
- *Integrazione*: visione e azione coordinata delle varie attività di ogni direzione e reparto, a livello orizzontale e verticale, su obiettivi e valori condivisi.

Di seguito i principali fattori di traino che dovrebbero portare ad adottare una cultura

d'impresa orientata alla responsabilità sociale d'impresa sono:

- Crescente domanda di qualità, in termini di processi, prodotti, servizi, relazioni, da parte di consumatori-clienti, dipendenti, fornitori, enti locali, mondo finanziario.
- Linee guida internazionali (Onu, Ilo, Icc) e comunitarie (Ue), network d'impresa, che richiedono sempre più una maggiore integrazione della sostenibilità ambientale/sociale.
- Necessità di innovazione trasversale nelle imprese per rimanere competitive.
- Necessità di distinguere e valorizzare il marchio non più solo in termini di prodotto, ma come cultura e reputazione d'impresa, elemento distintivo e di credibilità verso il consumatore, e fattore di maggiore competitività.
- Necessità di distinguersi strategicamente dai concorrenti per una migliore reputazione, sia in termini di prestazioni commerciali che di prestazioni sociali.
- Fattori intangibili come la crescita intellettuale, professionale, relazionale di dipendenti e collaboratori (capitale sociale d'impresa) considerati come elementi determinanti per il successo d'impresa nel tempo.

Si tratta di un concetto innovativo e molto discusso, tuttavia gli studi sulla materia fondano le loro radici già tra gli anni '30 e '50 del secolo scorso, quando negli Stati Uniti iniziarono a fiorire scuole di pensiero che attribuivano ai manager obblighi sociali che andavano oltre la mera realizzazione di profitto. Questo tipo riflessione non risultava ancora matura perché il riferimento era solo ad una responsabilità personale del dirigente (manager) e non a quella dell'impresa (corporate). H. Bowen, che da alcuni viene definito "il padre della RSI" nel suo lavoro "Social responsibilities of the businessman" (1953), concentrandosi appunto sulla sfera individuale dell'uomo d'affari, affermava come

questo fosse chiamato a perseguire politiche e prendere decisioni seguendo linee d'azione che fossero desiderabili in termini di obiettivi e di valori della nostra società. Nel giro di un ventennio, tra gli anni '60 e '70 tale titolarità venne estesa anche all'impresa e così si iniziò a parlare di "Corporate Social Responsibility" (CSR). La più nota interpretazione risale però al 1984 e fu fornita da Robert Edward Freeman, filosofo e insegnante statunitense, attualmente professore di business administration presso la Darden School of Business dell'Università della Virginia, nel suo saggio "*Strategic Management: a Stakeholder Approach*". Freeman, considerato il padre della teoria del coinvolgimento degli stakeholder (stakeholder engagement), ossia dell'applicazione della teoria degli stakeholder alla responsabilità sociale d'impresa, fornì per primo una definizione compiuta di tale termine come "*qualsiasi gruppo o individuo che può avere un influsso o è influenzato dal raggiungimento dello scopo di un'organizzazione*". L'autore definisce una classificazione di tali soggetti, distinti in primari e secondari a seconda che il loro apporto sia essenziale o meno per la sopravvivenza dell'impresa. Gli stakeholder primari sono tutti quei individui e gruppi ben identificati da cui l'impresa dipende per la sua sopravvivenza: azionisti, dipendenti, clienti, fornitori e agenzie governative. I secondari invece sono quelli che possono influenzare o essere influenzati dall'attività dell'azienda, e come tali sono portatori di un interesse anche potenziale come per esempio le generazioni future, ma che non sono essenziali in via diretta per la sua sopravvivenza: istituzioni, comunità, sindacati. Siano essi primari o secondari, gli stakeholder ricoprono un ruolo attivo nella creazione di valore da parte dell'impresa per cui il ruolo del manager è quello di soddisfare i loro interessi al fine di coniugare obiettivi economici e sociali.

Alla CSR nata dalla dottrina economica dei stakeholder di R.Freeman si contrappone, sostanzialmente, la Teoria degli shareholder che venne elaborata prima, nel 1970, dal Nobel per l'economia Milton Friedman. In un suo saggio, M.Friedman sosteneva l'idea che: *"The social responsibility of business is to increase its profits"*; secondo la sua visione, quindi, l'unico traguardo verso cui puntare era quello della massimizzazione di profitto mentre le finalità sociali ed ambientali restavano di pertinenza dello Stato. Un approccio economico, quest'ultimo, che individua negli interessi degli azionisti la finalità ultima della politica aziendale. Si tratta di una visione pura ed essenziale che interpreta l'etica degli affari come un insieme di regole che definiscono i buoni rapporti e le relazioni tra imprese, il cui obiettivo è la creazione di valore economico per gli azionisti. In sostanza, viene sposata l'idea che l'imprenditore possa fare molto per migliorare la qualità della vita per le future generazioni, ma dovrebbe agire nel rispetto di linee guida (e diritti) comuni che l'autore individua nelle indicazioni ufficiali dell'ONU, dell'OCSE e dell'Unione europea. Inoltre attraverso le relazioni con attori interni ed esterni, le aziende possono prevedere e valorizzare le aspettative della società e le condizioni operative in continua trasformazione mirando allo sviluppo di nuovi mercati e alla creazione di nuove opportunità di crescita. È per questo che sempre più spesso le organizzazioni hanno iniziato a definire i propri obiettivi basandosi sul "Triplice approccio", in inglese "Triple Bottom Line". L'espressione indica la necessità delle aziende di prendere decisioni non limitandosi a considerare gli aspetti di natura economico-finanziaria (raggiungimento di un certo livello di vendite, utili, dividendi,

valore delle azioni, quota di mercato ecc.) ma integrando anche aspetti di natura sociale ed ambientale.



fonte: championsoftheplanet

2.1.1 IL LIBRO VERDE E LA CSRD

Nel 1999 Kofi Annan, Segretario Generale delle Nazioni Unite, lanciò per la prima volta l'appello per la creazione di un Global Compact per la creazione di “un’economia globale più inclusiva e più sostenibile”. Il lancio del Global Compact rappresentò allora il primo invito ufficiale alle grandi imprese multinazionali a impegnarsi nel rispetto dei principi relativi a diritti umani, ambiente e lavoro. Nel momento in cui l’Unione europea si sforza di identificare valori comuni adottando una Carta dei diritti fondamentali, un numero sempre maggiore di imprese riconosce in modo sempre più chiaro la propria responsabilità e la considera come una delle componenti della propria identità. Tale responsabilità si esprime nei confronti dei dipendenti e, più in generale, di tutte le parti interessate all’attività dell’impresa ma che possono a loro volta influire sulla sua riuscita.

In Europa, rispondendo all'appello della comunità internazionale, la Commissione Europea riunita a Bruxelles nel 2001 emana il Libro Verde *“Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese”*, il quale delinea i principi e gli ambiti applicativi relativi alla CSR; questa pubblicazione definisce la responsabilità sociale come: *“l’integrazione volontaria delle preoccupazioni sociale ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate”*. Il Libro verde è dunque una comunicazione con la quale la Commissione europea illustra lo stato di un determinato settore da disciplinare e chiarisce il suo punto di vista in ordine a certi problemi; fa parte dei cosiddetti "atti atipici" previsti ma non disciplinati dal Trattato CEE (trattato internazionale che ha istituito la CEE, firmato il 25 marzo 1957 insieme al Trattato che istituisce la Comunità europea dell'energia atomica (TCEEA): insieme sono chiamati Trattati di Roma). Inizialmente il colore prescelto fu il bianco: tant'è che la prima pubblicazione assimilabile all'attuale libro verde viene pubblicata nel maggio del 1984. In seguito per libro bianco si intese un documento contenente proposte di azione e talvolta fanno seguito a un libro verde pubblicato per promuovere una consultazione a livello europeo. Mentre i libri verdi espongono una gamma di idee ai fini di un dibattito pubblico, i libri bianchi contengono una raccolta ufficiale di proposte in settori politici specifici utili per la loro realizzazione. Gli elementi che caratterizzano quindi la CSR sono in definitiva tre, di cui il primo è rappresentato dalla volontarietà (i comportamenti non devono essere imposti dalla legge), il secondo è definito dall'approccio Triple Bottom Line (valutazione delle performance economiche, ambientali, sociali), e in ultimo dall'apertura di canali di dialogo e cooperazione con gli stakeholder coinvolti. Negli anni successivi la CSR è stata poi

progressivamente integrata in vari atti e documenti quali l'Agenda sociale europea, la strategia dell'Unione Europea per lo sviluppo sostenibile e la Piattaforma europea contro la povertà e l'esclusione sociale. Attualmente, la strategia dell'Unione Europea in materia di CSR si basa sulle indicazioni contenute all'interno della Strategia Europa 2020. L'obiettivo è quello di creare condizioni favorevoli per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva. La crescita intelligente fa riferimento allo sviluppo di un'economia poggiata sulla conoscenza e sull'innovazione; la sostenibilità tende invece alla promozione di un'economia più efficiente sotto il profilo delle risorse, più verde e più competitiva; infine, la crescita inclusiva attiene la promozione di un'economia in grado di favorire la coesione sociale e territoriale. Risulta chiaro quindi come gli interventi messi in atto a livello europeo negli ultimi decenni cerchino di adattarsi ad un periodo storico in continua evoluzione, dove i ruoli delle istituzioni e delle comunità cambiano rapidamente.

In particolare, nel contesto italiano, già dalla disposizione racchiusa nell'art. 41 della Costituzione, emerge come la libertà dell'iniziativa economica sia sempre stata vincolata dal rispetto dell'utilità sociale in modo da evitare di recare danno alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana. Negli anni gli interventi normativi specifici attuati dallo Stato al fine di delineare il contesto, sono stati numerosi ed eterogenei. Tra i più recenti si evidenzia il decreto legislativo n. 254/2016 emanato in attuazione della direttiva 2014/95/UE che ha richiesto agli stati membri dell'Unione di introdurre un nuovo obbligo in tema di dichiarazioni di informazioni di carattere non finanziario. La direttiva, entrata in vigore il 25/01/2017, prevedeva che le aziende con più di 500

dipendenti o quelle di interesse pubblico debbano comunicare informazioni relative alla sostenibilità ambientale. Ciò che dunque fino a quel momento era dato dalla mera volontà degli organismi di mostrarsi trasparenti diventa, per alcuni, un obbligo. Tutte le informazioni devono essere fornite, per avere un riscontro, sulla base di un particolare standard di rendicontazione, il quale può essere liberamente scelto tra “gli standard e le linee guida emanati da autorevoli organismi sovranazionali, internazionali o nazionali, di natura pubblica o privata, funzionali, in tutto o in parte, ad adempiere agli obblighi di informativa non finanziaria”. La Direttiva 2014/95/UE (NFDR) fornisce un elenco, non completamente esaustivo, di tali standard e in questo modo viene permesso alle imprese di scegliere di volta in volta i “Key Performance Indicators” (KPI) che meglio descrivono le loro attività. Uno tra quelli indicati è il GRI (Global Reporting Initiative). È possibile anche ricorrere ad una metodologia di rendicontazione autonoma, a condizione che questa venga descritta in modo chiaro, che venga data una valida motivazione per tale scelta e che sia comunque funzionale ad adempiere agli obblighi fissati dal presente decreto. Il 21 aprile 2021 la Commissione Europea ha pubblicato una proposta di direttiva sul reporting di sostenibilità (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD): la normativa richiede alle imprese europee di divulgare una serie di informazioni su rischi e impatti relativi ai temi di sostenibilità delle proprie attività aziendali. Le principali novità contenute nella proposta sono:

→ i requisiti di reporting dovranno essere applicati da tutte le imprese di grandi dimensioni (la soglia minima verrà abbassata da 500 a 250 dipendenti) e da tutte le PMI quotate sui mercati europei;

- i dati dovranno essere riportati sulla base di standard comuni di reporting, che saranno sviluppati dall'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG);
- verranno introdotti standard di reporting dedicati alle esigenze e alle capacità specifiche delle PMI quotate;
- i requisiti di reporting saranno sviluppati secondo il principio della doppia materialità (le imprese dovranno divulgare informazioni sia sui rischi ambientali e sociali, sia sugli impatti provocati dalle attività aziendali sui fattori di sostenibilità);
- i contenuti della direttiva dovranno essere coerenti con altre iniziative normative dell'UE sulla finanza sostenibile (per esempio, il regolamento sulla tassonomia);
- le informazioni dovranno essere soggette a audit (cioè a revisione da parte di un ente esterno accreditato dalle autorità nazionali).

Il 10 novembre 2022 il Parlamento europeo ha adottato in via definitiva la direttiva sulla CSRD. Tali regole entreranno in vigore tra il 2024 e il 2028. Uno dei principali timori delle imprese è quello di esporsi dichiarando all'interno e all'esterno principi, valori e prendendo impegni che teme di non riuscire a mantenere. È necessario prestare attenzione alle diverse azioni comunicative e ai messaggi che l'organizzazione manda e questo soprattutto per evitare di essere accusata di strumentalizzazione. Le nuove norme hanno l'obiettivo di rendere le imprese più responsabili nei confronti dei cittadini, obbligandole a pubblicare regolarmente i dati relativi al loro impatto sociale e ambientale. Ciò dovrebbe rafforzare l'economia sociale del mercato UE e gettare le basi per standard di trasparenza sulla sostenibilità a livello mondiale. Inoltre uno dei pericoli principali è rappresentato

dal “Greenwashing” cioè di appropriazione di buone condotte dal punto di vista ambientale da parte di un’organizzazione, finalizzata esclusivamente alla creazione di un’immagine desiderabile e positiva delle proprie attività e dei propri prodotti per attirare maggiormente l’attenzione dei diversi stakeholder o, al contrario, per cercare di distoglierla da proprie responsabilità nei confronti di impatti ambientali negativi. Ad oggi anche in Italia, i consumatori sono più critici e attenti e si considerano prima di tutto cittadini e sono sempre più in grado di distinguere se dietro alla comunicazione vi sia un impegno effettivo o meno e, in ragione di ciò, una strumentalizzazione dell’immagine può minare la fiducia nell’impresa e la sua reputazione. La CSR va dimostrata con il proprio fare, la propria storia ed è per questo che all’impresa viene chiesto di comunicare non tanto quello che vorrebbe fare ma piuttosto quello che è e che fa concretamente.

2.1.2 LE DEFINIZIONI DI SRI E I CRITERI “ESG”

Per un’azienda oggi è fondamentale e imprescindibile parlare e muoversi dal punto di vista della finanza sostenibile. Se da un lato abbiamo appena definito cosa vuol dire Responsabilità Sociale d’Impresa (CSR), ora non ci resta che porre l’attenzione sulla sigla SRI (Sustainable Responsible Investment), cioè Investimento Sostenibile e Responsabile. Il concetto di sostenibilità si può realizzare attraverso l’investimento in attività finanziarie che integrano la dimensione della convenienza economica con la dimensione ambientale, sociale e di governance. Questa forma d’investimento permette di identificare strategie basate proprio sui valori della finanza sostenibile. In quest’ottica viene confermata la

volontà di creare un valore per tutta la comunità ed il Pianeta, unificando lo sviluppo con la tutela dell'ambiente. Come ribadito precedentemente, la sua attrattività risiede nel fatto che fungono da strumento per canalizzare risorse finanziarie in aree come energie rinnovabili, tecnologie "green" che giocano un ruolo fondamentale nel tentativo di passaggio ad una "low-carbon economy"; inoltre promuovono pratiche di corporate governance più responsabili che portino ad una riduzione di esternalità negative prodotte dalle imprese, e aumentino la fiducia nel sistema finanziario. Prima nel 2013 il Forum italiano per la Finanza Sostenibile (FFS, un'associazione non profit multi-stakeholder dove fanno parte operatori finanziari e altre organizzazioni interessate all'impatto ambientale e sociale degli investimenti) ha proposto una definizione sintetica di investimento sostenibile e responsabile:

“L'Investimento sostenibile e responsabile mira a creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso attraverso una strategia d'investimento orientato al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese ed istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella sociale, ambientale e di buon governo”.

Successivamente nel 2016 anche l'European Sustainable Investment Forum, Eurosif, elabora la seguente definizione più dettagliata:

“L'investimento sostenibile e responsabile è un approccio caratterizzato da un orientamento di lungo periodo che integra i fattori ambientali, sociali e di governance nel processo di ricerca, analisi e selezione dei titoli che compongono il portafoglio degli investimenti. L'approccio unisce l'analisi dei fondamentali e l'engagement alla valutazione dei fattori ESG, con l'obiettivo di intercettare rendimenti a lungo termine e di offrire un beneficio alla società influenzando il

comportamento delle aziende”. (Eurosif, European SRI Study 2016). Infine, prendiamo una definizione di SRI data da USSIF, ossia il forum per l'investimento sostenibile e responsabile degli Stati Uniti.

“L'investimento sostenibile è una disciplina di investimento che considera i criteri ambientali, sociali e di governance aziendale (ESG) per generare rendimenti finanziari competitivi a lungo termine e un impatto sociale positivo.”

Si può notare che le tre definizioni rappresentano la sintesi dell'evoluzione del concetto di investimento sostenibile e responsabile e ne evidenziano le seguenti caratteristiche:

- l'investimento sostenibile e responsabile è definito come un modo per investire, indicato con i termini “approccio”, “strategia” e “disciplina”;
- l'orizzonte temporale di riferimento di tale maniera di fare investimenti è il medio-lungo periodo;
- viene evidenziata l'importanza dei criteri ESG. Quest'ultimo punto, ossia l'integrazione dei fattori ESG nell'analisi dei titoli è la caratteristica primaria, ecco perché oggi si parla di investimenti ESG. Ma cosa si intende realmente quando parliamo di ESG? L'acronimo *ESG* si utilizza in ambito finanziario per indicare le attività economiche legate agli investimenti responsabili. Tali attività economiche, oltre a perseguire gli obiettivi tipici della gestione finanziaria legati al rendimento dei prodotti, considerano anche gli aspetti di natura:

- La lettera “E” = Environmental (Ambiente) ovvero tutti quei criteri utili valutare come un'azienda si comporta nei confronti dell'ambiente;

- La lettera “S” = Social (Sociale) ovvero quei criteri relativi alle attività aziendali che hanno un impatto sulla collettività ovvero sulle persone, dipendenti, clienti e

- La lettera “ G ” = Governance ovvero tutti quei criteri legati alla correttezza e alla trasparenza dei processi di governo di un’azienda. Tali processi devono infatti essere ispirati a buone pratiche e a principi etici e impattano ad esempio sulla retribuzione dei dirigenti o sul rispetto delle minoranze. I fattori ESG sono necessari per verificare, controllare e sostenere, investendo nelle diverse attività offerte, l’impegno in termini di sostenibilità assunto da un’impresa o da un’organizzazione. Ma nello specifico a cosa fanno riferimento tali criteri?



The infographic is divided into three horizontal sections, each with a large letter icon on the left and a list of criteria on the right. The top section is green and titled 'CRITERI AMBIENTALI' with a large 'E' icon. The middle section is yellow and titled 'CRITERI SOCIALI' with a large 'S' icon. The bottom section is blue and titled 'CRITERI DI GOVERNANCE' with a large 'G' icon.

CRITERI AMBIENTALI
Qualità e cura dell’ambiente

- Emissioni CO2
- Inondazioni, incendi, uragani, terremoti, etc.
- Rischi biologici (es. pandemie)
- Biodiversità e protezione degli ecosistemi
- ...

CRITERI SOCIALI
Diritti umani, benessere e interessi

- Diversità lavorative (es. gender gap salario)
- Benessere e sicurezza sul posto di lavoro
- Povertà / fame
- Diritti umani
- ...

CRITERI DI GOVERNANCE
Practices e procedure di business etiche

- Codice di condotta
- Valori aziendali (es. allineamento ai diritti EU)
- Trasparenza
- Inclusione
- ...

fonte: FFS

In particolare, l’aspetto ambientale è volto a garantire la possibilità di investire in aziende che riducono l’emissione di CO₂, che tutelano la biodiversità, che garantiscono la crescita della popolazione e che garantiscono la sicurezza alimentare. L’aspetto sociale è indirizzato a garantire le condizioni ottimali di lavoro per i lavoratori e tutela i diritti umani, il lavoro minorile e l’uguaglianza. Infine, la governance deve assicurare che

l'azienda riconosca i diritti agli azionisti, la qualità e la diversità degli organi di controllo, la retribuzione dei dirigenti e per ultimo, porre in atto misure per contrastare la corruzione. Quest'ultima componente, ovvero la composizione manageriale di un'azienda, precedentemente non era inclusa nelle tre macroaree dello sviluppo sostenibile, mentre ora è uno dei tre pilastri dell'ESG. L'inserimento di questo nuovo fattore è riconducibile ad alcuni scandali avvenuti nei primi anni 2000 causati dalla gestione fraudolenta di alcuni manager, come i casi Exxon e WorldCom, che hanno poi portato al fallimento della Lehman Brothers e alla crisi dei mutui sub-prime del 2007. Questi avvenimenti misero in luce il fatto che la corporate governance fosse un indicatore essenziale per stabilire il rischio di un investimento. Oggi, le tre componenti dell'ESG sono anche considerate i tre pilastri della sostenibilità.

2.2 LE STRATEGIE D'INVESTIMENTO RESPONSABILE

Nel corso degli anni, l'approccio alla sostenibilità di asset manager e proprietari di asset autogestiti ha contribuito a creare una vera e propria nomenclatura delle strategie d'investimento responsabile che gli enti di ricerca – come GSIA (Global Sustainable Investment Alliance), PRI, piuttosto che EUROSIF – hanno poi analizzato e riclassificato in base a logiche di costo (low cost SRI, high cost SRI), temporalità (ex-ante investment, ex-post investment) o segmentazione (Core SRI, Broad SRI). Si tratta di strategie che possono essere implementate singolarmente nelle operazioni di gestione dei portafogli, ma anche in combinazione tra loro per un approccio olistico

all'investimento sostenibile, decisamente più efficace. Ad oggi sono universalmente riconosciute le seguenti sette strategie e saranno brevemente analizzate seguendo gli studi condotti da Eurosif riportati nel report “*European SRI study 2018*”:

- **Negative/ exclusionary screening**: esclusione esplicita di singoli emittenti o settori o Paesi dall'universo investibile, sulla base di determinati principi e valori. La strategia prevede l'esclusione a priori o a posteriori di un settore produttivo o di una società emittente il cui business risulta incompatibile con i criteri ESG o con gli standard normativi internazionali. Le esclusioni più comuni riguardano i seguenti settori: armi, tabacco, energia nucleare, pornografia, gioco d'azzardo, alcool e sperimentazione animale.

- **Screening normativo** (Norms-based screening): selezione degli investimenti sulla base del rispetto di norme e standard internazionali che fanno riferimento alle dimensioni ambientali e sociali. Gli standard più utilizzati sono quelli definiti in sede OCSE, ONU, o dalle Agenzie ONU (tra cui ILO, UNEP, UNICEF, UNHCR). La strategia si divide in due direzioni: a) definire il perimetro di investimento in base alla normativa internazionale relativa agli investimenti responsabili e alle tematiche ESG; b) individuare all'interno del portafoglio quelle imprese che operano contro le norme, scegliendo di agire secondo due possibili opzioni: l'engagement, con l'obiettivo di indurre l'impresa ad adeguarsi cambiando comportamento, o l'esclusione del titolo dal portafoglio.

- **Positive/ best-in-class screening**: approccio che seleziona o pesa gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, privilegiando i migliori

all'interno di una categoria determinata. Perseguendo questa strategia, gli investitori hanno la facoltà di scegliere le aziende con il miglior punteggio ESG in un specifico settore. Il "Positive screening" adotta una filosofia opposta alle esclusioni, andando a premiare gli emittenti più virtuosi, ed è caratterizzato da tre approcci. L'approccio "Best-in-class" mira a selezionare i migliori emittenti di ogni settore, senza esclusione a priori. Un altro approccio, il più rigido, è il "Best-in-universe" dove alcuni settori possono essere esclusi dall'universo iniziale qualora il contributo allo sviluppo sostenibile di un emittente non sia sufficiente rispetto ai propri pari. Infine, l'approccio "Best-effort" cerca di includere nel portafoglio solo gli emittenti che hanno effettuato i maggiori progressi per lo sviluppo sostenibile, ma potrebbero comunque non rientrare nel best-in-universe.

- **Integrazione ESG** (Integration of ESG factors in financial analysis): tra le strategie d'investimento responsabile, l'integrazione sistematica dei fattori ambientali, sociali e di governance è la più diffusa, nonostante la mancanza di chiarezza nel confine di ponderazione dei fattori che contribuisce ad aumentare l'asimmetria informativa per gli investitori. Consiste nell'inclusione esplicita e sistematica da parte dei gestori di fondi dei fattori ESG nell'analisi finanziaria tradizionale. Attraverso la combinazione degli indicatori finanziari classici, come rischio, rendimento, liquidità, ecc... con i fattori ESG vengono selezionate le imprese che meglio rispecchiano l'attività sostenibile.

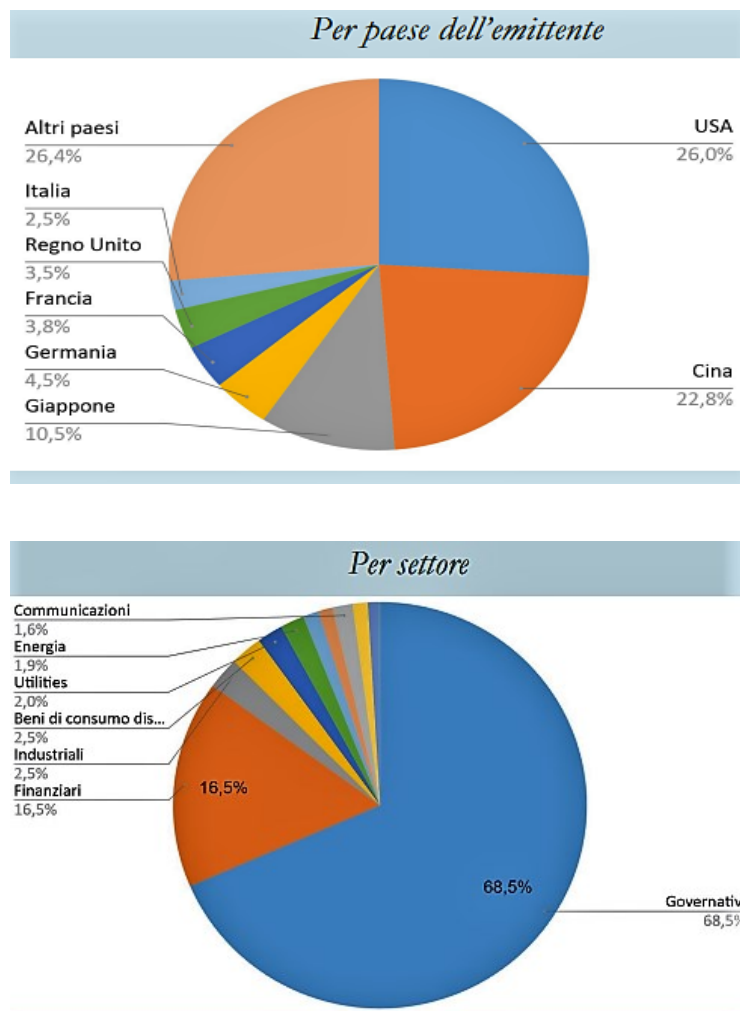
- **Investimenti a tema sostenibile** (Sustainability themed Investment): sono investimenti svolti in aree o attività legate allo sviluppo della sostenibilità; si concentrano su un tema specifico o su una pluralità di temi rientranti nelle dimensioni ESG. Qualche esempio può essere il focus sui cambiamenti climatici, i diritti umani, la salute

dei cittadini o la gestione delle risorse idriche. In questa categoria di investimenti rientrano a pieno titolo i cosiddetti “Green bond”.

2.2.1 I GREEN BOND

I Green bond sono strumenti di finanza sostenibile che stanno riscontrando molto successo, infatti hanno conosciuto un tasso di crescita straordinario dal 2007 a oggi. Esse sono obbligazioni (titoli di debito) che possono essere emesse da banche, società, stati e amministrazioni locali per finanziare progetti che avranno un impatto positivo per l'ambiente, come l'efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite, l'uso sostenibile dei terreni. La crescita del mercato dei Green Bond, e la sua relativa sostenibilità, è dovuta principalmente a due fattori: da una parte l'ingresso nel mercato delle obbligazioni green da parte delle grandi imprese dei paesi emergenti (in particolare Cina ed India), dall'altra la crescente attenzione delle istituzioni sovranazionali al tema della sostenibilità ambientale. È significativa l'attenzione delle organizzazioni internazionali al tema della sostenibilità ambientale: tutte le principali Banche di Sviluppo (Banca Mondiale, International Finance Corporation, European Bank for Reconstruction and Development, European Investment Bank, Asian and African Development Bank) ogni anno rinnovano il loro impegno nella sostenibilità avviando nuovi piani di emissione di Green Bond.

Principali caratteristiche delle obbligazioni verdi in circolazione. Fonte: dati Bloomberg



Da parte degli investitori, c'è una maggiore attenzione a tematiche connesse al cambiamento climatico e all'inclusione finanziaria, due temi centrali nell'agenda mondiale che trovano un forte riscontro nelle linee guida definite all'interno dei Sustainable Development Goals promossi dalle Nazioni Unite. Anche i Green Bond però presentano alcune criticità. In primo luogo, nonostante esistano criteri di verifica dell'utilizzo dei proventi per gli scopi green prefissati, non è sempre possibile per gli investitori accedere a tali informazioni o monitorare lo sviluppo del progetto, esponendoli

al rischio di greenwashing. In secondo luogo, i Green Bond non sono finalizzati a ridurre in via generale l'impatto ambientale di chi li emette: le imprese che li emettono per finanziare specifici progetti potrebbero aumentare il proprio impatto ambientale in altri ambiti, o svolgere attività che comportano l'aumento delle proprie emissioni atmosferiche. In tale senso, un Green Bond non identifica l'emittente come virtuoso in senso ambientale, né garantisce un basso livello di rischi climatici per l'impresa emittente o per il progetto stesso. Un investitore che sceglie le obbligazioni verdi deve essere consapevole di entrambi questi aspetti. Oltre questi tipi di prodotti, si stanno diffondendo strumenti specificamente disegnati per combinare obiettivi climatici con altri di sostenibilità, come i *sustainability-linked* bond, i *climate* bond, i *social* bond o i *transition* bond. Inizialmente non esisteva uno standard globale per certificare come "verde" un'obbligazione in quanto non esisteva una tassonomia globale per gli strumenti di finanza sostenibile in generale, tuttavia nel 2014 furono introdotti i Green Bond Principles, linee guida, poi aggiornate nel 2021, elaborate in collaborazione da un numero limitato di banche e dall'International Capital Market Association (ICMA), cioè un'associazione senza scopo di lucro che riunisce membri di tutti i settori dei mercati dei titoli di debito all'ingrosso e al dettaglio, per dare informazioni su questioni normative e di prassi di mercato che incidono su tutti gli aspetti del funzionamento del mercato internazionale. I principi fondamentali ICMA sono quattro:

1 - Use of Proceeds: chi emette un titolo deve identificare con chiarezza l'utilizzo dei proventi derivanti dall'emissione obbligazionaria, che devono essere descritti

adeguatamente all'interno della documentazione legale del titolo ed in generale dovrebbero portare ad evidenti benefici a livello ambientale;

2 - Selezione dei progetti: l'emittente deve individuare le attività ed i progetti che saranno finanziati dal bond, specificando i criteri di selezione adottati;

3 - Gestione dei proventi: chi emette l'obbligazione deve garantire la massima trasparenza nel comunicare la gestione dei proventi, i quali dovrebbero essere almeno tracciati in un sistema controllato dall'emittente e documentati;

4 - Reporting: devono essere resi disponibili dei report per mantenere aggiornati gli investitori sull'avanzamento dei progetti finanziati.

Per emettere un green bond è sufficiente che i proventi dell'obbligazione vengano usati per finanziare attività che siano allineate con la Climate Bonds Taxonomy (una guida che fornisce la classificazione dei progetti finanziabili). In risposta a tale necessità, a livello internazionale sono stati sviluppati, oltre i Green Bonds Principles, il Climate Bonds Standard. Il Climate Bonds Standard, sviluppato da tecnici, esperti del settore ed investitori, fornisce invece una serie di criteri per verificare le credenziali verdi di un'obbligazione in accordo con i GBP. I requisiti da rispettare sono divisi in pre-emissione (gli aspetti che vanno dalla selezione dei progetti ai processi interni di tracciabilità) e post-emissione (gli aspetti che riguardano i successi ottenuti, l'uso dei capitali e lo stato dei progetti implementati). Una volta verificato il possesso dei requisiti, l'obbligazione ottiene il marchio di certificazione "Climate Bond Certified". Le varie tipologie di prodotti della Finanza Sostenibile sono classificabili in due macro

categorie: Use of Proceeds e General Purposes. La differenza risiede nel fatto che nella prima categoria vengono finanziati i singoli progetti Green, Social, Sustainability e Transition in base ai quattro principi appena elencati, mentre nella seconda viene finanziata l'azienda nel suo complesso, seguendo però altri quattro principi:

a) selezione dei Key Performance Indicator (KPI): devono essere rilevanti, significativi, misurabili, verificabili e di elevato significato strategico.

b) calibrazione dei Sustainability performance target (Spt): devono essere ambiziosi, coerenti con la strategia, realistici e con tempistica definita.

c) il collegamento fra i target sostenibilità e le caratteristiche finanziarie dell'obbligazione va spiegato e documentato.

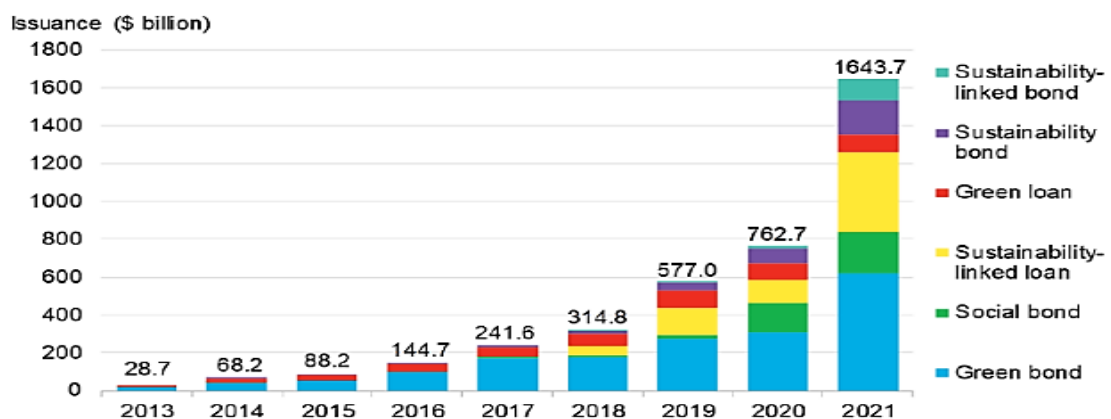
d) reporting e verifica esterna indipendente.

Le date salienti nell'evoluzione del mercato delle obbligazioni verdi sono le seguenti: l'esordio avviene nel 2007 con l'emissione da parte della Banca Europea degli Investimenti per finanziare progetti legati al clima, il «Climate Awareness Bond» e nel 2008 quando la Banca Mondiale emette il suo primo Green Bond. In seguito nel 2013 ci sono le prime emissioni da parte di Vasakronan (società immobiliare svedese) seguite da EDF (Électricité de France, società francese per la produzione, il trasporto e la distribuzione di energia elettrica) e Bank of America. Nel 2014 un gruppo di investitori, sottoscrittori ed emittenti redige la prima versione dei Green Bond Principles per migliorare la comunicazione, la trasparenza e l'integrità. Inoltre nello stesso anno HERA (Holding Energia Risorse Ambiente), prima azienda italiana di aggregazione di aziende

municipalizzate che, con un approccio multi-business, gestisce la fornitura di servizi energetici e ambientali a cittadini e imprese, emette il primo Green Bond Italiano, che ammonta a complessivi 500 milioni di euro. Il 2015 è l'anno dell'Agenda 2030 e la COP 21 di Parigi con il primo accordo vincolante sul cambiamento climatico globale, mentre nel 2017 viene emesso il primo Green Bond bancario da parte di Intesa Sanpaolo per il supporto alla transizione ESG e il primo Social Bond in Italia, destinato a finanziare Piccole Medie Imprese italiane localizzate in aree svantaggiate, da parte del gruppo Cassa Depositi e Prestiti. Queste emissioni sono coerenti e in linea con i principi pubblicati dall'International Capital Market Association e agli Sustainable Development Goals. Nel 2018 la Commissione europea adotta il Sustainable Finance Action Plan dell'UE, con il successivo Green Deal Europeo l'11 dicembre 2019, ovvero una "strategia" costituita da una serie di misure per rendere più sostenibili e meno dannosi per l'ambiente la produzione di energia e lo stile di vita dei cittadini europei. Sempre nel 2019, prima SNAM (principale operatore europeo nel trasporto e nello stoccaggio di gas naturale, con un'infrastruttura in grado di abilitare la transizione energetica, tra le prime dieci società quotate italiane per capitalizzazione di mercato) emette il primo Climate Action Bond per finanziare investimenti green nel biometano e nell'efficienza energetica; e dopo ENEL emette il primo Sustainability-Linked Bond per un valore complessivo di quasi 4 miliardi di euro, a sostegno della strategia di sviluppo sostenibile del Gruppo, con un focus sulla decarbonizzazione del mix energetico (Goal 7) e sulla riduzione delle emissioni di CO2 entro il 2030 secondo target science-based (Goal 13). Altro anno importante è il 2020 poiché viene introdotto nel sistema normativo europeo con il Regolamento 2020/852 la

tassonomia delle attività economiche eco-compatibili. Il 3 marzo 2021, il Tesoro ha collocato sul mercato il primo BTP Green italiano per 8,5 miliardi di euro, mentre a novembre 2022, SNAM emette il primo Transition Bond. Così i mercati finanziari e le borse hanno iniziato a supportare lo sviluppo dei green bonds e i modi per investire stanno diventando sempre più numerosi. I fondi comuni d'investimento hanno integrato i green bonds nei loro portafogli e diversi ETFs vengono costruiti su specifici indici dedicati a questo settore. Infatti, come sono stati creati indici borsistici verdi sui titoli azionari, sono stati introdotti anche indici sui green bonds. La rapida crescita del mercato del debito sostenibile a livello mondiale è proseguita in modo esponenziale nonostante la pandemia ed ha raggiunto più di 1,6 trilioni nel 2021, grazie al desiderio degli emittenti di differenziare la base di investitori e allungare la scadenza delle proprie emissioni; infatti le obbligazioni verdi hanno tipicamente durate più lunghe della media, essendo collegate al finanziamento di progetti a lungo termine. Nel lungo termine, tuttavia, gli analisti prevedono una crescita delle obbligazioni verdi anche con nuove strutture innovative.

Emissione annuale del debito sostenibile, 2013-2021



fonte: dati Bloomberg

Borsa Italiana, in qualità di gestore di piattaforme per la negoziazione degli strumenti finanziari e facilitatore del dialogo e del confronto tra emittenti, sell side e investitori, è nella posizione ideale per contribuire a promuovere le migliori pratiche e la definizione di standard informativi in grado di favorire lo sviluppo dei mercati sostenibili. Ciò porta all'opportunità di emettere e investire in strumenti finanziari i cui proventi sono destinati a finanziare progetti di natura ambientale e/o sociale, quali i green, social e sustainable bond. In questa prospettiva, nel 2017 Borsa Italiana ha lanciato il segmento sostenibile del mercato obbligazionario. Si tratta di un segmento trasversale ai mercati fixed income di Borsa Italiana MOT, ExtraMOT ed EuroTLX la cui creazione consente agli investitori istituzionali e retail l'opportunità di identificare chiaramente gli strumenti i cui proventi sono destinati a finanziare la crescita sostenibile. Ad oggi, il listino green e/o social dei mercati Fixed Income di Borsa Italiana ha dato il benvenuto a 225 strumenti per un controvalore in negoziazione di oltre €300 miliardi. Gli emittenti sono 49 divisi fra emittenti corporate, sovranazionali, governativi e bancari. Oltre ai 115 strumenti green, sono stati quotati 70 sustainable, 22 social, 12 sustainability linked, 5 transition e 1 climate action bond.

Ritornando alle sette strategie d'investimento ci sono anche:

- **Azionariato attivo** (Engagement and voting on sustainability matters): l'investitore cerca di avere un ruolo attivo attraverso un dialogo costruttivo e diretto con il management dell'azienda (soft engagement) o l'esercizio del diritto di voto (hard engagement). La modalità soft è tipica di investitori in possesso di obbligazioni, e prevede incontri periodici tra rappresentanti degli investitori e impresa ed invio di relazioni. La

forma hard presuppone il possesso di azioni e comprende presentazioni di mozioni nelle assemblee degli azionisti. In entrambi i casi si tratta di una strategia di lungo periodo, finalizzata ad influenzare positivamente i comportamenti dell'impresa e ad aumentarne il grado di trasparenza. Questa categoria comprende attività che sono viste come parte dei doveri di gestione attiva, per essere considerati sostenibili o responsabili, occorre che sia dichiarata una politica d'investimento che richiama esplicitamente le questioni ESG.

- **Impact investing**: investimenti mirati in imprese, organizzazioni e fondi volti ad avere un “impatto sociale e/o ambientale” diretto, positivo e misurabile. L'intento è di realizzare un progetto ben definito che è in grado di produrre un rendimento finanziario per gli investitori e allo stesso tempo produrre benefici sulla società, sull'ambiente e sul territorio in cui l'azienda opera. Il crescente mercato degli investimenti a impatto fornisce capitale per affrontare le sfide più urgenti del mondo in settori come l'agricoltura sostenibile, l'energia rinnovabile, la conservazione, la microfinanza e servizi di base convenienti e accessibili tra cui alloggi, assistenza sanitaria e istruzione.

2.2.2 L'IMPACT INVESTING

Il 3 aprile 2019, il GIIN (Global Impact Investing Network) ha pubblicato le caratteristiche principali dell'Impact Investing, che completano questa definizione e mirano a fornire ulteriore chiarezza su come affrontare l'Impact Investing:

→ **Intenzionalità**: l'intenzione di un investitore di avere un impatto sociale o ambientale positivo attraverso gli investimenti è essenziale per l'impact investing.

→ Investimento con aspettative di rendimento: gli investimenti ad impatto dovrebbero generare un ritorno finanziario sul capitale o, come minimo, un ritorno del capitale.

→ Gamma di aspettative di rendimento e classi di attività: gli investimenti ad impatto mirano a rendimenti finanziari che vanno da un tasso di mercato inferiore a quello di mercato (a volte definito agevolato) a un tasso di mercato aggiustato per il rischio e possono essere effettuati in tutte le classi di attività, inclusi, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, equivalenti di liquidità, reddito fisso, capitale di rischio e private equity.

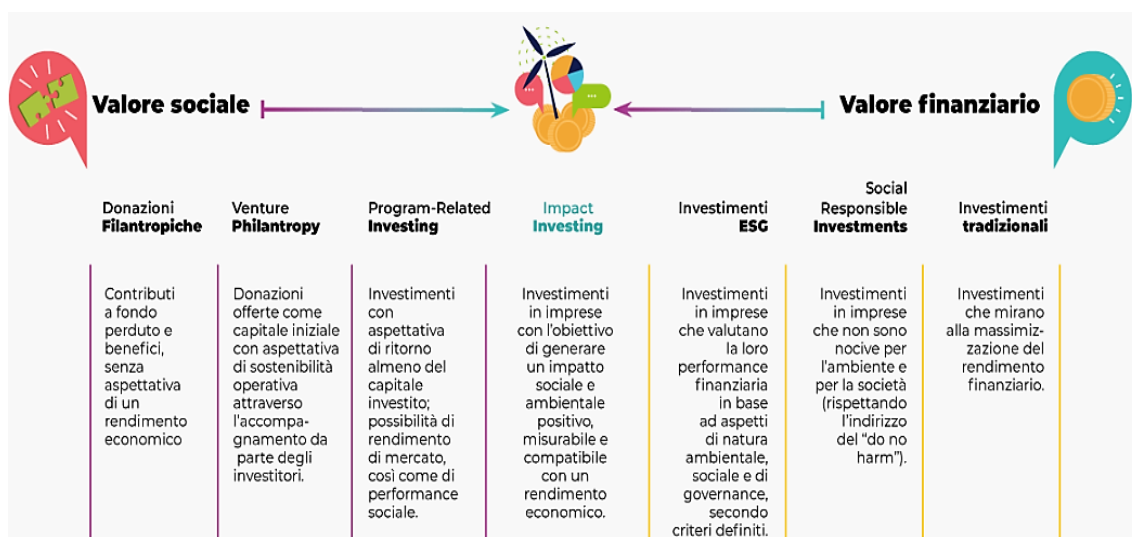
→ Misurazione e rendicontazione dell'impatto: un segno distintivo dell'impact investing è l'impegno dell'investitore a misurare e riportare le prestazioni sociali e ambientali e il progresso degli investimenti sottostanti, garantendo trasparenza e responsabilità, informando al contempo la pratica dell'impact investing attraverso la pubblicazione di una reportistica dedicata (report d'impatto).

La strategia dell'impact investing mette in discussione le opinioni di lunga data secondo cui le questioni sociali e ambientali dovrebbero essere affrontate solo con donazioni filantropiche e che gli investimenti di mercato dovrebbero concentrarsi esclusivamente sul raggiungimento di ritorni finanziari. La quantità e la diversità del capitale per l'impact investing è aumentata notevolmente negli ultimi dieci anni, con l'attuale mercato dell'impact investing stimato in 715 miliardi di dollari. Infatti diversi tipi di investitori, sia individuali che istituzionali, stanno entrando in questo mercato, con motivazioni comuni. Ad esempio banche, fondi pensione, promotori finanziari e gestori patrimoniali possono fornire opportunità di investimento ai clienti sia a privati che a istituzioni con un interesse in generale o in specifiche cause sociali e/o ambientali; le fondazioni

istituzionali e di famiglia possono far leva su risorse maggiori per portare avanti i loro obiettivi sociali e/o ambientali, mantenendo o accrescendo la loro dotazione complessiva. Inoltre secondo una ricerca condotta dal GIIN “2020 Annual Impact Investor Survey”, la maggior parte degli investitori intervistati persegue rendimenti competitivi a tassi di mercato e si evidenzia come la performance del portafoglio soddisfa o supera in modo schiacciante le aspettative degli investitori sia per l'impatto sociale e ambientale che per il rendimento finanziario, negli investimenti che abbracciano i mercati emergenti, i mercati sviluppati e il mercato nel suo complesso. Nel caso in cui gli investitori hanno l'obiettivo di realizzare un impatto sociale e raggiungere un rendimento di mercato si ricade nel modello denominato “*finance first*”. Si parla invece di “*impact first*” quando gli investitori hanno lo scopo di realizzare un impatto sociale, con i target di rendimento che sono al di sotto delle aspettative di mercato e con il limite del vincolo della restituzione del capitale investito. In Italia nascono i primi fondi a impatto, come Opes, Sefea, Oltre, AImpact. Nel 2018 il Dipartimento per la Funzione Pubblica istituisce il Fondo per l'Innovazione Sociale (FIS) per soddisfare bisogni sociali emergenti coinvolgendo il settore privato. USA lancia il Tipping Point Fund per una collaborazione tra donatori, che sostengono il settore degli investimenti a impatto con sovvenzioni strategiche. Il Regno Unito, leader nel settore, realizza 69 Social Impact Bonds e sviluppa il Green + Gilt, modello di obbligazione che persegue con intenzionalità benefici sociali e ambientali. Il Giappone istituisce il JANPIA, che consente alle imprese private di utilizzare i depositi dormienti

per sostenere attività di interesse pubblico... L'impact investing si conferma in forte crescita.

Posizionamento dell'attività di impact investing



Fonte: socialimpactagenda

Gli strumenti dell'impact investing sono molteplici e possono essere distinti sia in ragione della loro natura di debito o di equity, sia considerando la maturità dello strumento, sia a seconda dello stadio di sviluppo dell'investimento. Fra questi, ci sono:

- Impact Fund = Fondi che, attraverso strumenti di debito o equity, investono principalmente nelle fasi di lancio e crescita di iniziative che hanno come fine quello di generare un impatto positivo sulla società.
- Green, Social e Sustainability Bond = Obbligazioni emesse da enti pubblici e privati che operano secondo l'approccio impact, che forniscono finanziamento a iniziative orientate alla realizzazione di risultati sociali e/o ambientali positivi.
- Strumenti di payment by result (PBR) = Strumenti finanziari la cui modalità di rimborso

e remunerazione dell'investimento è legata al raggiungimento degli obiettivi prefissati. Un esempio di meccanismo PbR è quello dei Social Impact Bond (SIB): modello di partnership pubblico privata finalizzata a raccogliere capitali privati da destinare alla promozione di politiche pubbliche innovative.

- Linee di credito impact = Finanziamenti che spesso offrono condizioni finanziarie agevolate e supporto non finanziario a sostegno delle imprese che possono generare impatti positivi chiari e misurabili verso le comunità.

- Outcome Fund = Fondi che raccolgono contributi filantropici da parte di governi, organizzazioni umanitarie e fondazioni filantropiche e che sono utilizzati per pagare e remunerare il raggiungimento dei risultati nei Social Impact Bond o in altri contratti basati sui risultati.

Il GIIN stima che la dimensione del mercato mondiale dell'impact investing sia di 1.164 trilioni di dollari. Questa cifra, che è il risultato centrale del rapporto 2022, riflette una misurazione sempre più completa degli asset ad impatto a livello globale. Sebbene questo mercato sia ancora relativamente nuovo, gli investitori sono complessivamente ottimisti riguardo al suo sviluppo e si aspettano una maggiore portata ed efficienza in futuro. La pandemia da Covid-19, in modo imprevisto e traumatico, ha acceso i riflettori sulle macroscopiche sfide che l'umanità deve affrontare. La salute, prima di tutto. Ma anche i cambiamenti climatici e le disuguaglianze economiche e sociali che si riflettono anche sull'accesso ai servizi sanitari. Questa maggiore consapevolezza si è tradotta anche in un'inedita popolarità dell'impact investing. A dirlo è l'International Finance Corporation nell'ultima edizione del report "Investing for Impact: The Global Impact Investing

Market 2020”. In Italia, l’unico collocatore esclusivo di fondi di investimento etici è Banca Etica che offre i fondi di Etica Sgr, la società di gestione del risparmio del Gruppo Banca Popolare Etica in grado di collocare strumenti finanziari etici e pertanto può considerarsi come un importante indicatore dell’interesse e dello sviluppo della finanza etica nel nostro paese. Nell’ottica dell’impact investing Etica Sgr, in collaborazione con Avanzi - Sostenibilità per Azioni (società leader in Italia nella ricerca, policy advice e consulenza in materia di innovazione sociale, ambientale e culturale), ha istituito un fondo chiuso di venture capital, chiamato “a|impact”, che supporta lo sviluppo e la crescita di PMI e startup innovative che hanno la missione di generare un impatto sociale, ambientale e culturale positivo sulla collettività. a|impact^e investe in forma prevalente di equity o quasi-equity e focalizza l’operatività prevalentemente su imprese con sede legale e operativa in Italia, con possibilità di investimento in target operativi in altri paesi EU.

Tutti gli investitori e le aziende creano effetti positivi e negativi sulla società e sull'ambiente. Gli investitori d'impatto cercano di massimizzare il positivo e minimizzare il negativo utilizzando il sistema IRIS+ per integrare i fattori sociali e ambientali nelle decisioni di investimento insieme al rischio e al rendimento. Sono necessari dati di impatto credibili e comparabili per informare le decisioni di investimento a impatto e ottenere risultati di maggiore impatto. IRIS+ risolve questo problema aumentando la chiarezza e la comparabilità dei dati e fornisce una guida semplificata che ha l'impatto di cui hanno bisogno gli investitori, il tutto in un unico sistema di facile navigazione. È una risorsa pubblica e gratuita gestita dal Global Impact Investing Network e funziona in questo modo: si selezionano nel sistema i temi d’impatto e/o gli obiettivi di sviluppo

sostenibile che meglio si adattano alle priorità dell'investitore, così IRIS+ organizza diversi profili. Ogni profilo consente di mappare gli obiettivi su 5 dimensioni di impatto, di assegnare metriche di base e offre una serie di risorse tra cui indicazioni e prove di implementazione. Inoltre IRIS+ genera dati da utilizzare in qualsiasi fase del processo, dallo screening delle operazioni, alla sottoscrizione e alla valutazione delle prestazioni. Le metriche contenute nel sistema sono in linea con gli standard del Global Reporting Initiative (GRI), lo standard di reporting aziendale più utilizzato, con oltre 50 altri framework, standard, metodologie e strumenti di valutazione.



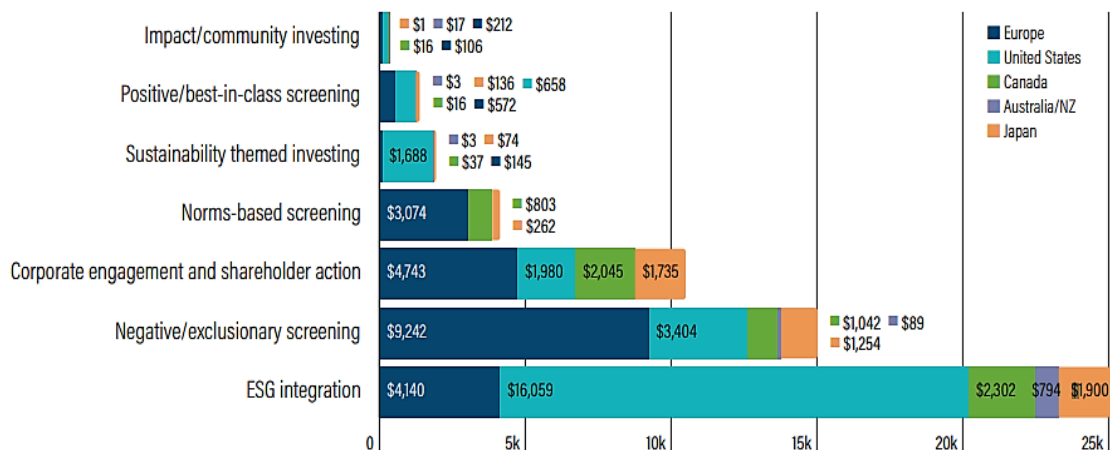
Fonte: thegiin.org

Per molti investitori i valori svolgono un ruolo fondamentale nel guidare le loro scelte di investimento. Dato questo potenziale di impatto, il GIIN ha lanciato un'altra iniziativa per lavorare più a stretto contatto con reti e investitori religiosi come società di investimento basate sulla fede e fondi comuni di investimento, per sostenere il loro impegno per l'impatto sugli investimenti. Lanciato nel settembre del 2020, il *Faith-Based Investors Hub* offre uno spazio per gli investitori basati sulla fede. I partecipanti all'Hub includono una serie di istituzioni e reti che stanno cercando collettivamente di capire come

introdurre obiettivi di impatto nei loro investimenti. Trimestralmente, i partecipanti si incontreranno per approfondire la connessione e coordinare i loro sforzi. Attraverso il networking e la collaborazione, l'hub amplificherà gli sforzi esistenti e creerà lo spazio per sviluppare nuove azioni congiunte.

Tutte le sette strategie elencate non sono alternative, ma possono essere combinate e possono anche essere ritagliate su specifici criteri e obiettivi climatici o su più ampi criteri ESG. Secondo l'ultima indagine condotta da Eurosif sui gestori professionali europei, le strategie più utilizzate erano quelle di esclusione, seguite dal voto e azionariato attivo, con una forte crescita dell'integrazione ESG.

Figura 1.: Attività d'investimento sostenibile per strategia e regione 2020



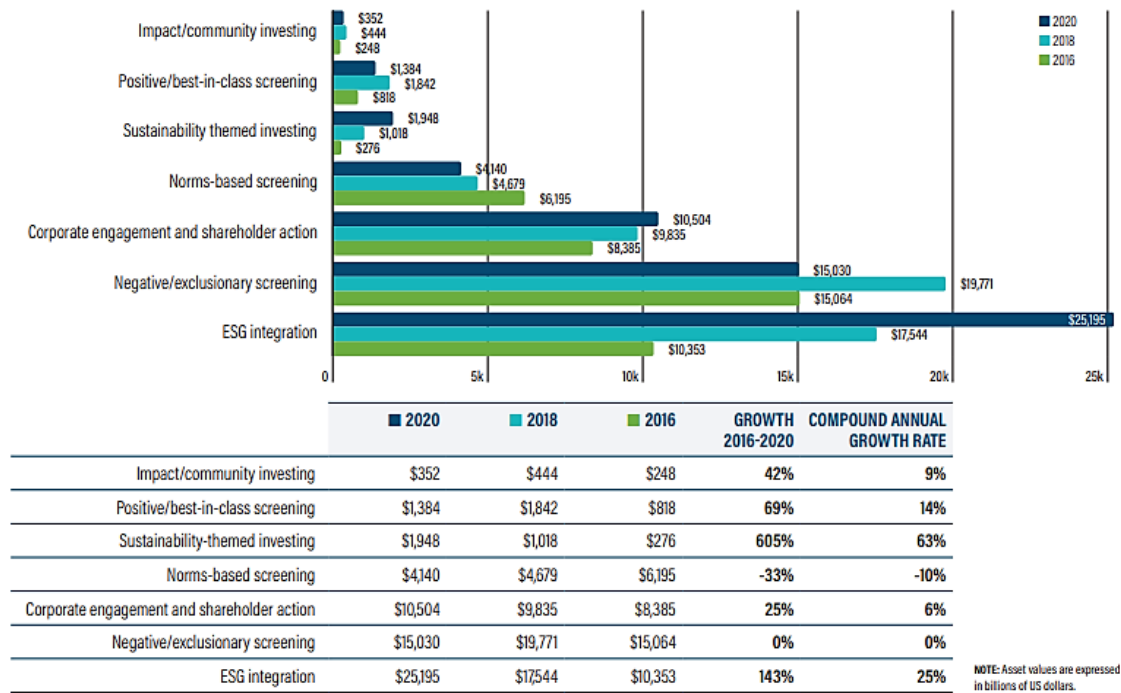
Fonte: Global Sustainable Investment Review 2020 da GSIA

Nella figura 1 possiamo vedere quale delle sette strategie precedentemente presentate sono le più utilizzate con differenze geografiche non trascurabili: se infatti le esclusioni

sono la strategia più utilizzata in Europa (circa 15 000 miliardi di dollari), l'integrazione risulta l'approccio dominante negli Stati Uniti, in Australia/Nuova Zelanda e in Giappone, mentre l'engagement è la modalità di investimento SRI più comune in Canada dei investitori europei. Secondo il Global Sustainable Investment Review, gli investimenti sostenibili ammontano a circa 35 trilioni di euro con una crescita media annua nel mondo di circa il +13%. Il Nord America è il primo mercato mondiale con il 55% circa degli asset in investimenti responsabili, seguita dall'UE. La diffusione degli asset sostenibili è dovuta principalmente a tre motivi: l'accresciuta consapevolezza per le tematiche ESG, l'interesse suscitato sui Millennials e l'impegno politico e amministrativo dei due Continenti. Mentre però l'Europa mostra un andamento relativamente blando, Paesi come ad esempio il Giappone crescono a due cifre. La forte spinta legislativa avvenuta negli ultimi tempi in Europa, dove gli investimenti sostenibili e responsabili si sono sviluppati e diffusi prima, ha infatti influenzato le strategie ESG impiegate. La strategia prevalente adottata in Europa è quella di 'Esclusione': emittenti e settori (come armi, alcol, tabacco e gioco d'azzardo) che non tengono in considerazione determinati criteri ESG sono esclusi dalle scelte di investimento, mentre negli States la strategia principale è la 'ESG Integration', ove i fattori ESG sono palesemente inclusi nelle decisioni di investimento degli analisti. Nella "Survey sull'applicazione di criteri ESG nell'ambito delle politiche di investimento e delle attività di stewardship da parte dei gestori di attivi" pubblicata recentemente dalla Consob in Italia la strategia più adottata è l'engagement and voting. Tuttavia dall'ultimo report del GSIA (2020) si può notare come la strategia d'investimento più adottata a livello globale, non è più lo screening negativo

(che nel 2018 era la più utilizzata con un valore di \$19.771, mentre ora è scesa a \$15.030, ritornando così a valori simili a quelli rilevati nel 2016), ma è l'integrazione ESG che passa dai \$17,544 del 2018 ai \$25.195 del 2020, registrando un tasso di crescita annuale del 25%. La strategia che invece ha subito il processo inverso è lo screening normativo che è diminuita dal 2016 al 2020 del 33% (figura 2).

Figura 2: Crescita globale delle strategie d'investimenti sostenibili dal 2016 al 2020



Fonte: Global Sustainable Investment Review 2020 da GSIA

CAPITOLO 3 – IL MERCATO ESG: TENDENZE E PROSPETTIVE

3.1 TREND GLOBALE

Il mercato globale degli investimenti sostenibili è in continua crescita. Il rapporto Global Sustainable Investment Review 2020 della Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) fa il punto sullo stato dell'arte della finanza sostenibile nel mondo. I mercati più dinamici sono quelli nordamericani, ma Stati Uniti ed Europa pesano per più del'80% del totale degli asset. Gli investimenti sostenibili nei 5 mercati finanziari più grandi al mondo (Europa, Stati Uniti, Giappone, Canada e Australia/Nuova Zelanda) rappresentano 1/3 degli asset totali e più dell'80% degli asset globali di investimento sostenibile (Tab 3.1). Il confronto con i precedenti anni è impari, con una crescita del 15% rispetto gli ultimi due anni 2018-2020 e del 55% rispetto gli ultimi quattro anni 2016-2020. Se si considera che gli asset in gestione totali dei fondi ammontano a circa 99mila miliardi di dollari si tratta di una cifra monstre. Secondo il GSIA, l'aspetto più promettente sottolineato dal rapporto è l'aumento delle aspettative, da parte degli attori finanziari, che l'investimento sostenibile sia definito non solo dalle strategie coinvolte, ma dagli impatti a breve e lungo termine che gli investitori stanno avendo dal loro approccio all'investimento sostenibile. Sono proprio Canada e Stati Uniti i paesi dove si registra la crescita maggiore, rispettivamente del 48% e del 42% sui valori di fine 2019 (Tab 3.3). Mentre la situazione dell'Europa è viziata da una anomalia nei dati. Secondo il GSIA, il continente avrebbe registrato un calo del 13% (Tab 3.2) negli asset considerati come investimenti sostenibili nel periodo 2018-2020. In realtà, questo dipende da alcune importanti modifiche nelle metodologie di misurazione degli investimenti sostenibili del vecchio continente,

integrate nella legislazione europea attraverso il piano d'azione europeo per la finanza sostenibile. Tutto ciò che la sostenibilità tocca diventa oro: nel 2021 ogni 10 dollari di afflussi azionari globali 3 sono andati ai fondi che investono secondo i criteri Esg.

Tabella 3.1: Istantanea degli asset di investimento sostenibili globali

REGION	2016	2018	2020
Europe*	12,040	14,075	12,017
United States	8,723	11,995	17,081
Canada	1,086	1,699	2,423
Australasia*	516	734	906
Japan	474	2,180	2,874
Total (USD billions)	22,839	30,683	35,301

Fonte: Global Sustainable Investment Review 2020 da GSIA

NOTA: i valori delle attività riportate nella tabella 1 sono espressi in miliardi di dollari USA. Le attività per il 2016 sono state dichiarate al 31/12/15, le attività per il 2018 dichiarate al 31/12/17 e le attività per il 2020 dichiarate il 31/12/19. L'eccezione è per il Giappone dove i dati sono stati rilevati a marzo.

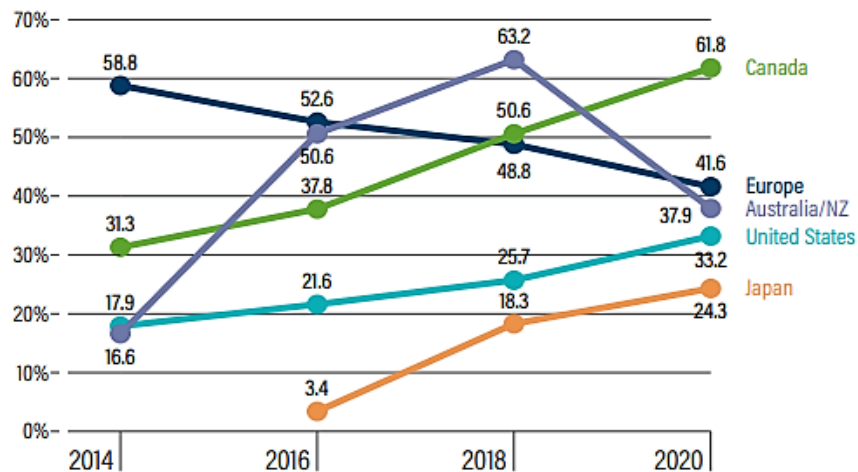
Tabella 3.2: Crescita degli investimenti sostenibili per regione in valuta locale 2014-2020

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

Fonte: Global Sustainable Investment Review 2020 da GSIA

NOTA: In questa tabella sono rappresentati gli asset totali gestiti nei portafogli SRI dei fondi comuni di Stati Uniti, Europa, Giappone, Canada e Australia / Nuova Zelanda. I dati sono stati raccolti dalle relazioni biennali GSIR del 2014, 2016, 2018 e 2020.

Tabella 3.3: Proporzione dell'investimento sostenibile rispetto al totale del patrimonio gestito

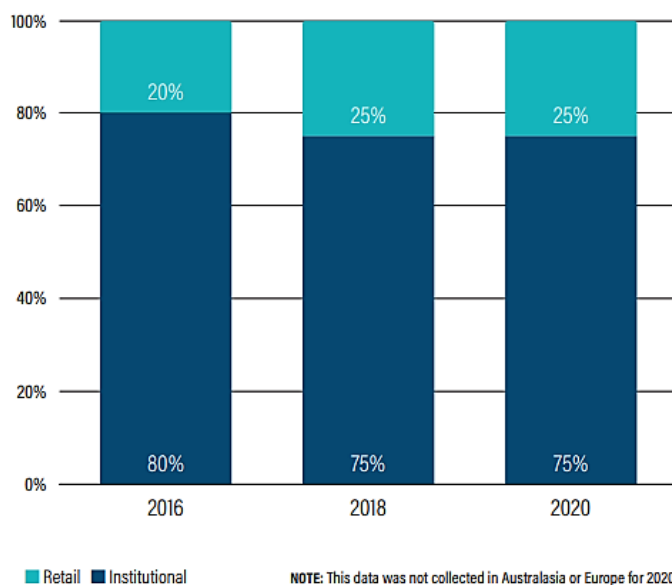


NOTA: L'Europa e l'Australasia hanno attuato cambiamenti significativi nel modo in cui vengono definiti gli investimenti sostenibili, pertanto non è facile effettuare confronti diretti per regioni e con le versioni precedenti di questo rapporto. Mentre sono cresciuti fortemente Canada, Stati Uniti e Giappone.

In generale, l'investimento sostenibile avviene tramite gestori patrimoniali professionisti che sono spesso classificati come al dettaglio (retail) o istituzionali. Investimenti *al dettaglio* sono personali investimenti da parte di individui in fondi gestiti professionalmente e acquistati in banche o tramite piattaforme di investimento con un prezzo relativamente basso, mentre gli asset classificati come *istituzionali* sono gestiti per conto di titolari di patrimoni istituzionali quali fondi pensione, università, fondazioni e

assicuratori attraverso prodotti di investimento con livelli minimi di investimento più elevati. Sebbene gli investitori istituzionali tendono a dominare il mercato, l'interesse degli investitori al dettaglio per gli investimenti sostenibili è in costante crescita da quando questo rapporto ha iniziato a distinguere tra queste due classificazioni di investimento nel 2012. A quel tempo, gli investitori istituzionali detenevano l'89% delle attività rispetto all'11% detenuto da investitori al dettaglio. La figura 3 mostra che all'inizio del 2020, l'investimento al dettaglio si trova a un quarto del totale delle attività di investimento sostenibili. La percentuale di investitori retail, passata al 25% nel 2020, conferma la crescente consapevolezza da parte dei risparmiatori sull'importanza delle tematiche ESG.

Figura 3: Quote globali di investimenti sostenibili istituzionali e retail



Fonte: [gsi-alliance.org](https://www.gsi-alliance.org)

Tutta questa attenzione verso questi investimenti sostenibili ha comportato la ricerca di indicatori volti a valutare la sostenibilità, con lo scopo di consentire agli investitori di orientarsi sul mercato finanziario, ed è proprio in questo contesto che si è verificato sempre più il fenomeno della nascita delle agenzie di rating esg. Per integrare la sostenibilità nelle proprie scelte di portafoglio gli investitori devono disporre di informazioni sui profili ESG degli emittenti di strumenti finanziari. È quindi importante comprenderne caratteristiche, limiti e potenzialità ai fini della misurazione e della gestione dei profili di sostenibilità degli investimenti e per il controllo dei risultati. Al momento queste informazioni sono fornite da diverse società specializzate. Le metodologie applicate dai fornitori di punteggi ESG presentano un certo grado di eterogeneità per quanto riguarda sia il numero di parametri chiave considerati, sia la rilevanza assegnata ai diversi profili ESG, che varia anche in funzione del settore, dell'attività prevalente e del paese. Ciò spiega perché i punteggi relativi a uno stesso emittente, calcolati da fornitori diversi, possono essere talvolta molto differenti tra loro.

3.1.1 RATING ESG E AGENZIE

La finanza verde comprende investimenti sostenibili realizzati mediante diversi tipi di strumenti finanziari, costruiti secondo metriche di sostenibilità divenute popolari tra gli operatori. Una di queste sono gli score o rating ESG. Il rating ESG (o rating di sostenibilità) è un giudizio sintetico che certifica la solidità di un emittente, di un titolo o di un fondo dal punto di vista delle performance ambientali, sociali e di governance. È

complementare al rating tradizionale, che tiene conto delle sole variabili economico-finanziarie, con lo scopo di aumentare le informazioni disponibili e quindi migliorare le valutazioni e le scelte d'investimento conseguenti. Mentre infatti, come sottolineato da Cerved, agenzia italiana di informazione finanziaria e commerciale, nel caso dei rating e degli score creditizi strettamente finanziari esistono misure osservabili e comunemente riconosciute che sono stimate entro un orizzonte temporale definito, viceversa, per i rating e gli score ESG le grandezze osservabili sono molteplici, sia di natura quantitativa sia qualitativa. La prima spinta che ha portato numerose aziende a far valutare il proprio profilo ESG è legato proprio all'importanza mediatica che la questione ha cominciato ad avere per gli investitori e i consumatori. La sostenibilità per molte società non è vista solo come "dovere" etico e sociale nei confronti del pianeta e delle persone, ma anche come strategia di posizionamento competitivo e reputazionale. I rating ESG vengono elaborati da agenzie di rating specializzate e i processi di elaborazione dei rating si basano sull'analisi di diversi materiali tra cui: informazioni pubbliche, documenti aziendali, dati provenienti da fonti esterne quali autorità di vigilanza, associazioni di categoria, sindacati, ONG, sopralluoghi presso l'azienda, incontri con il management ecc. Di seguito alcuni aspetti che vengono normalmente considerati nel processo di attribuzione del rating ESG:

- Per la sfera ambientale: riduzione delle emissioni di CO₂, efficienza energetica, efficienza nell'utilizzo delle risorse naturali (es. acqua);
- Per la sfera sociale: qualità dell'ambiente di lavoro, relazioni sindacali, controllo della catena di fornitura, rispetto dei diritti umani;
- Per la sfera governance: presenza di consiglieri indipendenti, politiche di diversità (di

genere, etnica, ecc.) nella composizione dei CdA, remunerazione del top management collegata a obiettivi di sostenibilità.

L'aggregazione di tali punteggi (ponderati secondo criteri differenti nel processo di determinazione del punteggio finale) fornisce all'investitore due tipi di informazione: la capacità di far fronte a rischi che provengono da queste tre dimensioni (ad es. rischi di mercato relativi a regolamentazione climatica, rischi di cause legali da parte di consumatori o di sanzioni per comportamenti illeciti, rischi reputazionali; la capacità di cogliere nuove opportunità (ad es. innovazione ed efficienza dei processi e competitività dei prodotti). Secondo l'ultimo report della GSIA, effettuare acquisti e vendite sulla base degli score ESG è una delle strategie di investimento sostenibile più popolari. Nonostante il suo diffuso utilizzo, tale metrica presenta numerose criticità. Innanzitutto, le modalità con cui i singoli fattori sono valutati e poi aggregati negli score complessivi rimangono per lo più opache, rendendo difficile giudicare, al di là del punteggio complessivo, le effettive qualità E, S e G dell'attività in questione. L'arbitrarietà nella scelta dei dati da considerare determina significative incoerenze tra i punteggi ottenuti da diversi provider, evidenziando dei limiti. La fragilità di questi indicatori accresce il rischio di "greenwashing", ovvero di un utilizzo improprio della denominazione green che inganni i potenziali clienti e investitori. Diversi studi hanno evidenziato che, per uno stesso emittente, spesso i provider forniscono punteggi molto differenziati, il che si traduce in una bassa correlazione dei punteggi assegnati, mediamente prossima al 40-50 per cento. La ragione deriva dalla mancanza di modelli di riferimento consolidati, come invece accade per le valutazioni finanziarie o i rating di credito. La causa principale è la

qualità della *disclosure* aziendale, che costituisce la fonte primaria dei dati. Soltanto l'adozione di tassonomie dettagliate e riconosciute a livello internazionale, potrà permettere agli investitori di investire i propri capitali secondo criteri di sostenibilità. Nel mercato è in corso un processo di consolidamento da parte dei maggiori fornitori di valutazioni ESG su scala globale, con l'acquisizione di fornitori più piccoli e spesso molto specializzati per ambito di valutazione e aree geografiche. Anche le agenzie di rating creditizi (Standard & Poor's, Moody's e Fitch) stanno partecipando al processo di consolidamento in quanto negli ultimi anni hanno avviato l'integrazione dei profili ESG nelle proprie valutazioni di credito. Tuttavia, nonostante la crescita dell'SRI, gli investitori hanno bisogno di informazioni più precise sui comportamenti sociali, ambientali e di governo societario per investire. Le agenzie si differenziano anche nell'utilizzo di scale di rating diverse (numeri cardinali, lettere o simboli) e nel numero di classi di rating usate. Ciascuna di esse ha una propria metodologia per tali classificazioni e per questo motivo spesso gli investitori tendono a consultare più di un rating ESG. In generale i fattori che determinano la qualità di un rating ESG sono la qualità e la trasparenza della metodologia, il focus su questioni rilevanti e sostanziali, la credibilità delle fonti dei dati, l'esperienza e la competenza del team di ricerca, la partecipazione dell'azienda valutata e degli stakeholder al processo di valutazione e infine l'utilizzo comune del rating. Un recente studio dell'ESG European Institute ha evidenziato che nel 2018 potevano contarsi più di 600 agenzie di rating ESG a livello globale. Oggi le principali agenzie di rating ESG presenti sul mercato sono: Climetrics (CDP); ECPI; MSCI ESG Ratings; Sustainalytics di Morningstar; Standard Ethics; EcoVadis; Refinitiv; Vigeo Eiris. Di seguito saranno

descritte tre metodologie di rating ESG differenti, appartenenti ai provider più ragguardevoli sul mercato per emittenti coperte e per focus sugli ESG:

1) Morgan Stanley Capital Investment (MSCI) è un fornitore leader di strumenti e servizi di supporto alle decisioni per la comunità di investimento internazionale, nata come ramo di analisi della Morgan Stanley e successivamente quotata in borsa. È stata classificata negli ultimi anni la migliore azienda per la ricerca SRI ed è utilizzata da 46 tra i 50 maggiori gestori patrimoniali e da oltre 1.200 investitori in tutto il mondo. Le valutazioni ESG coprono oltre 8.500 società e più di 680.000 titoli azionari e obbligazionari a livello globale. MSCI ESG Ratings valuta le società su una scala da leader (AAA, AA), medio (A, BBB, BB) a ritardatario (B, CCC), in base alla loro esposizione ai rischi, alla loro capacità di gestire tali rischi e opportunità ESG rispetto ai competitors.

Tabella 3.4: Schema di conversione MSCI ESG Ratings Fonte: msci.com

Score	Profilo	Rating ESG
8.571 – 10.00	Leader	AAA
7.143 – 8.571	Leader	AA
5.714 – 7.143	Average	A
4.286 – 5.714	Average	BBB
2.857 – 4.286	Average	BB
1.429 – 2.857	Laggard	B
0.00 – 1.429	Laggard	CCC

Il team, composto da 185 esperti analisti di ricerca, valuta migliaia di dati attraverso 37 argomenti chiave ESG selezionati annualmente per ogni settore e ponderati. La tabella

3.5 mostra la gerarchia di analisi ESG: i tre pilastri principali sono organizzati in 10 temi sottostanti, che a loro volta sono suddivisi nei 37 “ESG Key Issues”.

Tabella 3.5: temi e argomenti chiave ESG

Fonte: msci.com

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

2) Sustainalytics è una società di Morningstar e una delle principali società indipendenti di ricerca, valutazione e analisi ESG e di corporate governance che supporta gli investitori nello sviluppo e nell'implementazione di strategie di investimento responsabili e l'esposizione e la gestione dell'emittente ai rischi ESG specifici del settore. Ad un punteggio elevato del rating corrisponde una cattiva gestione del rischio ESG. L'esposizione è valutata attraverso 138 classificazioni di sottosettori, l'analisi dell'impatto potenziale di 20 “Material ESG Issues” (MEI) per ciascun sottosettore e la

successiva selezione dei dieci MEI più rilevanti che prevedono sempre la corporate governance. Una caratteristica peculiare delle valutazioni di Sustainalytics è l'introduzione del concetto di rischio gestibile e non gestibile. Il rischio non gestibile costituisce la parte del punteggio di esposizione che rimane un rischio per l'azienda. Il rischio gestibile, viceversa, è la parte del punteggio di esposizione al rischio che può essere mitigato dalle politiche e strategie aziendali. Per ogni MEI assegnato ad un emittente, l'esposizione è valutata tipicamente su un intervallo (0-20) per indicare, rispettivamente, l'esposizione più bassa e l'esposizione più alta. Ogni punteggio di esposizione MEI rappresenta una parte del punteggio di esposizione complessivo, che varia tra 0 e 100. La valutazione complessiva del rischio ESG corrisponde al punteggio di rischio non gestito, inserito in una delle categorie di rischio ESG individuate: trascurabile, basso, medio, alto e severo (Tabella 3.6).






Tabella 3.6: Schema di conversione ESG Risk Rating di Sustainalytics

Score	ESG Risk Rating
0.00 - 9.99	Trascurabile
10.00 - 19.99	Basso
20.00 - 29.99	Medio
30.00 - 39.99	Alto
40.00+	Grave

Fonte: morningstar.com

Il Morningstar Sustainability Rating è costruito utilizzando l'ESG Rating di Sustainalytics, è calcolato per gli indici e i prodotti gestiti, ed è il risultato di un processo suddiviso in tre fasi. Comincia con il calcolo del punteggio di sostenibilità per ogni portafoglio riportato nei 12 mesi precedenti che consiste in una media ponderata per gli asset sottostanti. Successivamente, i punteggi ottenuti sono utilizzati per calcolare il punteggio storico di sostenibilità del portafoglio in esame. Infine, è assegnato un rating di sostenibilità in base al confronto del punteggio storico ottenuto con la rispettiva Global Category di Morningstar. Il rating finale, assegnato ai fondi, segue una scala relativa da uno a cinque globi ed è una misura dei rischi ESG finanziariamente rilevanti in un portafoglio (Tabella 3.7).

Tabella 3.7: Schema di conversione Morningstar Sustainability Rating

Distribuzione	ESG Risk score	Sustainability Rating
Best 10%	0.00 - 9.99	
Next 22.5%	10.00 - 32.49	
Next 35%	32.50 - 67.49	
Next 22.5%	67.50 - 89.99	
Worst 10%	90.00 - 99.99	

Fonte: morningstar.com

Poiché le regole di distribuzione sono applicate all'interno delle Global Categories, i portafogli esposti a un elevato rischio ESG potrebbero comunque ricevere rating di sostenibilità positivi.

3) ECPI Group: dal 1997 ECPI fornisce strumenti di consulenza ESG e finanziaria traducendo i temi di sostenibilità in soluzioni investibili. ECPI dispone di due sedi principali, Milano e Lussemburgo, e si avvale di una rete di analisti di ricerca in Cina, Giappone e Polonia. La ricerca di ECPI copre oltre 4.000 emittenti e mantiene uno dei più ampi database di informazioni di sostenibilità. Il processo di ricerca è insieme rigoroso e disciplinato e si basa solo informazioni pubbliche degli emittenti, data provider specifici e fonti media. Usa un approccio oggettivo, differenziato per settori industriali nell'analisi dei dati ESG con l'obiettivo di tradurre informazioni perlopiù qualitative in indicatori quantitativi assegnando così a ciascun emittente un punteggio e un rating. ECPI utilizza un approccio rule-based con circa 80 indicatori. La tabella 3.8 mostra il procedimento di assegnazione del rating per le aziende.

Tabella 3.8: approccio ECPI

Fonte: ecpigroup.com

PUBLIC INFORMATION SOURCES	80/86 INDICATORS	8 CATEGORIES	2 SECTIONS	ESG RATING Score max 120 Rating (9 notches) F ⇒ EEE
	7	Environmental Strategy and Policy	ENVIRONMENTAL Score max 60 Rating (9 notches) F ⇒ EEE	
13	Environmental Management			
3/4	Products - <u>sector specific</u>			
6/11	Production Process - <u>sector specific</u>			
9	Employees and Human Capital	SOCIAL & GOVERNANCE Score max 60 Rating (9 notches) F ⇒ EEE	ESG RATING Score max 120 Rating (9 notches) F ⇒ EEE	
12	Community Relations			
11	Markets			
19	Corporate Governance & Shareholders			

La scala di valutazione di ECPI va da “F” a “EEE”, lungo 9 livelli (vedi tabella 3.9). Tutte le società classificate “F” sono generalmente escluse dall'universo investibile.

Nell'applicare la propria metodologia di screening, ECPI può escludere emittenti operanti in settori o attività controverse indicati con il rating NE. Le esclusioni sono generalmente determinate dalla percentuale di ricavi che l'emittente riceve dalla partecipazione nel settore controverso. Queste soglie di esclusione variano a seconda dei settori e riflettono le preferenze e/o esigenze dei clienti.

Tabella 3.9: ECPI Group Rating

RATING	LEVEL	DEFINITION
EEE EEE-	Very good	The company shows an innovative long-term strategic attitude, strong operational management practices and proactive actions to tackle social and environmental needs.
EE+ EE EE-	Good	The company shows a clear long-term strategic attitude, sound operational management practices and positive actions to tackle social and environmental needs.
E+ E E-	Fair	The company shows a basic long-term strategic attitude, standard operational management practices and/or average actions to tackle social and environmental needs.
F	Poor	The company shows a poor long-term strategic attitude, weak operational management practices and/or ineffective-negative actions to tackle social and environmental needs.
NE	Controversial	The company is involved in controversial sectors or activities .

Fonte: ecpi group.com

3.2 MERCATO EUROPEO E ITALIANO

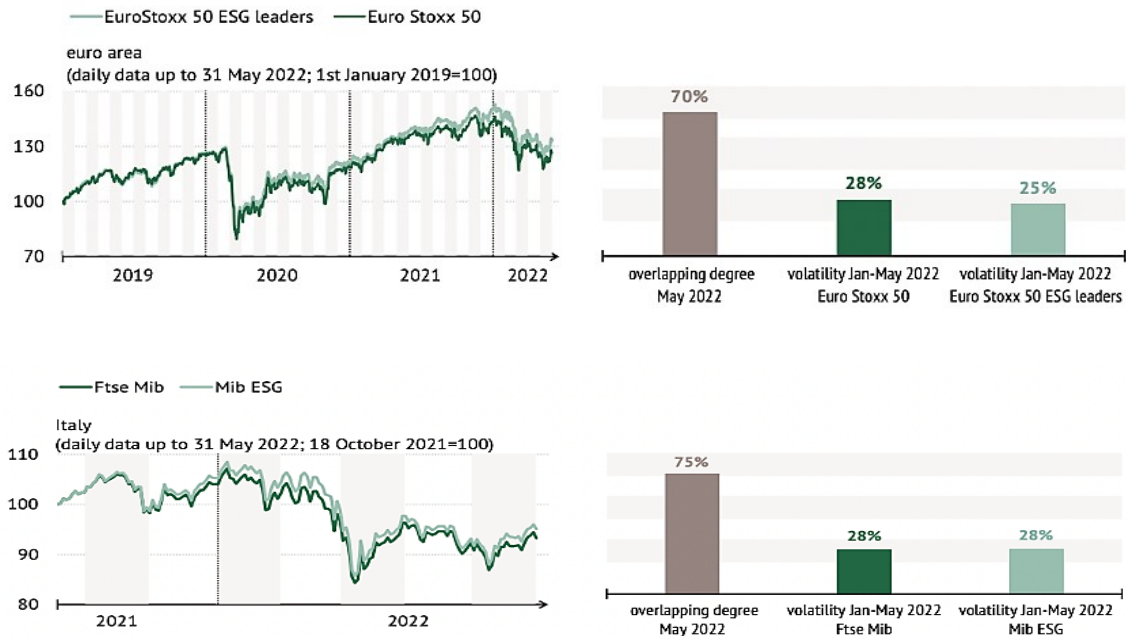
Nelle unità precedenti sono stati riportati quali sono le strategie d'investimento più utilizzate a livello globale e come si mostra il trend globale del mercato ESG. Ora si analizzerà brevemente il mercato ESG europeo e italiano. Ad oggi, il mercato Europeo degli SRI è il più sviluppato. L'Europa è leader mondiale negli investimenti ESG con

cifre che dalla prima relazione Eurosif del 2003 ammontavano a poco più di 360 miliardi di dollari (336 mld €), fino ad arrivare ai 14.075 miliardi di dollari del 2018. L'edizione 2018 dell'Eurosif è particolarmente significativa rispetto all'edizioni successive, che sono anche le più recenti, ovvero quella del 2021 e 2022. Mentre le ultime due edizioni si concentrano più sulla spiegazione e illustrazione dei framework normativi, il report del 2018 si concentra sugli sviluppi del comparto con un'analisi condotta in 12 diversi Paesi: Austria, Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Italia, Olanda, Polonia, Regno Unito, Spagna, Svezia e Svizzera, mostrando poi in dettaglio i dati relativi alle strategie adottate per i singoli paesi ([eurosif.org/europeanSRStudy2018](https://www.eurosif.org/europeanSRStudy2018)). Inoltre si riporta l'allocazione degli asset SRI a livello europeo: azioni e obbligazioni si dividono il mercato quasi equamente (obbligazioni al 40%, azioni al 47%).

La crescita degli investimenti sostenibili in Europa e in Italia è al centro dell'analisi di Consob. Il primo rapporto sulle principali dinamiche di mercato in materia di investimenti sostenibili ha posto l'accento sull'andamento dei principali mercati internazionali ed europei, le dimensioni del mercato e le prospettive future. Gli esperti evidenziano la crescita significativa dell'ultimo biennio in rapporto all'andamento altalenante dei principali benchmark azionari. Emerge come gli indici ESG abbiano segnato un recupero rilevante dai primi mesi 2020 (quando ha preso il via la crisi finanziaria legata alla pandemia) attestandosi a fine maggio 2022 su livelli superiori a quelli pre-pandemia. Sia nell'area euro sia in Italia, i benchmark sostenibili mostrano nel periodo in analisi performance lievemente superiori rispetto a quelle dell'intero mercato e livelli di volatilità simili o di poco inferiori, a fronte di una composizione che replica per almeno il 70%

quella del corrispondente indice generale di riferimento.

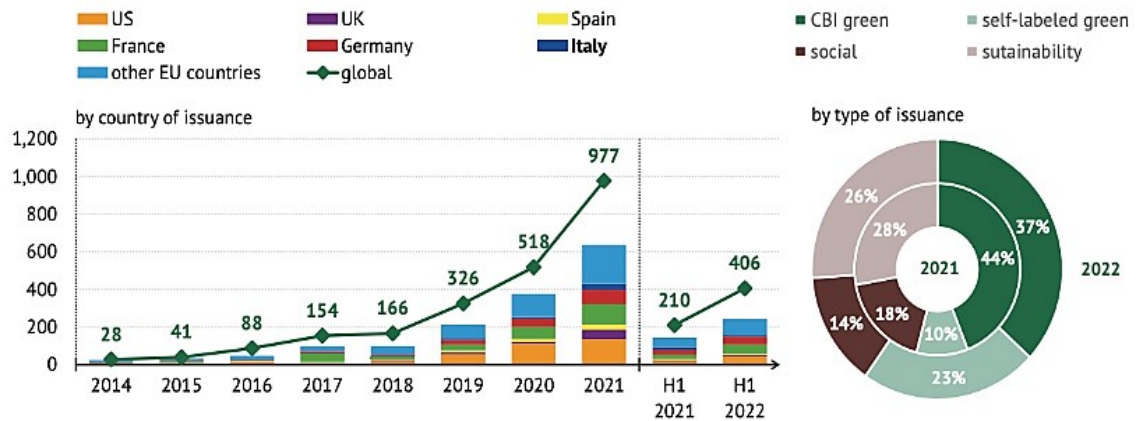
Figura 4: Tendenza del mercato azionario ESG nell'area euro e in Italia Fonte: Refinitiv Datastream



L'Europa è in testa sul fronte dell'offerta di strumenti finanziari sostenibili. A giugno 2022, il 50% delle emissioni di obbligazioni ESG è infatti riferibile ai Paesi europei, mentre il patrimonio di fondi comuni di investimento ESG europei pesa più dell'80% sul dato globale. Nel primo semestre dell'anno i green bond costituiscono il 60% del totale emesso, seguiti dalle obbligazioni sostenibili (pari al 26% del totale) e dalle emissioni social (pari al 14% del totale). Per quanto riguarda l'attestazione green, poco più della metà delle emissioni è in linea con gli standard della Climate Bond Initiative (CBI); nei restanti casi è a carico dell'emittente (il dato è passato dal 10% nel 2021 al 23% nella prima metà del 2022). Nei maggiori paesi dell'area euro le emissioni di obbligazioni ESG sono riferibili in gran parte alle società finanziarie, seguite da quelle operanti nei settori utility e trasporti e, dal 2020, a emittenti pubblici.

Figura 5: emissioni obbligazionarie globali per paese e tipo di emissione

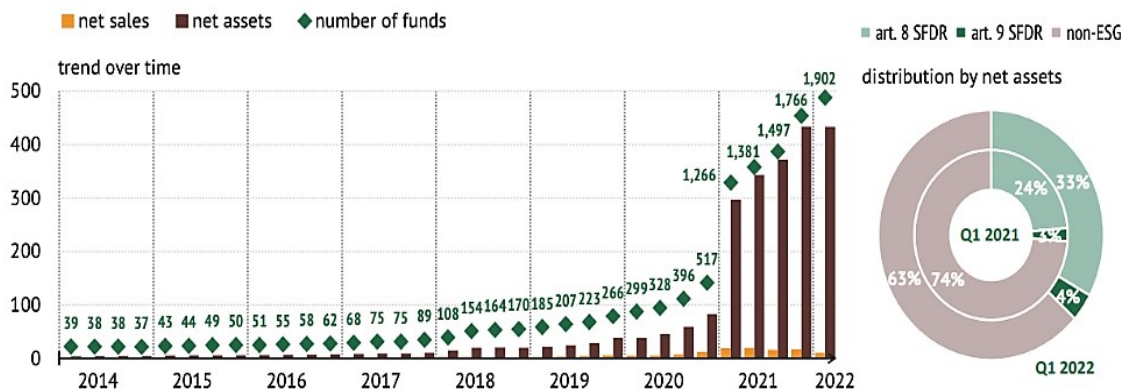
Fonte: Refinitiv Datastream



In Italia, l'avvio nel 2021 di programmi pubblici ha dato impulso alla crescita delle emissioni di titoli green, colmando parzialmente il divario rispetto ai maggiori paesi dell'area euro. Mentre per quanto riguarda i fondi comuni ESG, a marzo 2022 la quota europea sfiora i 5 mila fondi e un patrimonio complessivo prossimo a 2.300 miliardi di dollari (+40% rispetto allo stesso periodo del 2021). In Italia alla fine del primo trimestre 2022 il numero di fondi ESG è superiore a 1.900 (1.266 a marzo 2021), mentre il patrimonio promosso si è portato a 431 milioni di euro (295 a marzo 2021)

Figura 6: fondi ESG in Italia

Fonte: Assogestioni



Con l'entrata in vigore in tutta l'Unione Europea del Regolamento SFDR, il 2021 ha sicuramente rappresentato un punto di svolta per gli investimenti sostenibili. Anche dal punto di vista numerico, se gli asset investiti in prodotti sostenibili erano in una fase di fortissimo incremento già nel periodo 2015-2020, con un tasso annuo di crescita dell'80% e una particolare accelerazione nel periodo più recente, il 2021 ha visto una decisa impennata che ha portato il patrimonio investito in fondi classificati come art. 8-9 della SFDR a pesare complessivamente quasi il 30% del totale del patrimonio investito in fondi nel nostro Paese. Circa il 40% di questi è gestito da gruppi italiani (in linea con il mercato nel suo insieme). Bisogna sottolineare che per la prima volta in assoluto, la mappa trimestrale di Assogestioni analizza l'universo dei fondi aperti in relazione alla Sustainable Finance Disclosure Regulation. La situazione però cambia nei primi tre mesi del 2022, infatti secondo i dati di Assogestioni, i flussi netti confluiti in prodotti art. 8-9 della SFDR nel primo trimestre 2022 sono stati pari a 9,25 miliardi di euro, in netta diminuzione rispetto ai 15,46 miliardi dell'ultimo trimestre 2021. A pesare sui prodotti ESG, probabilmente, le tensioni geopolitiche e l'inflazione alle stelle degli ultimi mesi. I fondi che promuovono "caratteristiche ambientali o sociali" e fondi aventi come obiettivo "investimenti sostenibili", ai sensi degli articoli 8 e 9 hanno raggiunto a inizio 2022 masse pari a 431 miliardi, cifra in linea rispetto alle masse di fine 2021 ((nel dettaglio i fondi "light green" art. 8 della SFDR hanno superato i 388 miliardi (poco meno dei 390,172 miliardi del IV trimestre dello scorso anno), rappresentando oltre il 90% dei fondi sostenibili. I fondi "dark green" (art. 9) che seguono politiche di investimento più stringenti, invece, hanno superato i 42 miliardi (il 9,9%)). Quanto alla tipologia di prodotti sostenibili, dalla tabella emerge che i risparmiatori hanno confermato una preferenza per i prodotti azionari ESG, che hanno registrato introiti netti

per 4,9 miliardi. Seguono i prodotti Bilanciati ESG e Flessibili ESG, che hanno registrato rispettivamente una raccolta netta di 3,2 e 3,5 miliardi.

Tabella 3.10: fondi ESG e prodotti art.8-9 nel 1°trimestre 2022

Fonte: dati Assogestioni

	RACCOLTA NETTA (€ mln)			PATRIMONIO PROMOSSO (€ mln)		
	I Trim 2022	IV Trim 2021	VAR.%	I Trim 2022	IV Trim 2021	VAR.%
Art. 8 SFDR	6.870	12.509	-45,1%	388.419	390.172	-0,4%
Art. 9 SFDR	2.378	2.951	-19,4%	42.797	41.537	-94,3%
FONDI DI LUNGO TERMINE	8.201	16.243	-49,5%	418.561	420.913	-98,1%
Azionari	4.871	7.252	-32,8%	160.286	164.410	-97,0%
Bilanciati	3.257	3.675	-11,4%	62.333	56.519	10,3%
Obbligazionari	-3.491	1.634	-313,6%	120.165	126.469	-5,0%
Flessibili	3.563	3.683	-3,3%	75.778	73.516	3,1%
FONDI MONETARI	1.048	-783	-233,8%	12.655	10.795	17,2%
TOTALE	9.249	15.460	-40,2%	431.216	431.709	-0,1%

NOTA: Le società di gestione che si sono distinte in termini di raccolta complessiva del risparmio gestito nel trimestre sono: Intesa Sanpaolo (flussi netti pari a 3,02 miliardi e un patrimonio di 530,3 miliardi), seguita da Amundi (2,7 miliardi e asset per 229,2 miliardi); al terzo posto c'è Generali con 2,3 miliardi e masse di 489,7 miliardi. Bene anche BlackRock con flussi per 1,7 miliardi JP Morgan con 1 miliardo e Mediolanum con 844 milioni.

La raccolta netta complessiva del risparmio gestito italiano torna positiva nel terzo trimestre del 2022, trainata dai fondi sostenibili. Nel periodo tra giugno e settembre, infatti, i flussi netti confluiti in prodotti articolo 8-9 sono stati pari a 2,65 miliardi euro. I fondi sostenibili hanno raggiunto nel terzo trimestre 2022 masse pari a 415 miliardi. In particolare, i fondi “light green” hanno superato i 375 miliardi, rappresentando oltre il 90% dei fondi sostenibili. I fondi “dark green” hanno superato i 39 miliardi (il 9,4 %). Il numero di fondi ESG è passato dai 1.943 del secondo trimestre agli attuali 2.045. Quanto alla tipologia di prodotti sostenibili, dalla tabella 3.12 emerge che i risparmiatori hanno

confermato una preferenza per i prodotti azionari ESG. I prodotti flessibili ESG, invece, hanno registrato una raccolta netta di 1 miliardo.

Tabella 3.11: fondi ESG e prodotti art.8-9 tra il 2° e 3° trimestre 2022 Fonte: dati Assogestioni

	RACCOLTA NETTA (€ mln)			PATRIMONIO PROMOSSO (€ mln)		
	III Trim 2022	II Trim 2022	VAR. %	III Trim 2022	II Trim 2022	VAR. %
Art. 8 SFDR	1.937	3.981	-82,3%	375.788	375.949	0,0%
Art. 9 SFDR	706	1.336	-47,2%	39.231	40.782	-3,8%
FONDI DI LUNGO TERMINE	2.538	5.017	-49,4%	402.146	402.795	-99,4%
Azionari	2.460	3.777	-34,9%	155.290	153.366	-98,4%
Bilanciati	-172	2.324	-107,4%	61.591	63.709	-3,3%
Obbligazionari	-765	-3.428	-77,7%	117.273	118.139	-0,7%
Flessibili	1.015	2.344	-56,7%	67.991	67.581	0,6%
FONDI MONETARI	106	326	-67,5%	12.872	13.936	-7,6%
TOTALE	2.643	5.343	-50,3%	415.018	416.731	-0,4%

NOTA: Le società di gestione che si sono distinte sono: Mediolanum con flussi netti pari a 980,8 milioni di euro e un patrimonio di 56,3 miliardi, seguito da Amundi con 795,8 milioni e asset per 206 miliardi; al terzo posto c'è Poste Italiane con 702,7 milioni e masse di 92,5 miliardi.

3.3 PROSPETTIVE PER IL FUTURO

Gli analisti di S&P Global Ratings in un report hanno individuato alcuni trend globali che guideranno i processi decisionali nei prossimi dodici mesi. Non un percorso in discesa, piuttosto un delicato gioco di equilibri: nel 2023 le iniziative di sostenibilità saranno messe alla prova da inflazione e incertezza economica, ma il mercato del debito sostenibile contribuirà a sostenerle. In particolare, secondo gli esperti, in un contesto di turbolenze geopolitiche, inflazione persistente, recessione imminente e peggioramento

degli impatti dei cambiamenti climatici, è probabile che emergano nuove tensioni tra la gestione dei rischi a breve termine e il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità a lungo termine. Con l'entrata in vigore di nuovi standard di rendicontazione in tutto il mondo gli stakeholder dovranno poi confrontarsi con la complessità e le potenziali sfide legate alla conformità di queste iniziative. Gli analisti Usa partono dagli standard di divulgazione della sostenibilità che faranno pressioni sulle aziende e sugli investitori affinché rispondano e si adattino. Altri trend, per S&P, sono costituiti dalle strategie climatiche, che saranno riconsiderate alla luce delle preoccupazioni relative alla sicurezza energetica e all'accessibilità economica, e dai costi crescenti relativi ai rischi climatici fisici che accelereranno gli investimenti in adattamento e resilienza. Seguono le pratiche occupazionali che si adattano alle nuove dinamiche della forza lavoro e che saranno testate di fronte all'incertezza economica e del mercato del lavoro; le maggiori risorse che verranno dedicate alla gestione degli impatti sui diritti umani nelle catene di approvvigionamento tra le nuove normative sulla sostenibilità. Infine, il mercato globale delle obbligazioni sostenibili tornerà a crescere e stando al report, il mercato globale delle obbligazioni verdi, sociali, sostenibili e legate alla sostenibilità (GSSSB) nel 2022 non ha raggiunto i livelli toccati nel 2021 a causa dell'aumento dei tassi di interesse e del rischio di recessione in molte parti del mondo. Queste condizioni macroeconomiche e di mercato – scrivono gli analisti – potrebbero limitare l'interesse degli emittenti per le offerte di GSSSB. Tuttavia, prevediamo ancora che l'emissione di GSSSB crescerà tra i 900 miliardi e i mille miliardi di dollari nel 2023 rispetto a quasi 850 miliardi del 2022.

CAPITOLO 4 – APPROCCIO ALL’INVESTIMENTO ESG DA PARTE DEGLI INVESTITORI

4.1 L’OPINIONE DEI CONSULENTI FINANZIARI

I risparmiatori hanno dimostrato nel corso degli ultimi anni, ancor più a seguito della pandemia, di essere particolarmente interessati a forme di investimento che, oltre all’ottimizzazione del rapporto tra rischio e rendimento in un dato orizzonte temporale, affiancano considerazioni di natura ambientale, sociale e di governance. La pressione sulle tematiche ESG deriva però anche da ulteriori attori e situazioni presenti sul mercato, ad esempio infatti gli investitori puntano sempre di più ad investimenti sostenibili tanto che si stima che entro il 2025 un terzo degli asset globali oggi presenti sul mercato saranno asset ESG poiché permettono di ridurre una serie di rischi, aumentando la resilienza dei portafogli; inoltre, anche i consumatori, così come gli investitori, esercitano pressione sul mercato, puntando sempre più ad aziende che assumono una propria posizione in merito alle tematiche di sostenibilità. Per seguire è utile sottolineare come è evidente la pressione da parte del Regolatore la cui attenzione è indirizzata verso tali tematiche, considerato che il 25% del Piano dell’Unione Europea è destinato a iniziative green. Altro aspetto da considerare è quello relativo alla pressione da parte dei dipendenti, sul mercato si è infatti notato come le aziende interessate ai criteri ESG abbiano avuto un incremento di produttività sostanziale da parte dei loro dipendenti, pari a circa il 30%. Infine, l’ultima pressione riguarda il delivery. Infatti, nonostante le molteplici pressioni, numerosi studi e analisi evidenziano come le società non sono sulla buona strada per raggiungere gli obiettivi dell’Accordo di Parigi. Per comprendere meglio l’evoluzione dell’interesse da

parte degli investitori in merito agli investimenti sostenibili e agli altri argomenti analizzati in questo lavoro, sono state effettuate nel corso degli anni delle indagini a partire dal ruolo della consulenza. Chi meglio di un consulente finanziario conosce le attitudini e le preferenze di investimento del risparmiatore-investitore tipo? Parte da questo assunto lo studio mirror consulenti-clienti che chiude il 2° Rapporto annuale Assogestioni-Censis sulle scelte di investimento degli italiani, dal titolo “*Gli italiani e la finanza sostenibile, per andare oltre la pandemia*”, presentato al Salone del Risparmio il 15 settembre 2021. Il quadro che emerge consente di integrare le opinioni e i comportamenti degli italiani su risparmi e scelte di investimento con il punto di vista dei consulenti finanziari rilevato con un’indagine a cui hanno partecipato 270 professionisti su tutto il territorio nazionale: 82,4% dei consulenti finanziari intervistati rileva che i propri clienti sono molto o abbastanza interessati ai prodotti Esg ed il 76,9% è convinto che l’interesse su tali prodotti siano maggiore che nel periodo pre-Covid. Il 68,3% dei consulenti dichiara di proporli con maggior frequenza ai propri clienti rispetto al periodo pre-pandemico.

Figura 4.1: opinione dei consulenti sulla reazione della clientela alla proposta di prodotti ESG



fonte: indagine Censis-Assogestioni 2021

Il 67,3% dei consulenti indica attenzione e interesse da parte dei clienti, il 56,5% la percezione di opportunità, il 44,2% la curiosità ed il 24,9% la fiducia. Le reazioni negative ottengono consensi nettamente minori: l'avversione è richiamata dallo 0,4%, la diffidenza dal 3,7% e l'indifferenza dal 4,8% dei consulenti (figura 4.1).

Figura 4.2: opinione dei consulenti sui fattori che più incidono nella scelta di investire



fonte: indagine Censis-Assogestioni 2021

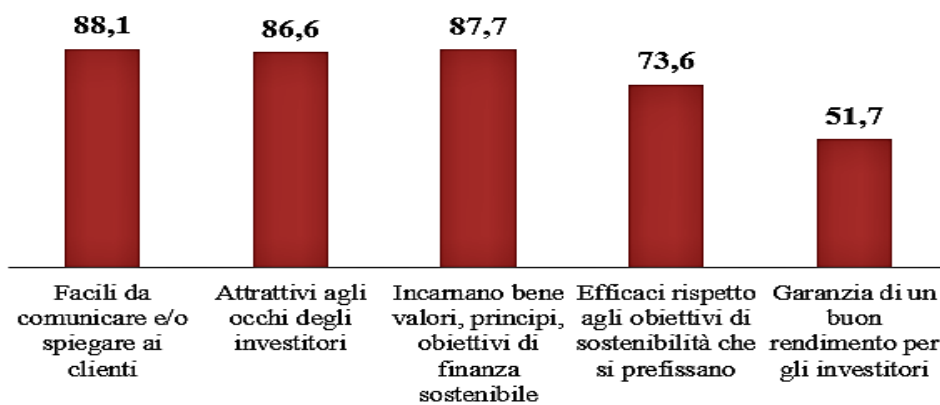
Per i consulenti, su tutto vince il titolo di studio dei clienti, poi la professione svolta e l'età (figura 4.2). Altro dato interessante riguarda i fattori che più disincentivano ad investire in prodotti Esg, tra cui spicca la scarsa conoscenza della clientela di questi prodotti (64,6%), seguito dalla diffidenza dei clienti verso prodotti emergenti (23,5%).

Figura 4.3: opinione dei consulenti sui interventi da promuovere per aumentarne la conoscenza



Nella vendita di prodotti, inclusi quelli finanziari, il punto di vista reale degli intermediari è decisivo, così come le loro convinzioni autentiche sul prodotto da promuovere. Se il prodotto non convince è molto difficile che ci sia poi la spinta motivazionale per affermarlo sul mercato.

Figura 4.4: opinione dei consulenti sui prodotti ESG



fonte: indagine Censis-Assogestioni 2021

Dai dati (figura 4.4) emerge che per l'88,1% dei consulenti intervistati i prodotti Esg incarnano bene valori, principi e obiettivi della finanza sostenibile; per l'87,7% esprimono in modo appropriato gli obiettivi che si prefiggono; per il 73,6% sono efficaci rispetto agli obiettivi di sostenibilità che si prefissano; per il 51,7% sono una garanzia di un buon rendimento per gli investitori. Nonostante ci sia un interesse globale verso un comportamento più attento allo sviluppo sostenibile, sono ancora molti gli investitori che dichiarano di non aver mai sentito parlare di un approccio ESG in ambito finanziario. I consulenti potrebbero trarre vantaggio da questa situazione utilizzando le loro competenze per attrarre nuovi clienti e mantenere quelli esistenti.

4.2 INDAGINE SULL'INTERESSE DEI RISPARMIATORI

L'analisi mira a rispondere e ad approfondire il comportamento e la sensibilità che gli investitori dimostrano di avere verso il tema della sostenibilità, sempre più attuale, e nello specifico verso gli investimenti ESG. L'indagine è stata condotta dal sottoscritto in collaborazione con un consulente finanziario dell'agenzia principale Allianz di Giulianova (TE), grazie alla quale è stato possibile sottoporre un questionario ai propri clienti. Prima di entrare nel merito del sondaggio è utile riportare brevemente l'impegno che Allianz mette in campo per la sostenibilità.

Allianz è una società europea di servizi assicurativi e finanziari con sede a Monaco di Baviera, in Germania, e operante in tutto il mondo. Il Gruppo Allianz è attivo in Italia in campo sociale e ambientale con iniziative di supporto all'arte e alla cultura, di sostegno alle fasce deboli della popolazione, educational e di conservazione della natura. L'obiettivo è quello di creare valore economico sostenibile, impegnandosi con responsabilità sociale e impegno ambientale. La strategia del Gruppo in questo contesto poggia su tre pilastri: Net Zero: affrontare i cambiamenti climatici e puntare su una economia a zero emissioni di CO₂; Impatto sociale: diventare il partner di fiducia per la protezione e la crescita degli asset; Integrazione della sostenibilità: garantire che gli investimenti e l'attività assicurativa siano sostenibili integrando principi top class nelle proprie attività e in quelle del settore di appartenenza. Il sondaggio è stato sottoposto ad un campione di 100 clienti in due modi diversi per varie ragioni logistiche (impegno, tempistiche, distanza...): alcuni intervistati hanno preferito che l'indagine avvenisse attraverso un contatto diretto, ovvero un dialogo tra le parti in prima persona; mentre altri hanno preferito rispondere all'indagine mediante mezzi di comunicazione come telefono, email.

Prima della somministrazione del sondaggio, si è introdotto il tema della sostenibilità attraverso una mini presentazione composta da un'immagine riassuntiva.



Il questionario dell'indagine si compone di due sezioni:

- la prima sezione è la “*sezione anagrafica*”: qui sono stati raccolti i dati sui clienti:
 - sesso, età, titolo di studio, impiego attuale, area geografica di residenza, dimensione per abitanti del comune, disponibilità economiche. Queste informazioni risultano importanti poiché grazie ad esse si possono individuare le caratteristiche sociodemografiche che più determinano l'interesse verso gli investimenti ESG e che permettono di distinguere i fattori che più incidono nella scelta di investire in questi prodotti.
- la seconda sezione è composta da dieci domande. Le prime quattro domande riguardano il concetto di sostenibilità in generale e sono:

1) Ha mai sentito parlare di eco-sostenibilità e di ESG?

2) è interessato a tali tematiche?

3) E' preoccupato per le conseguenze dei cambiamenti climatici ed ambientali?

4) Conosce l'effetto serra?

Dopo queste domande generali, si passa a sottoporre quesiti più specifici:

5) Quali benefici ritiene possano derivare da un investimento ESG?

6) Quali sono le fonti di informazione da cui proviene la sua conoscenza su questo tema?

7) Ha ricevuto delle proposte di investimento dedicate agli ESG?

8) Rispetto al suo patrimonio, in che misura vorrebbe destinare parte delle sue risorse a questo tipo di investimento?

9) Sarebbe disposto ad accettare una moderata variazione del rendimento del suo portafoglio (-3%) a fronte di un significativo investimento in titoli ESG?

10) Ritiene che l'investimento ESG possa diventare uno dei principali settori su cui puntare in futuro?

L'ultimo step è la raccolta delle risposte che costituiscono **i risultati dell'indagine** che sono riportati di seguito:

- per la prima sezione i 100 partecipanti all'indagine si dividono in questo modo:
 - **Sesso** → 52% maschio, 48% femmina.
 - **Età** → varia dai 26 ai 63 anni: nello specifico 27 intervistati (tra i 26-36 anni), 26 intervistati (tra i 36-46 anni), 30 intervistati (tra i 46-56 anni), 17 intervistati (tra i 56-63 anni).
 - **Titolo di studio** → 70% diploma superiore, 25% laurea, 5% scuola media.

- **Impiego attuale** → 62% lavoratore dipendente, 35% lavoratore autonomo / libero professionista, 3% disoccupato.

- **Area geografica di residenza** → 72% Centro, 18% Nord, 10% Sud e Isole.

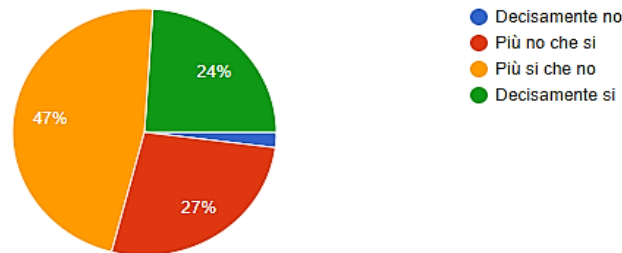
- **Dimensione per abitanti del comune dove si abita** → 39% (meno di 10 mila abitanti), 34% (tra i 10-50 mila abitanti), 19% (tra 50-100 mila abitanti), 6% (tra i 100-500 mila abitanti) e 2% (più di 500 mila abitanti).

- **Disponibilità economiche** → 77% media, 13% bassa, 10% elevata.

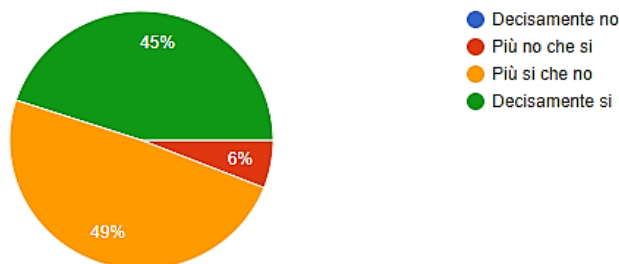
• per la seconda sezione si hanno queste risposte per ogni domanda:

1) Ha mai sentito parlare di eco-sostenibilità e di ESG? 62 intervistati rispondono IN PARTE, 30 rispondono SI e 8 rispondono NO.

2) è interessato a tali tematiche?

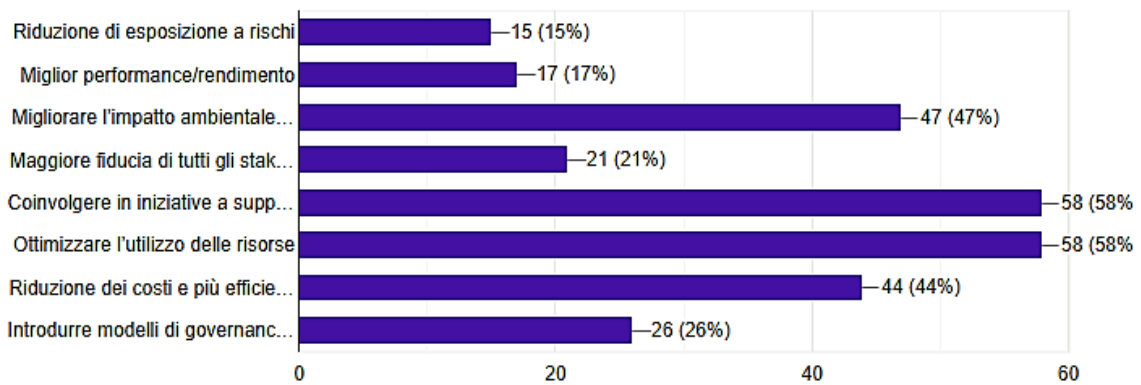


3) E' preoccupato per le conseguenze dei cambiamenti climatici ed ambientali?



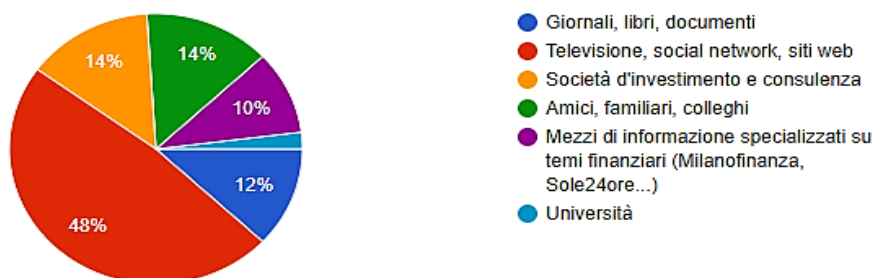
4) Conosce l'effetto serra? 49 intervistati hanno risposto IN PARTE, 47 hanno risposto SI e 4 hanno risposto NO.

5) Quali benefici ritiene possano derivare da un investimento ESG? Qui i clienti hanno dato una o più risposte:



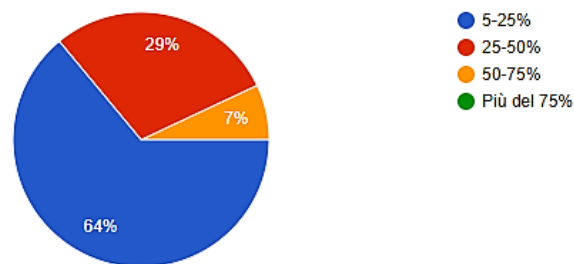
Nota: alcune risposte tra loro erano abbastanza simili e sono state raggruppate in questo modo: Riduzione di esposizione a rischi, Miglior performance/rendimento, Migliorare l'impatto ambientale, Maggiore fiducia di tutti gli stakeholder (investitori, i clienti, le comunità, le istituzioni e i dipendenti), Coinvolgere in iniziative a supporto della sostenibilità, Ottimizzare l'utilizzo delle risorse, Riduzione dei costi e più efficienza nei processi, Introdurre modelli di governance più trasparenti e aperti.

6) Quali sono le fonti di informazione da cui proviene la sua conoscenza su questo tema?

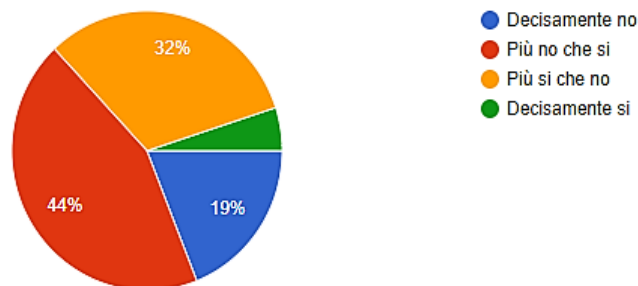


7) Ha ricevuto delle proposte di investimento dedicate agli ESG? 55 intervistati hanno risposto NO, 26 hanno risposto IN PARTE e 19 hanno risposto SI.

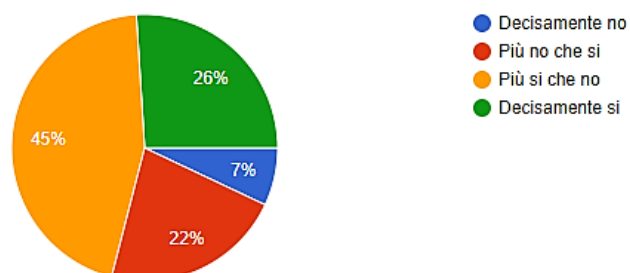
8) Rispetto al suo patrimonio, in che misura vorrebbe destinare parte delle sue risorse a questo tipo di investimento?



9) Sarebbe disposto ad accettare una moderata variazione del rendimento del suo portafoglio (-3%) a fronte di un significativo investimento in titoli ESG?



10) Ritiene che l'investimento ESG possa diventare uno dei principali settori su cui puntare in futuro?



A conclusione dell'indagine, è utile sottolineare che tutti gli intervistati del questionario sono soggetti (clienti/risparmiatori) che hanno già effettuato investimenti in settori simili o diversi e quindi hanno già un livello “minimo” di educazione finanziaria, anche se si avvalgono dell'aiuto e professionalità della figura del consulente finanziario. Inoltre collegato a questo aspetto si è registrato un dato che inizialmente, prima della somministrazione del sondaggio era inaspettato, ovvero alcuni clienti dopo aver compilato il questionario hanno richiesto maggiori informazioni al consulente finanziario riguardo la possibilità di investire in prodotti ESG e sostenibili che la società Allianz fornisce. Nello specifico 17 dei 100 intervistati hanno richiesto informazioni iniziali in breve tempo, mentre altri hanno preferito aspettare per poi essere contattati.

4.2.1 CONSIDERAZIONI SUI RISULTATI

Le considerazioni che emergono dai risultati dell'indagine sono principalmente due:

a) il tema della finanza sostenibile e degli investimenti ESG è sempre più attuale e porta con sé maggiore attenzione da parte dei soggetti finanziari (sia piccoli che grandi investitori). La testimonianza è data dal fatto che sempre più spesso si sente parlare di sostenibilità: infatti molti dei clienti intervistati hanno riportato che le loro fonti di informazione (domanda n.6) sono per la maggioranza (46%) la televisione, i social network e i siti web. Questo dato dimostra che non sono solo le società d'investimento e consulenza che alimentano questo interesse solo per ritorni puramente economici, ma anche i principali mezzi di comunicazione sono attenti alle questioni ambientali e sociali.

In aggiunta si può notare come tra le altre fonti di informazione, una parte (14%) proviene da amici, familiari o colleghi di lavoro, segno che l'investimento in sostenibilità sono un argomento sempre più di discussione e che circola facilmente in diversi ambiti. Tuttavia la domanda n.7 dimostra come ci sono ancora passi in avanti da fare poiché la maggior parte degli intervistati (55) non ha ricevuto ancora proposte di investimento sugli ESG, mentre la restante parte ha ricevuto qualche informazione.

Esempio di quanto appena detto è uno studio di novembre 2022 effettuato da IAS (Integral Ad Science), società specializzata a livello globale nella qualità dei media digitali: la ricerca, basata su un sondaggio condotto tra i consumatori italiani, fornisce una panoramica sull'importanza che i temi ambientali e le pratiche sostenibili rivestono per i consumatori, e allo stesso tempo rivela come questo influenzi il loro comportamento d'acquisto, nonché la loro reazione nei confronti di annunci pubblicitari contestuali legati a questi temi. Lo studio rileva che sostenibilità e cambiamento climatico continuano a essere temi prioritari e sono uno dei principali problemi sociali che preoccupano i consumatori italiani, dopo la crisi del costo della vita. Inoltre, la maggior parte dei consumatori italiani (93%) riconosce che brand e inserzionisti devono svolgere un ruolo attivo nella difesa delle cause ambientali, della sostenibilità e nei modi per combattere il cambiamento climatico. In effetti, più di tre quarti (79%) dei consumatori hanno una visione più favorevole verso i brand che sostengono le cause ambientali. IAS ha inoltre testato la reazione dei consumatori agli annunci vicino a contenuti neutri su cause ambientali e l'ha confrontata con la reazione agli annunci vicino a contenuti che sostenevano cause ambientali. Ne è emerso che un annuncio standard inserito accanto a un titolo positivo che sostiene le cause ambientali, ha beneficiato di un aumento del 65% di favorability rispetto a un annuncio posizionato vicino a un titolo neutro (+52%). I consumatori italiani ritengono che gli inserzionisti abbiano la

responsabilità di influenzare il cambiamento e migliorare la sostenibilità, tuttavia anche loro stanno prendendo in mano la situazione in diversi modi. Ad esempio, la metà dei consumatori (50%) ha cambiato le proprie abitudini di acquisto per contribuire a sostenere le cause ambientali e il 33% prevede di acquistare solo da brand che hanno valori o pratiche sostenibili dal punto di vista ambientale.

I prodotti di investimento sostenibile, come visto nelle precedenti unità, sono cresciuti nell'ultimo decennio in maniera esponenziale, spinti dalle crescenti preoccupazioni sui cambiamenti climatici e questioni sociali, diventate oggetto principale delle iniziative promosse dalle più importanti organizzazioni internazionali, che mirano al coinvolgimento di tutti i paesi. Infatti come riportato nell'indagine, il 92% ha sentito parlare di queste tematiche, il 71% ne è interessato e la maggior parte conosce sia fenomeni globali come l'effetto serra e mostra preoccupazioni per i cambiamenti ambientali e climatici che si possono manifestare. È per questo che diversi paesi stanno unendo le forze per elaborare degli standard comuni a livello internazionale, che possano far chiarezza sull'argomento. Inoltre come evidenziato dall'ultima domanda del sondaggio (domanda n.10), il 71% degli intervistati crede che il settore ESG può diventare in futuro uno dei più importanti e trainanti nel mercato: tra questi il 26% è decisamente convinto e il 45% crede in una forte crescita, mentre la restante parte non punta su questo settore per le prospettive future.

b) Proprio legato a quest'ultima parte si evidenzia l'altro aspetto fondamentale dell'indagine, ovvero per quale motivo i clienti, se la maggior parte crede in questo settore, non vogliono investire una quantità rilevante delle loro risorse in prodotti ESG.

Come evidenziato dalla domanda n.8 soltanto il 7% è disposto a destinare una parte tra 50-75% delle loro risorse, rispetto al patrimonio posseduto, mentre la maggioranza (64%) preferisce investire tra il 5-25% e una modesta parte (29%) preferisce destinare il 25-50% delle risorse; ma il dato che sorprende è che nessun intervistato è disposto ad investire più del 75% delle proprie risorse. In aggiunta la domanda n.9 alimenta maggiormente questa problematica, poiché 63 su 100 intervistati preferiscono non accettare una moderata variazione del rendimento del loro portafoglio (-3%), a fronte di un di un significativo investimento in prodotti ESG: 44 di questi tendono verso il non accettare, mentre gli altri 19 sono fortemente decisi verso il no. I motivi che sono alla base di questo problema trovano probabilmente risposta nelle indicazioni ricavate dal quesito n.5 dove si chiede quali sono i benefici che possono derivare da un investimento ESG. È risaputo che l'obiettivo e la funzione di un investimento in generale può essere ricondotto a tre motivazioni principali: - proteggere il capitale di partenza, vuol dire solitamente preferire la stabilità e la sicurezza di soluzioni più conservative, anche a costo di rinunciare alla possibilità di rendimenti potenzialmente superiori.

- accrescere il capitale inizialmente accantonato, anche a costo di dover attendere qualche tempo.
- “convertire” il capitale di partenza nella possibilità di fruire, in un arco temporale più o meno prossimo, di una rendita di varia periodicità, come ad esempio nel caso della previdenza complementare.

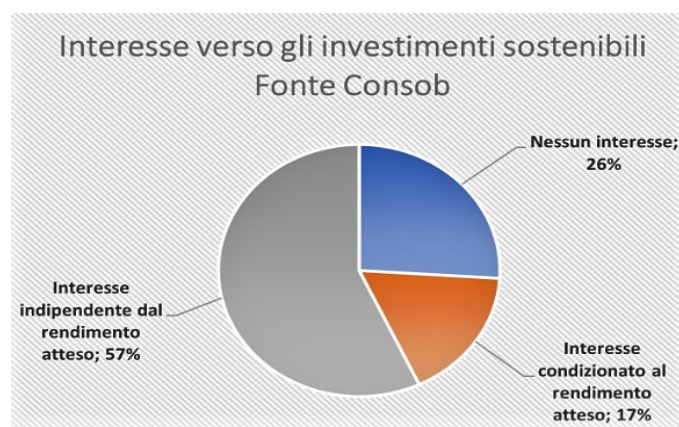
Ogni investitore ha come obiettivo primario quello di avere maggior rendimento e minor rischio da un possibile investimento. Fondamentale quindi è capire qual è il rapporto tra

rischio/rendimento che l'investimento ESG può offrire. L'indagine dimostra infatti che soltanto il 15% crede che uno dei benefici possa essere una riduzione dell'esposizione ad eventuali rischi e solo il 17% crede in una maggior performance rischio/rendimento; mentre gli altri intervistati credono in benefici positivi che riguardano più aspetti ambientali e sociali come l'ottimizzazione delle risorse e la trasparenza dei modelli di governance. Gli investitori si affidano sempre più a giudizi di società specializzate nel fornire informazioni legate al grado di sostenibilità di società e strumenti finanziari, anche se spesso non sono ben chiare le modalità con le quali i rating vengono costruiti.

4.3 L'IMPORTANZA DEL RENDIMENTO E DELLE PERFORMANCE

In relazione alla possibilità che il rapporto tra rischio e rendimento possa influire sulle scelte degli investitori, l'interesse dei clienti nei riguardi degli investimenti sostenibili è stato fotografato anche da una recente ricerca pubblicata da Consob. La sostenibilità rimane un punto centrale di attenzione anche nel nuovo anno che si è aperto con l'entrata in applicazione, dal 1° gennaio, del Regolamento delegato Sfdr che disciplina gli obblighi informativi che devono essere osservati dai partecipanti ai mercati finanziari e dai consulenti finanziari. Gli intermediari sono già all'opera per la rilevazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti, divenuta obbligatoria da agosto 2022 con la modifica della Mifid2. Il lavoro di ricerca si basa su un campione di investitori che detengono almeno un'attività finanziaria (con un campione pari a 1.077 individui per il 2019 e a 1.157 individui nel 2021), ha rilevato che la quota di investitori che si dichiarano

disposti a considerare strumenti finanziari con caratteristiche di sostenibilità è passata dal 60% nel 2019 al 74% circa nel 2021. La rilevazione relativa al 2021 mostra che l'interesse nei confronti della sostenibilità risulta maggiore (87% contro 74% dell'intero campione) presso gli investitori che dichiarano una conoscenza, almeno di base, dei prodotti sostenibili. La conoscenza e interesse verso la finanza sostenibile si associano inoltre positivamente a variabili sociodemografiche quali il genere femminile, la giovane età, il livello di istruzione, la condizione finanziaria.



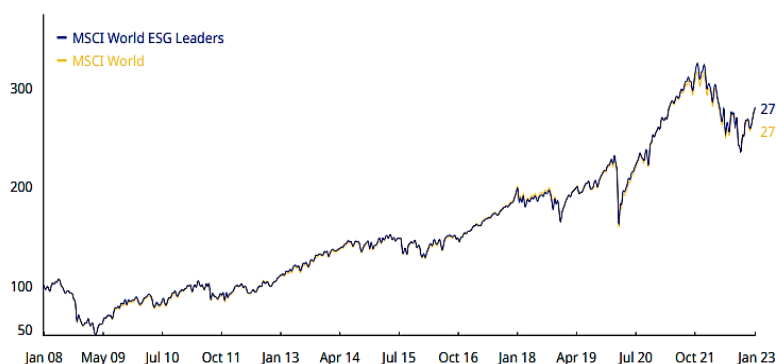
Nel 2021 solo il 26% degli intervistati dichiara l'assenza di interesse verso la finanza sostenibile. La predisposizione nei confronti dei prodotti finanziari ESG è condizionata al rendimento atteso per il 17% degli investitori, mentre il 57% dichiara la propria attitudine indipendentemente dal rendimento atteso, dichiarando in sostanza la disponibilità ad ottenere un rendimento inferiore rispetto agli altri strumenti finanziari purché allineato alle istanze valoriali e alle norme sociali del cliente. È necessario, dunque, considerare anche il ritorno economico per dimostrare come l'opzione secondo la quale, in un futuro auspicabilmente non troppo lontano, gli investimenti sostenibili possano rappresentare lo strumento più utilizzato nel mercato finanziario. Le maggiori riserve sugli investimenti

ESG ruotano attorno all'idea che l'integrazione dei fattori ESG nel processo di investimento possano danneggiare le performance. Tuttavia, numerosi studi suggeriscono il contrario. Le società con solide pratiche ESG mostrano un costo del capitale più basso, una minore volatilità e un minor numero di casi di corruzione e frodi aziendali. Secondo diversi studi di ricercatori, i portafogli che mostrano elevati valori di ESG hanno realizzato negli ultimi tempi una performance migliore. Dello stesso parere è il Case Study condotto da MSCI sui mercati in cui si dimostra che l'indice ESG ha battuto in termini di performance l'indice tradizionale, come riportato dalla figura 4.5.

Figura 4.5: performance cumulativa dell'indice-rendimenti lordi (USD)

fonte:msci.com

**CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE – GROSS RETURNS (USD)
(JAN 2008 – JAN 2023)**



ANNUAL PERFORMANCE (%)

Year	MSCI World ESG Leaders	MSCI World
2022	-19.17	-17.73
2021	25.29	22.35
2020	15.90	16.50
2019	28.91	28.40
2018	-7.22	-8.20
2017	21.69	23.07
2016	7.93	8.15
2015	-0.55	-0.32
2014	5.42	5.50
2013	28.22	27.37
2012	15.18	16.54
2011	-4.90	-5.02
2010	11.22	12.34
2009	33.20	30.79

INDEX PERFORMANCE – GROSS RETURNS (%) (JAN 31, 2023)

	1 Mo	3 Mo	1 Yr	YTD	ANNUALIZED				Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV
					3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Sep 28, 2007				
MSCI World ESG Leaders	7.20	10.79	-7.85	7.20	7.95	7.46	9.64	6.19	2.08	18.96	17.03	3.31
MSCI World	7.10	9.78	-6.99	7.10	8.10	7.05	9.64	6.15	2.09	18.18	16.09	2.81

FUNDAMENTALS (JAN 31, 2023)

INDEX RISK AND RETURN CHARACTERISTICS (SEP 28, 2007 – JAN 31, 2023)

	Beta	Tracking Error (%) ¹	Turnover (%) ¹	ANNUALIZED STD DEV (%) ²			SHARPE RATIO ^{2,3}			Since Sep 28, 2007	MAXIMUM DRAWDOWN	
				3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr		(%)	Period YYYY-MM-DD
MSCI World ESG Leaders	0.99	1.31	8.65	20.91	18.00	14.41	0.43	0.42	0.65	0.39	57.81	2007-10-31—2009-03-09
MSCI World	1.00	0.00	2.14	21.04	18.20	14.59	0.44	0.39	0.65	0.39	57.46	2007-10-31—2009-03-09

¹ Last 12 months ² Based on monthly gross returns data ³ Based on NY FED Overnight SOFR from Sep 1 2021 & on ICE LIBOR 1M prior that date

NOTA: L'MSCI World ESG Leaders Index è un indice ponderato per la capitalizzazione che offre un'esposizione a società con un elevato livello di capitalizzazione con prestazioni ambientali, sociali e di governance (ESG) rispetto ai loro pari settoriali. È costruito aggregando i seguenti Indici regionali MSCI Pacific ESG Leaders Index, MSCI Europe & Middle East ESG, Leaders Index, MSCI Canada ESG Leaders Index e MSCI USA ESG Leaders Index. L'indice principale è l'MSCI World Index, che è costituito da società a grande e media capitalizzazione in 23 paesi dei mercati sviluppati. L'Indice è progettato per gli investitori che cercano un benchmark di sostenibilità ampio e diversificato con un tracking error relativamente basso rispetto al mercato azionario sottostante.

Gli investimenti sostenibili stanno trainando il mercato con rendimenti che hanno superato i benchmark, nonostante l'impatto della guerra in Ucraina. Seppure i rendimenti passati non siano correlati con i rendimenti futuri, e non ci assicurano dei guadagni, sono comunque un indice importante per capire l'andamento storico del mercato ed individuare dei possibili margini di crescita. I dati empirici confermano la tesi di molti investitori secondo la quale gli investimenti sostenibili possono competere in termini di rendimento finanziario con i tradizionali indici. Nella scelta di un investimento è importante valutare diversi indicatori che ci permettono di capire la performance e i rischi a cui siamo esposti.

Aspetto fondamentale che va a conclusione delle indagini viste è che esiste un grande divario tra mostrare interesse per qualcosa e agire effettivamente. Gli investimenti sostenibili sono una scelta responsabile per l'ambiente e la società, ma esiste ancora il pregiudizio che siano un sacrificio a livello finanziario. Numerosi investitori guardano con diffidenza agli investimenti sostenibili, considerandoli più un approccio etico che

un'opportunità di guadagno. Questo va oltre la misurazione dell'interesse per gli investimenti sostenibili, ma mostra che c'è un grande divario tra coloro che mostrano interesse e coloro che effettivamente fanno il passo per iniziare a investire in modo sostenibile. I sondaggi potrebbero non essere la migliore metodologia di ricerca per attingere alle motivazioni più profonde degli investitori riguardo al loro comportamento di investimento. A fronte dell'interesse manifestato dagli investitori, solo una piccola parte dichiara il possesso di prodotti finanziari sostenibili. Non è da escludere che le prossime rilevazioni statistiche potranno evidenziare risultati più incoraggianti, tenuto conto che proprio dal 2021, con dell'entrata in vigore il Regolamento sulla trasparenza in materia di sostenibilità (SFDR), si è osservato una notevole crescita dei fondi comuni di investimento classificati secondo gli articoli 8 e 9 del Regolamento europeo. L'interesse verso la finanza sostenibile può essere scoraggiato da diversi fattori: il timore di *greenwashing*, ossia che si tratti solo di operazioni di marketing, l'attitudine allo *short termism*, soprattutto se si ritiene che la sostenibilità produca frutti solo nel lungo periodo, la percezione di un *trade-off* tra profili finanziari e profili di sostenibilità, soprattutto se i primi si ritengono prioritari rispetto ai secondi. Il timore di affermazioni fuorvianti e una gestione inefficace dell'impatto ambientale sono i maggiori ostacoli all'investimento in prodotti sostenibili. Tali preoccupazioni dei clienti ripropone il tema della fiducia nei confronti del sistema finanziario e, nello stesso tempo, l'importanza del ruolo e della professionalità dei consulenti finanziari nel fornire informazioni corrette e non fuorvianti sulle caratteristiche di sostenibilità dei prodotti finanziari.

CONCLUSIONI

In questa tesi ci si è posti l'obiettivo di ricercare indizi che provino un'effettiva attenzione degli investitori alla tematica della sostenibilità, partendo da un'analisi generale del mercato dell'investimento socialmente responsabile, e poi concentrandosi in maniera particolare sul comportamento degli investitori. Sia le indagini effettuate, sia i dati statistici sull'evoluzione degli investimenti sostenibili dimostrano una crescita importante e costante degli investimenti ESG, che porterà globalmente a una maggiore attenzione alle tematiche ambientali e a un conseguente impatto positivo sul nostro pianeta. Il mondo si sta infatti muovendo verso un pianeta ecologicamente, socialmente ed eticamente più attento, di conseguenza vi è un crescente miglioramento nelle abitudini di consumo. Sono sempre di più le misure volte a favorire lo sviluppo sostenibile, come per esempio l'agenda 2030 o l'accordo universale sul clima mondiale. Queste azioni sono un passo importante per influenzare positivamente la sostenibilità, e di conseguenza la finanza sostenibile, incentivando una maggiore attenzione verso un comportamento eticamente più corretto. Con la finanza sostenibile, infatti, nasce una nuova visione di impresa che diventa il mezzo in grado di portare benefici alla comunità di appartenenza e di offrire servizi di assistenza in un'ottica di lungo termine. Tuttavia, nonostante gli obiettivi posti in essere, anche dalle istituzioni, per uno sviluppo sostenibile l'implementazione totale di questo sistema finanziario innovativo è da considerare ancora difficoltosa a causa della mancata diffusione dei temi sostenibili nella società contemporanea e della corretta trasparenza.

In questo contesto, l'indagine empirica sviluppata su un campione di 100 risparmiatori ha

prodotto dei risultati che confermano un'effettiva attenzione e interesse degli investitori al grado di sostenibilità dei loro investimenti, anche se l'importanza del ritorno economico e delle performance sono ancora decisamente al centro degli obiettivi degli investitori, creando una sorta di pregiudizio verso gli investimenti sostenibili. In vista di prospettive future per lo sviluppo del mercato degli investimenti ESG si dovrà far leva su due elementi principali: il contributo della tecnologia e il sostegno della generazione dei millennials, cioè i nati dopo il 1980. Stando ad un sondaggio condotto negli Stati Uniti, al 90% dei Millennials piace l'idea che i propri investimenti generino ritorni competitivi promuovendo risultati positivi dal punto di vista sociale e ambientale. Inoltre, i Millennial sarebbero due volte più disposti a considerare queste dinamiche rispetto al resto della popolazione, come testimonia un report di Morgan Stanley. Questi numeri suggeriscono che il futuro degli investimenti sarà sempre più ESG. Come evidenziato nell'elaborato, gli operatori finanziari possono assumere un ruolo centrale nel riorientare i flussi finanziari, integrando i fattori di sostenibilità nelle proprie politiche di investimento. In questo, il quadro delineato da tassonomia europea, SFDR e CSRD rappresenta un aspetto cruciale. Facendo della trasparenza un requisito primario, gli interventi normativi dell'UE potranno favorire gli investimenti nelle attività effettivamente sostenibili, contribuendo in modo significativo al raggiungimento degli obiettivi preposti e aiutando a contrastare i fenomeni del greenwashing e del socialwashing.

Il mercato degli investimenti sostenibili, in Europa come nel nostro Paese, ha intrapreso un percorso di crescita sempre più rilevante, ma permangono sfide che andranno

affrontate con urgenza e decisione per ridurre le incertezze del mercato e supportare la transizione. Queste le più rilevanti:

- piena attuazione delle normative già approvate: è necessario portare a compimento il lavoro intrapreso, segnatamente su tassonomia e SFDR, trovando l'accordo tecnico e politico per la definizione delle norme tecniche di regolamentazione (RTS) in tempi certi. A partire dal primo gennaio 2023 è in vigore la normativa di secondo livello della SFDR. Sono infatti divenuti operativi gli standard tecnici che dovrebbero chiarire alcuni punti del regolamento, finora piuttosto generici. Insomma, l'entrata in vigore di questi requisiti mette in luce una rigidità maggiore di quelli previsti dal Livello 1 della SFDR.
- monitoraggio dell'efficacia degli strumenti introdotti: sarà necessario continuare a monitorare costantemente l'effettiva applicazione ed efficacia della strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile;
- progressivo miglioramento della qualità dei dati disponibili per gli investitori attraverso l'evoluzione e l'aggiornamento della cornice normativa esistente, che garantisca la piena trasparenza nelle scelte di investimento sostenibile;
- introdurre standard e certificazioni di qualità per i prodotti SRI allo scopo di aumentare la trasparenza del mercato offrendo agli investitori una maggior garanzia sull'effettivo impiego dei proventi in progetti con impatto ambientale e sociale positivo e misurabile.

In conclusione è possibile affermare che l'investimento ESG può essere un incredibile valore aggiunto per il mondo di domani e per migliorare il presente. Questo lavoro di tesi è stato sicuramente molto utile sia per la mia crescita personale. In futuro seguirò attentamente l'evoluzione degli investimenti sostenibili, continuando a informarmi sul tema in oggetto.

BIBLIOGRAFIA

Alliance for Corporate Transparency (2018), *2018 Research Report. The state of corporate sustainability disclosure under the EU Non-Financial Reporting Directive.*

Antonio Schioppi: *Finanza sostenibile: un nuovo paradigma*

Assarmatori, "EU Taxonomy.", Assarmatori, 2020.

Associazione Finanza Etica (1998), *Il Manifesto della Finanza Etica.*

Assogestioni, *Mappa trimestrale del risparmio gestito.*

Banca d'Italia: *Questioni di Economia e Finanza* (Occasional Papers) Numero 608 – Marzo 2021

Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile.

Banca d'Italia: *Rapporto sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici.* Maggio 2022.

Becchetti L. (2015), *L'uso etico del denaro*, in "Benecomune.net-La rivista-In difesa dei valori negoziabili.

Bernow S., Klempner B., Magnin C. (2017), *From 'why' to 'why not': Sustainable investing as the new normal*, McKinsey & Company.

Brendan Bradley, *ESG Investing for Dummies*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2021.

A. B. Carroll, "The pyramid of corporate social responsibility", 1991, Business Horizons.

CFA Society Italy, "Investimenti ESG", settembre 2018.

C. Chirieleison, "L'evoluzione del concetto di corporate social responsibility", 2004.

Commissione europea. (2019). *Documento di riflessione verso un'Europa sostenibile entro il 2030.*

COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE (2001), *”Libro Verde Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese”*, Bruxelles Comm,2001.

A. Del Giudice, *”La finanza sostenibile”*.

A. Del Giudice, *”La finanza sostenibile: Strategie, mercato ed investitori istituzionali”*,2019, Torino, Giappichelli Editore.

Dal Maso, D., & Fiorentini, G. (2013). *Creare valore a lungo termine conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile*. Milano: EGEA

David Henry Doyle *”Una breve guida al regolamento sulla tassonomia dell'UE”*,2021, S&P globale.

Degroof Petercam, *”Investimenti sostenibili e responsabili”*.

Eurosif. (2017). *European SRI Study 2017: Promoting sustainability through European financial markets*.

Eurosif. (2018). *European SRI Study 2018*.

Eurosif. (2021). *European SRI Study 2021: Fostering Investor Impact Placing it at the heart of sustainable finance*.

Eurosif. (2022). *European SRI Study 2022: EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose*.

ESG e recovery plan. Percorsi e strumenti per la sostenibilità di lungo termine delle P.M.I.-2021.

Etica Sgr, *Fondi Sostenibili e Responsabili. Integrare l'analisi finanziaria con la valutazione ambientale, sociale e di buon governo*, Fondazione Culturale Responsabilità Etica, 2015.

Forum per la finanza sostenibile, *Cos'è l'investimento socialmente responsabile?*

Forum per la Finanza Sostenibile, ABI, Ania (2016), *Finanza sostenibile e cambiamento climatico*.

Forum per la Finanza Sostenibile, CONAI (2018), *Finanza sostenibile ed economia circolare. Linee guida per investitori e imprese*.

Friedman M., "*Capitalism and freedom*", University of Chicago Press, 1962.

Friedman M., *The social responsibility of business is to increase its profits*, in New York Times Magazine, 1970.

GLOBAL REPORTING INITIATIVE, *Linee guida per il reporting di sostenibilità*, 2016

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW, *Global sustainable investment alliance*, 2018.

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW, *Global sustainable investment alliance*, 2020.

ICMA (2018), *Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*.

R. Lolli: *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di «governance» e nuove responsabilità*.

Robeco (2018), *La verità sull'investimento sostenibile. Nove diffuse convinzioni sfatate*.

The Green Bond Principles (2018), "*Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*".

Schroders (2018), "*Global Investor Study*". World Economic Forum (2019), *The Global Risks Report 2019*, 14th Edition.

SITOGRAFIA

www.altalex.com

www.amundi.it

www.am.jpmorgan.com

www.assogestioni.it

www.asvis.it

www.bancaditalia.it

www.bancaetica.it

www.blackock.com

www.bloomberg.com

www.borsaitaliana.it

www.camera.it

www.climatebonds.net

www.consob.it

www.ecpigroup.com

www.environmental-finance.com

www.esgnews.it

www.eticanews.it

www.financialounge.com

www.finanzasostenibile.it

www.finanzaresponsabile.it

www.fundspeople.com

www.ilsole24ore.com

www.investiresponsabilmente.it

www.integrate-esg.it

www.issgovernance.com

www.lifegate.it

www.morningstar.it

www.msci.com

www.repubblica.it

www.robecosam.com

www.standardandpoors.com

www.standardethics.eu

www.stoxx.com

www.sustainalytics.com

www.unpri.org

www.vigeo-eiris.com

www.wallstreetitalia.com