



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management
Amministrazione, finanza e controllo

**CONSULENZA FINANZIARIA E SOSTENIBILITÀ:
OPPORTUNITÀ, SFIDE E PROSPETTIVE FUTURE**

**FINANCIAL ADVISORY AND SUSTAINABILITY
OPPORTUNITY, CHALLENGES AND FUTURE
PROSPECTS**

Relatore: Chiar.ma

Dott.ssa. Sabrina Severini

Tesi di Laurea di:

Mattia Ciccola

Anno Accademico 2021 – 2022

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1 – LA FINANZA SOSTENIBILE	6
1.1 Finanza, sostenibilità e consulenza	6
1.1.1 Finanza etica	10
1.1.2 Finanza sociale	12
1.1.3 Finanza climatica	13
1.2 Strumenti di investimento finanziario sostenibile	15
1.2.1 Raffronto tra fondi di investimento sostenibili e tradizionali	19
1.2.2 ESG: strategie, criteri di rating e fondi	21
1.2.3 I Green Bond ed i Social Impact Bond	26
CAPITOLO 2 – NORMATIVE ATTUALI IN TEMA DI SOSTENIBILITÀ	32
2.1 L’Action Plan del 2018 emanato dalla Commissione Europea	32
2.1.1 I principali obiettivi dell’Action Plan	35
2.2 L’Action Plan e la sfida di una consulenza orientata alla sostenibilità	41
2.3 La tassonomia negli strumenti di finanza sostenibile	48
2.3.1 I Green Bond Principles	49
2.3.2 La Climate Bonds Taxonomy	52
2.4 Iniziative delle varie nazioni verso uno sviluppo sostenibile	54
2.4.1 La Global Alliance for Banking on Values (GABV)	56
2.4.2 La European Federation of Ethical and Alternative Banks and Financiers (FEBEA)	58
2.4.3 L’European Sustainable Investment Forum (EUROSIF)	60

CAPITOLO 3 – CONSULENZA FINANZIARIA E SOSTENIBILITÀ	62
3.1 Investimenti sostenibili e consulenza finanziaria	62
3.1.1 Perché solo alcuni consulenti ne tengono conto?	70
3.2 La costruzione di un portafoglio di investimenti sostenibile	75
3.3 Il Robo Advisor come strumento di consulenza sostenibile	81
3.3.1 La normativa europea	86
3.3.2 La normativa statunitense	93
3.3.3 Consulenza automatizzata e investimenti sostenibili	97
CONCLUSIONI	101
BIBLIOGRAFIA	103
SITOGRAFIA	112
RINGRAZIAMENTI	116

INTRODUZIONE

Al giorno d'oggi, gli individui, soprattutto i più giovani, sono sempre più sensibili e preoccupati per l'ambiente e per l'impatto che la società ha su di esso; questa tesi nasce con lo scopo di fornire una panoramica sul tema della sostenibilità osservando come i consulenti finanziari possano giocare un ruolo fondamentale nel far sì che sostenibilità, cliente ed investimenti si incontrino correttamente.

Come analizzato nei capitoli centrali, i principali istituti finanziari, i governi e le nazioni in generale, sono costantemente al lavoro per introdurre normative volte ad implementare il tema della sostenibilità nella finanza e per cercare di indirizzare gli investimenti in quelle attività che apportano benefici per l'ecosistema e per la società.

La finanza mondiale sta cercando di integrare in maniera sempre maggiore i fattori ESG, ambientali, sociali e di governance, nelle soluzioni di investimento; sotto questo aspetto consulenti ed operatori finanziari ricoprono un ruolo importante nel favorire l'incontro fra domanda e offerta. Tuttavia, alcuni aspetti, fra cui problematiche legate alla corretta valutazione di tali prodotti, hanno rappresentato un freno allo sviluppo di tali prodotti nel panorama della consulenza.

Inoltre, si osserverà come la tecnologia abbia permesso lo sviluppo di gestori patrimoniali completamente automatizzati, i cosiddetti Robo-Advisor, che

permettono, soprattutto agli investitori più giovani, di avvicinarsi al mondo degli investimenti.

CAPITOLO 1 - LA FINANZA SOSTENIBILE

1.1 Finanza, sostenibilità e consulenza

La sfida che il mondo della finanza si è trovata ad affrontare negli ultimi decenni è la considerazione della dimensione dell'impatto ambientale.

Sebbene non vi sia una definizione chiara di finanza sostenibile, una chiara spiegazione è stata proposta da Eurosif secondo cui la finanza sostenibile “è *quella di un modello che tiene assieme, in una visione di lungo periodo, sia il rendimento finanziario per l'investitore che la creazione di un valore sociale condiviso, comprensivo della mitigazione dei rischi ambientali e delle disuguaglianze generate dall'attività economica. In quest'ottica rientrano sia gli investimenti socialmente responsabili, ovvero che costruiscono soluzioni d'investimento basate sulla valutazione anche delle performance non finanziarie degli emittenti, sia quelli più propriamente sostenibili, cioè direttamente connessi alla generazione di un impatto positivo per l'ambiente e la società.*”¹ (pp. 1-20)

La metodologia di sviluppo di questo concetto, da parte di istituzioni pubbliche e bancarie, si esplica, attraverso una mirata consulenza, nell'orientamento e nell'allocazione delle risorse disponibili (pubbliche e private) verso tutti quei

¹ Eurosif, https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/12/TransparencyCode_Italy_SellaSGR-TransparecyCode2021-InvestimentiSostenibili.pdf

progetti, settori economici, ed iniziative che si impegnano ad indirizzare i loro interessi in una direzione di tutela ambientale, etica e sociale.

Osservando più da vicino il mondo della consulenza, in particolare in tema di sostenibilità, possiamo affermare che essa è finalizzata non solo all'ottenimento di obiettivi economici e di profitto per gli investitori, ma anche allo sviluppo e al raggiungimento di condizioni socio-economiche sempre migliori, lo sviluppo culturale dei cittadini e la coesione sociale, l'educazione degli investitori alla gestione responsabile dei loro risparmi e l'interesse per la loro previdenza contemporaneamente ad uno sviluppo sostenibile dell'ambiente e dei territori.

La tendenza ad uno sviluppo sostenibile oggi è chiaramente di interesse centrale in tutti i paesi e tutti i settori economici; è proprio attraverso i governi e le principali istituzioni che gli investitori, e in ogni caso gli individui in generale, pongono oggi sempre più attenzione nel conciliare l'interesse per l'impatto socio-ambientale con i propri valori, anche attraverso le loro scelte economico-finanziarie.

Il panorama della pianificazione finanziaria è cambiato grazie ad un cambiamento demografico nonché grazie ad un interesse crescente da parte delle giovani generazioni che mai come oggi si interessano di finanza e di pianificazione finanziaria.

Secondo un report pubblicato dall'Investment Company Institute (ICI), il 38% dei partecipanti ai piani pensionistici americani, denominati 401K, avevano meno di 30 anni, mentre il 24% ha meno di 40 anni.²

Si tratta di un dato più che positivo e di un aumento significativo rispetto ai decenni precedenti e ciò è dato anche dal fatto che queste giovani generazioni di pianificatori e investitori sono intaccate e si aspettano per il futuro un aumento costante di soluzioni digitali per la loro pianificazione finanziaria, oltre a voler migliorare la loro alfabetizzazione finanziaria.

La maggior parte dei millennials e della cosiddetta generazione Z non ha mai ricevuto una consulenza finanziaria, nonostante abbiano maggiori possibilità di avere una cultura finanziaria personale grazie alla digitalizzazione.

Secondo un report di Houlihan Lokey, il 45% dei millennial dispone già di un fondo pensione di tipo 401k o di un Individual Retirement Account (IRA) e il mercato della consulenza finanziaria è in piena espansione.³

Mai come ora la figura del consulente finanziario ha una valenza fondamentale, anche per via della crisi economico-sanitaria degli ultimi anni; esso non solo ricopre un ruolo strategico nella progettazione e nella tutela del futuro di ogni cliente ma

² Ten Important Facts About 401(k) Plans, ICI Research, maggio 2021

³ Arik Rashkes, Innovation in Fixed Indexed Annuities: A Catalyst for Disruption in the Retirement Market, Houlihan Lokey
<http://cdn.hl.com/pdf/2018/fig-fixed-indexed-annuity-market-2018>

detiene una valenza importante nel raggiungimento degli obiettivi e nella protezione del patrimonio finanziario, soprattutto in periodi di crisi del genere.

L'International Finance Corporation (IFC) identifica, per istituzioni bancarie e per i loro consulenti, alcuni requisiti e declinazioni della sostenibilità a cui doversi attenere.

- La sostenibilità in termini economico-finanziari, tramite lo sviluppo e il finanziamento di progetti destinati alle società e alle varie microeconomie nel mondo, il tutto in una prospettiva di lungo termine.
- La sostenibilità in termini etici e sociali volta alla tutela e al riconoscimento dei diritti umani e degli standard di vita, soprattutto nei paesi che purtroppo ancora oggi mostrano carenza, soprattutto legislativa, sotto questo aspetto.
- La sostenibilità in termini strettamente ambientali o climatici, volta al rispetto e alla tutela dell'ambiente, alla preservazione degli ecosistemi e all'utilizzo di risorse rinnovabili.

1.1.1 Finanza etica

L'approccio etico alla finanza rappresenta un modo di percepire il panorama finanziario in un'ottica pressoché diversa da quella a cui siamo abituati; la finanza etica rifiuta categoricamente le classiche logiche liberiste, dove il fine è solo ed esclusivamente il profitto economico, essa piuttosto ammette l'ottenimento di un profitto a patto che lo si realizzi massimizzando il benessere della società sempre tenendo presente il rispetto della natura e dell'ambiente circostante, oltre che a distribuire questo profitto totalmente o in parte per detti scopi.

I principi fondamentali di finanza etica richiedono una relazione di massima fiducia tra istituto bancario e cliente che si esplica soprattutto attraverso un comportamento morale da parte di agenti e consulenti.⁴

I valori che le istituzioni bancarie devono preservare sono in primo luogo valori di integrità, non solo fisica soprattutto morale, ovvero *“la responsabilità di prevenire l'esclusione, che dovrebbe essere intesa come l'obbligo del sistema bancario di assicurare che non ci siano organizzazioni, microimprese, ONG, economia sommersa o gruppi esclusi dal sistema di finanziamento, sia per mancanza di risorse (povertà), la loro situazione geografica o perché appartengono a un certo*

⁴ San-Jose, Leire, et al. “Are Ethical Banks Different? A Comparative Analysis Using the Radical Affinity Index.” *Journal of Business Ethics*, vol. 100, no. 1, 2011, pp. 151–173, <http://www.jstor.org/stable/41475832>

gruppo sociale o etnico”⁵ (pp. 154); in secondo luogo valori di responsabilità intesa come la giusta applicazione di sanzioni o conseguenze in base alla presenza di comportamenti volontari o involontari da cui scaturiscono conseguenze sociali o economiche, (soprattutto con riguardo alle politiche di prestito di denaro); infine valori di affinità, che riguarda *“la responsabilità delle entità finanziarie nelle decisioni riguardanti l'uso finale dei fondi depositati. L'affinità si basa su una collocazione degli attivi che corrisponde agli interessi dei depositanti e dei risparmiatori”*⁶.

Il comportamento etico nella pianificazione finanziaria diventa quindi parte di un sistema complesso che coinvolge istituzioni, gruppi bancari, associazioni riconosciute di consulenti, organismi regolatori ed i consulenti stessi ed affinché questi ultimi dimostrino costantemente un comportamento etico, tutte parti del sistema devono necessariamente operare in sinergia.

⁵ Viganò Laura, La Banca Etica. Esperienze in Italia e all'estero, strategie e innovazione nelle scelte operative, Bancaria Editrice (2001)

⁶ Cowton C.J., Integrity, responsibility and affinity: three aspects of ethics in banking. Business ethics: an european review, 393-400

1.1.2 Finanza sociale

Per quanto concerne la finanza sociale non vi è una definizione ben precisa ma possiamo racchiuderne il concetto affermando che essa rappresenta l'attitudine del consulente finanziario a promuovere decisioni di investimento più responsabili e socialmente consapevoli; è importante specificare che si tratta di un comportamento proattivo in quanto essa si focalizza e si prefissa come obiettivo l'impatto che l'investimento effettuato può avere sulle problematiche sociali.

L'uso del capitale per permettere il cambiamento e raggiungere obiettivi olistici è il cuore del paradigma della finanza sociale. La finanza sociale cerca il meglio sia del settore finanziario che di quello filantropico, fondendo i due insieme formando un settore ibrido sociale e finanziario. In generale, si tratta di usare la teoria e la strategia finanziaria per portare un cambiamento sociale e ambientale. Gli attori e le istituzioni della finanza sociale stanno osando rifiutare la struttura tradizionale del mercato e del settore sociale, per cui gli obiettivi finanziari, sociali e ambientali devono essere raggiunti indipendentemente. La logica dietro a come questo valore misto può essere raggiunto è complessa. La seguente sezione mira a dare un senso a come la finanza sociale viene implementata.

Il ruolo della consulenza finanziaria in materia di finanza sociale si prefissa obiettivi di riduzione del livello di povertà che oggi è purtroppo ancora presente nel mondo e che spesso sfocia in forti situazioni di disuguaglianza sociale nonché di discriminazione. Un esempio classico rappresenta la grave crisi economica del 2008

che ha investito l'intero sistema economico mondiale, da cui poi a cascata susseguirono ulteriori situazioni di crisi che non hanno fatto altro che accentuare queste disuguaglianze, che purtroppo imperversano ancora oggi.

1.1.3 Finanza climatica

Gli ultimi decenni hanno caratterizzato per la popolazione umana un periodo di enorme cambiamento, negli usi abitudinari, nella sempre più crescente produzione di valore, nelle aspettative di vita, tutto questo però determina un aumento dei costi a carico dell'ambiente, aumento dei disastri ambientali e riduzioni delle specie animali e vegetali. La Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici stabilisce un concetto di finanza climatica, secondo cui essa è finalizzata a *“stabilizzare le concentrazioni di gas serra nell'atmosfera ad un livello che impedisca pericolose interferenze umane con il sistema climatico, in un lasso di tempo che permetta agli ecosistemi di adattarsi naturalmente e consenta uno sviluppo sostenibile”*⁷.

⁷ <https://unfccc.int/about-us/about-the-secretariat>

Il continuo aumento dei disastri ambientali, di eventi catastrofici e meteorologici ha indotto le istituzioni finanziarie ad un forte impegno al fine di orientare la consulenza verso l'attuazione di strategie orientate ad un investimento volto alla mitigazione di tali rischi. La consulenza finanziaria nel suo complesso oggi non è più orientata verso le soluzioni classiche ma si riscontra sempre di più un maggiore utilizzo di strumenti e strategie che consentano una gestione del patrimonio contemporaneamente alla mitigazione di rischi e disastri ambientali.

Un particolare esempio di questa situazione lo si riscontra nel graduale utilizzo di prodotti sia di tipo assicurativo (assicurazioni meteorologiche, assicurazioni catastrofiche) sia di tipo finanziario (derivati climatici, obbligazioni catastrofali, futures catastrofali).

Il rischio climatico-ambientale potrebbe ad esempio portare a situazioni instabili nel mercato dei mutui, soprattutto a causa di immobili presenti in regioni molto vulnerabili, pensiamo ad esempio alla Florida, sistematicamente a rischio uragani; oppure consideriamo ad esempio la situazione in cui non sia più possibile assicurare quegli immobili a causa delle condizioni meteorologiche, ecco che si verrebbero a verificare inadempienze a cascata.

Su questo tema si è espressa la Banca Centrale Europea secondo cui *“i rischi climatici e ambientali si possono, ad esempio, ripercuotere sulla crescita economica, sull'occupazione e sui prezzi degli immobili sul piano nazionale, regionale o locale. Eventi meteorologici possono provocare siccità o inondazioni*

con conseguenze per la produzione agricola regionale o la domanda di abitazioni su scala nazionale, regionale o locale”⁸.

1.2 Strumenti di investimento finanziario sostenibile

Per strategie SRI, acronimo di Socially Responsible Investments, intendiamo delle strategie che consentono di considerare la sostenibilità e gli aspetti ambientali in generale nelle proprie scelte di investimento; tra i vari criteri di valutazione delle strategie, spiccano i criteri ESG che verranno analizzati successivamente.

Le strategie considerate sono sei, e sono le seguenti:

- *“Esclusioni: approccio che prevede l’esclusione esplicita di singoli emittenti o settori o Paesi dall’universo investibile, sulla base di determinati principi e valori. Tra i criteri più utilizzati: le armi, la pornografia, il tabacco, i test su animali.*
- *Convenzioni internazionali: selezione degli investimenti basata sul rispetto di norme e standard internazionali. Gli standard più utilizzati sono quelli definiti in sede Ocse, Onu o dalle Agenzie Onu: ad esempio, il Global Compact, le Linee*

⁸ Banca Centrale Europea, Vigilanza Bancaria, Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.it>

Guida dell'Ocse sulle multinazionali, le Convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro.

- *Best in class: approccio che seleziona o pesa gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, privilegiando gli emittenti migliori all'interno di un universo, una categoria o una classe di attivo.*
- *Investimenti tematici: Approccio che seleziona gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, focalizzandosi su uno o più temi. Alcuni esempi: i cambiamenti climatici, l'efficienza energetica, la salute.*
- *Engagement: attività che si sostanzia nel dialogo con l'impresa su questioni di sostenibilità e nell'esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario. Si tratta di un processo di lungo periodo, finalizzato ad influenzare positivamente i comportamenti dell'impresa e ad aumentare il grado di trasparenza.*

Impact investing: investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intenzione di generare un impatto socio-ambientale positivo e misurabile, assieme a un ritorno finanziario. Può essere realizzato sia in Paesi emergenti sia sviluppati.

Alcuni esempi: investimenti in microfinanza, social housing”⁹

Negli ultimi anni, l'interesse generale e la domanda di investimenti sostenibili sono aumentati.

⁹ <https://investiresponsabilmente.it/glossario/strategie-sri/>

Morningstar ha riferito che nel terzo trimestre del 2020 il patrimonio in gestione secondo i criteri di sostenibilità in Europa, era di 882 miliardi di dollari (2020), che rappresenta il 9,3% del totale degli asset europei¹⁰.

Anche secondo un rapporto di studio di PwC il 57% dei fondi comuni europei seguirà criteri di sostenibilità entro il 2025¹¹.

In generale è importante che oggi la gestione di fondi avvenga sempre di più seguendo e incorporando criteri di sostenibilità e criteri socioeconomici nei processi decisionali di costruzione e gestione dei portafogli, con la convinzione che questi ultimi possano beneficiare di questi cambiamenti globali.

Sono quelli che in gergo tecnico vengono definiti “Macrotrends”, secondo cui l’approccio è quello alla creazione di valore per clienti e di conseguenza per la società; tuttavia per permettere ai fondi di sovraperformare rispetto agli altri, i consulenti, l’universo finanziario in generale ed anche i gestori dei fondi stessi, devono necessariamente accettare, o meglio ancora anticipare, queste sfide globali, in un’ottica di miglioramento nel lungo termine dell’ambiente geopolitico, sociale e l’intero mondo finanziario.

Secondo uno studio effettuato da Riedl e Smeets (2017) infatti, l’orizzonte temporale guida ed influisce particolarmente sulla scelta dell’*asset allocation* di

¹⁰ <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/206906/esg-funds-assets-hit-%C2%A3800-billion.aspx>

¹¹ <https://www.pwc.com/jg/en/publications/asset-wealth-management-industry-to-grow-by-2025.html>

prodotti sostenibili; infatti gli investitori che sono orientati verso un periodo di investimento a lungo termine tendono ad allocare la maggior parte del loro portafoglio in strumenti finanziari socio-sostenibili, così come coloro che già detengono quote di fondi comuni di investimento che seguono criteri SRI (Socially Responsible Investments) hanno un orizzonte di investimento orientato al lungo termine.¹²

Il processo vero e proprio di selezione degli strumenti finanziari avviene combinando uno screening “*screening negativo*” ed uno “*screening positivo*”¹³.

Lo screening negativo avviene attraverso l’esclusione dal portafoglio di strumenti finanziari collegati a settori ben precisi quali ad esempio tabacco, alcol, gioco d’azzardo, armi, produzione pornografica, sfruttamento degli animali; lo screening positivo avviene invece includendo strumenti finanziari collegati a settori riguardanti iniziative ambientali e controllo dell’inquinamento, impegno sociale nella comunità, pari opportunità, trasparenza e qualità dell’informazione.

¹² Riedl, A. e Smeets P., “Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?”, *Journal of Finance*, (2017) Vol.6

¹³ Perrini Francesco, Tencati Antonio, *Corporate social responsibility: un nuovo approccio strategico alla gestione d’impresa*, Egea (2008)

1.2.1 Raffronto tra fondi di investimento sostenibili e tradizionali

Parlando di rendimenti dei fondi rispetto ai fondi tradizionali, secondo una ricerca effettuata da Morningstar su 4900 Exchange Traded Fund (ETF) di cui solamente 745 basati su criteri di sostenibilità, possiamo osservare come più della metà dei fondi sostenibili ha sovraperformato, anche di molto, rispetto a quelli tradizionali. La ricerca è stata effettuata sulle categorie con i più alti volumi di investimento, quindi diciamo quelle più utilizzate, ovvero Azionari globali large cap, Usa, Eurozona e corporate bond nei periodi che vanno dagli ultimi tre, cinque, dieci anni e durante l'epidemia di Coronavirus.

1.1 - Tassi di successo dei fondi sostenibili divisi per categoria

Exhibit 1 Sustainable Funds' Success Rates by Morningstar Category (%)

Category	Success Rate of Sustainable Funds			
	1-Year	3-Year	5-Year	10-Year
Global Large-Cap Blend Equity	75.1	73.7	76.9	67.3
Global Large-Cap Growth Equity	60.3	43.2	37.5	56.7
Global Emerging Markets Equity	41.3	60.0	58.8	50.0
US Large-Cap Blend Equity	76.4	71.4	76.9	81.3
Europe Large-Cap Blend Equity	71.1	75.0	67.2	55.1
Eurozone Large-Cap Equity	63.5	63.0	60.6	62.3
EUR Corporate Bond	58.0	58.5	62.2	33.3
All Categories	65.6	65.6	64.4	58.8

Source: Morningstar Direct. Morningstar Research. Data as of 31/12/2019.

Fonte: *Do Sustainable Funds Beat their Rivals? Morningstar, 16 giugno 2020*

<https://www.morningstar.co.uk/uk/news/203214/do-sustainable-funds-beat-their-rivals.aspx>

Secondo quanto riportato da Morningstar *“Le probabilità di sopravvivenza e sopra-performance dei fondi sostenibili nel decennio sono più alte per l’azionario americano (81,3%), mentre sono molto basse per gli obbligazionari euro (33,3%). Se guardiamo ai risultati sui diversi orizzonti temporali, i fondi Azionari globali sostenibili large-cap growth, hanno sopra-performato rispetto a quelli tradizionali. Maggiore continuità mostrano, invece, i comparti sull’Eurozona. I fondi sostenibili si sono comportati meglio dei tradizionali anche durante il forte crollo verificatosi per la pandemia di Covid-19. Tutte le categorie esaminate, tranne gli Azionari globali large-cap growth, hanno tassi di successo superiori. Le ragioni sono collegate all’asset allocation di questi fondi: poco settore petrolifero e molto settore della tecnologia e settore farmaceutico. Hanno avuto un ruolo importante anche fattori quali la qualità delle aziende e la minor volatilità in quanto alti punteggi ESG si traducono in genere bilanci più solidi e un vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti, quindi meno esposizione a fasi di crisi dei mercati. Infine, prestano attenzione non solo agli interessi degli azionisti, ma a quelli di tutti gli stakeholder (lavoratori, fornitori, comunità locali ecc., Ndr), hanno delle strategie per affrontare le sfide ambientali e più bassi livelli di controversie. Molte di queste imprese sono meglio equipaggiate per affrontare periodi di incertezza.*

Lo studio Morningstar mostra più alti tassi di sopravvivenza dei fondi sostenibili rispetto a quelli tradizionali. Il 72% dei comparti lanciati dieci anni fa esiste ancora oggi contro il 45,9% degli strumenti che non integrano i criteri ESG nella costruzione del portafoglio. Tra gli Azionari con focus sull'Eurozona, la percentuale supera il 90% per i prodotti sostenibili contro il 42,9% degli altri.

La categoria che è stata più colpita dalle chiusure di fondi ESG è quella degli Azionari globali large-cap blend (52,2%), che è anche la più numerosa.”¹⁴

1.2.2 ESG: strategie, criteri di rating e fondi

Fra le strategie di investimento disponibili oggi nei mercati finanziari sono quelle che rispecchiano i cosiddetti standard “ESG”, un acronimo che sta per Environmental, Social e Governance; esse sono fondamentali per la valutazione dei rischi in tema di sostenibilità per quanto concerne una posizione di investimento o un *asset allocation* di portafoglio:

- Environmental: si riferisce all’attenzione che viene posta a tematiche come la riduzione di CO2, al cambiamento climatico, alla riduzione di biodiversità e anche alla sicurezza alimentare.

¹⁴ <https://www.morningstar.it/it/news/203396/fondi-sostenibili-vs-tradizionali-parlano-le-performance.aspx>

- Social: nelle scelte di investimento vengono premiate le aziende o i paesi che proteggono fortemente i diritti umani, la crescita della popolazione, le condizioni lavorative, l'attrazione dei talenti, condannano lo sfruttamento del lavoro minorile ai fini economici.
- Governance: concerne temi come la disparità tra compenso dei dirigenti e lavoratori, la diversità e l'imparzialità nei consigli di sorveglianza e nei consigli di amministrazione, il contrasto all'evasione e alla corruzione, disposizioni a tutela degli azionisti e gestione del rischio.

ESG e SRI sono delle terminologie che vengono utilizzate spesso per definire la stessa cosa, però è importante sottolineare che ci sono delle differenze, possiamo dire che le strategie SRI inglobano al suo interno anche l'analisi e le strategie ESG. L'adozione dei criteri ESG rappresentano punti distintivi e rappresentano garanzie di qualità per le aziende che adottano tali principi; nel lungo periodo si osserva che le aziende, e di conseguenza i fondi che inglobano queste aziende, hanno performance superiori alla media nel lungo periodo, grazie ad una più oculata gestione del rischio che garantiscono una preparazione migliore ad affrontare i periodi di crisi.

Secondo uno studio effettuato da Franklin Templeton e da NMG Consulting su un campione di oltre 800 consulenti e intermediari, più della metà dei consulenti finanziari hanno introdotto i prodotti ESG e considerano le loro analisi per una costruzione responsabile dei propri portafogli investimenti; primi sul podio

troviamo il regno unito con l'87% dei consulenti che considerano prodotti ESG; al secondo con un importante 85% troviamo i paesi europei dove è importante sottolineare che l'Italia e la Francia fanno da traino rispettivamente con un 91% ed un 90%.

“A causa della crescente domanda, molti consulenti europei hanno già modificato la propria allocazione patrimoniale per riflettere il crescente interesse in investimenti ESG. Dall'indagine è emerso che l'86% di consulenti hanno già allocato prodotti ESG ed il 77% di consulenti in tutto il mondo si aspettano che i loro clienti aumentino l'allocazione a fondi di investimento responsabili nei prossimi due anni.

Lo studio ha anche mostrato che esistono grandi differenze tra i paesi europei. In Italia, i consulenti hanno condotto conversazioni con i clienti sul tema ESG per oltre il 90% delle volte, seguite da Paesi Bassi (80%) e Germania (76%). È interessante notare come in Svizzera fosse altrettanto probabile che l'argomento (50%) fosse introdotto dal consulente o dal cliente.”

Parliamo chiaramente di strumenti che in generale vengono percepiti ancora come nuovi e quindi non risulta sempre semplice passare alla loro applicazione ed implementazione nel portafoglio investimenti; molti consulenti finanziari, ma anche investitori individuali, sono ancora titubanti a causa della scarsità dei dati e della loro bassa qualità informativa per il supporto all'investimento, quindi

risultano necessarie informazioni più dettagliate nonché una maggiore chiarezza che fungano da trampolino di lancio per queste tipologie di investimento.

Sull'utilizzo di questi fattori ESG però non mancano le controversie: un punto importante su cui si focalizzano consulenti finanziari nasce nel momento dell'implementazione di questi fattori durante la costruzione del portafoglio ottimale per il loro cliente; la consulenza finanziaria si basa su un obiettivo cardine, ovvero la diversificazione, ecco che quindi molti consulenti sostengono che la fase di screening negativo analizzata poc'anzi va proprio contro questa direzione.

Il motivo è molto semplice, lo screening negativo sostanzialmente porta il consulente finanziario ad escludere quelle aziende o settori considerate a rischio per l'ambiente, per la società o per i valori etici; quindi, ci troviamo in una situazione paradossale tale per cui i consulenti fautori di questa tesi affermano che l'implementazione dei fattori ESG potrebbero portare ad una limitazione, anche piuttosto rilevante, della diversificazione.

La risposta che i sostenitori dei fattori ESG danno è investire in aziende o settori che rispecchiano i principi ESG significa investire in aziende o settori che escludono l'investitore dal rischio di subire gravi perdite a causa di eventi di coda quali ad esempio scandali aziendali, sanzioni penali o governative, disastri ambientali.

Un altro punto di discussione è relativo al costo dei vari fondi o strumenti che rispecchiano questi criteri, è chiaro che, se in futuro ci sarà una richiesta sempre

crescente di questi strumenti, ci sarà un conseguente aumento dei prezzi di questi strumenti, e probabilmente anche dei costi di gestione in quanto gli istituti finanziari spingeranno sicuramente il consulente sulla promozione di questi prodotti, quindi potrebbe crearsi un problema di esclusione per i piccoli risparmiatori che in genere vedono il loro patrimonio essere destinato a fondi o ETF; la situazione non necessariamente potrebbe essere questa in quanto all'aumentare delle masse gestite i gestori potranno sfruttare economie di scopo o di scala, ad esempio riducendo i costi di screening.

Quello su cui però i consulenti concordano è che bisogna semplicemente fare una scelta nell'allocazione delle proprie risorse, che è quella di o considerare i fattori ESG e basare i loro portafoglio su questi parametri, oppure non considerarli ed effettuare una completa diversificazione, è altamente sconsigliato rimanere nel mezzo, cioè non dedicarsi a nessuna delle due alternative.

1.2.3 Green Bond e Social Impact Bond

Il bond rappresenta un'obbligazione, secondo cui l'investitore finanzia un'azienda che può essere privata o anche lo stato stesso, i quali si impegnano a restituire il capitale con degli interessi alla data di scadenza. Dal 2007 vengono introdotti i green bond, o obbligazioni verdi, che chiaramente hanno lo stesso funzionamento però introducono un obbligo ulteriore al debitore, ovvero di destinare il finanziamento in favore di progetti per la tutela ambientale; per far sì che ciò accada non basta solamente la promessa della destinazione del denaro, anzi, il debitore ha l'obbligo di certificare annualmente da una terza parte esterna (la verifica avviene nel momento pre-emissione e nel momento post-successivamente e solo successivamente avverrà la conferma della certificazione dell'effettiva destinazione del finanziamento) possa confermare che tutto il progetto venga rispettato.

Il primo green bond che venne emesso sul mercato fu inventato da un italiano, Aldo Romani, all'epoca vicespagnolo del funding della Banca Europea degli Investimenti (BEI), e fu proprio la banca stessa ad emettere quel bond.

Il tempismo fu perfetto in quanto proprio negli anni 2007 e 2008 scoppiò la gravissima crisi economica che investì la finanza mondiale e il progetto dei green bond crebbe molto rapidamente, anche per un discorso di fiducia degli investitori che chiaramente dopo lo scoppio della bolla rimasero chiaramente restii, e anche grazie ai green bond ritrovarono la fiducia sia di investire che nel sistema bancario

in generale, uniti dal progetto comune della salvaguardia del pianeta e non solo per fine speculativo-personale.

Il primo green bond emesso in Italia risale al 2014, venne emesso dal gruppo Hera tramite un titolo decennale da 500 milioni di euro; dopo Hera seguirono altre aziende, tra le più importanti possiamo citare Ferrovie dello Stato, Cassa depositi e prestiti, Enel ed Intesa San Paolo.

Paradossalmente tra gli stati trainanti, vi fu anche la Polonia, la cui capitale, Varsavia è la città con il più alto tasso di emissione di CO₂, che nel 2016 emanò green bond da 750 milioni di euro.

La Francia fu uno dei paesi che entrò più tardi, entrò però pesantemente nel mercato dei green bond, emettendo un OAT (titolo di stato francese) che inizialmente doveva essere di circa 7 miliardi di euro, ma successivamente diventò di ben 22 miliardi di euro a causa della massiccia richiesta di investitori istituzionali interessati all'acquisto.

Susseguirono poi emissioni di altri paesi come la Germania, Olanda, Belgio e Irlanda.

I green bond non sono soggetti a una regolamentazione ben precisa, ma sono autoregolamentati, *“la sanzione la dà il mercato: l'azienda o lo Stato che presenta un green bond allineato ai principi ICMA deve rispettare tali principi anche negli anni successivi all'emissione; in caso contrario avrà una ricaduta in termini*

reputazionali che potrebbe danneggiare l'azienda o lo Stato al momento della richiesta di nuovi prestiti e non soltanto green”¹⁵.

L'Associazione Internazionale per i Mercati di Capitali (ICMA) è un'associazione, senza scopo di lucro, che chiarisce alcuni aspetti delle obbligazioni verdi ed inoltre indica dei potenziali progetti da poter finanziare con i flussi di denaro in entrata derivanti dall'acquisto dei bond, in particolare: energia rinnovabile, efficienza energetica, prevenzione/controllo dell'inquinamento, gestione ambientalmente sostenibile delle risorse naturali e utilizzo del territorio, conservazione della biodiversità terrestre e marina, trasporto pulito, gestione sostenibile delle acque e delle acque reflue, adattamento al cambiamento climatico, edilizia ecologica.

I Social Impact Bond (SIB) o semplicemente Social Bond, sono *“un contratto con il settore pubblico o con un'autorità governativa che paga per ottenere migliori risultati sociali in determinate aree e trasferisce parte dei risparmi ottenuti agli investitori. Un social impact bond non è di per sé un'obbligazione, poiché il rimborso e il ritorno sull'investimento (ROI) sono subordinati al raggiungimento dei risultati sociali desiderati. Se gli obiettivi non vengono raggiunti, gli investitori non ricevono né un ritorno né il rimborso del capitale. I SIB derivano il loro nome*

¹⁵ AA.VV., Investire green. La finanza sostenibile per la generazione Greta, Il Sole 24 Ore (2021)

dal fatto che i loro investitori sono tipicamente interessati non solo al ritorno finanziario del loro investimento, ma anche al suo impatto sociale.”¹⁶

La struttura base di un SIB è già di per se abbastanza complessa, in quanto richiede la presenza di ben cinque soggetti tra operatori economici e portatori di interesse che sono legati tra di loro da contratti pluriennali, si distinguono in particolare: la pubblica amministrazione (stato, regioni, comuni), i fornitori di questo servizio (in genere organizzazioni non profit), investitori sociali, intermediari specializzati, un valutatore che sia indipendente che detiene il compito di misurare la performance e valutare che il risultato finale ottenuto sia in linea con gli obiettivi sociali delineati e che quindi certifichi il raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Secondo l'ICMA le caratteristiche che contraddistinguono questi strumenti finanziari sono principalmente quattro: in primo luogo l'utilizzo dei proventi che sempre secondo l'ICMA devono essere mirati alla costruzione o al miglioramento di infrastrutture di base (acqua potabile, trasporti, energia), miglioramento dell'accesso ai servizi sanitari essenziali, all'istruzione e formazione professionale, alla costruzione di abitazioni economiche accessibili, alla creazione di posti di lavoro, alla tutela della sicurezza ed igiene alimentare; in secondo luogo è importante un corretto processo di selezione e valutazione del progetto secondo la

¹⁶ <https://www.investopedia.com/terms/s/social-impactbond.asp#:~:text=What%20is%20a%20Social%20Impact,the%20savings%20achieved%20to%20investors.>

lista degli obiettivi stilata poc'anzi; in terzo luogo occorre che la gestione del denaro in entrata e dei proventi avvenga mediante la creazione di un portafoglio specifico in cui confluisca il denaro, il quale non deve per nessun motivo mischiarsi con il denaro a disposizione per altre questioni (soprattutto nel bilancio dello stato); infine è molto importante effettuare un reporting che trasmetta trasparenza e informazioni sull'utilizzo del denaro raccolto. Nell'anno 2020 i SIB hanno registrato un vero e proprio boom di acquisti, principalmente per motivi legati alla pandemia da coronavirus e al progetto "SURE" promosso dall'Unione Europea. Secondo Bloomberg e NN Investment Partners, l'emissione di obbligazioni sociali hanno sfiorato quasi i 125 miliardi di euro nel solo 2020, contro i circa 35 miliardi di euro del 2019.

Sebbene l'universo degli strumenti disponibili sopra citati sia in continua espansione, Green Bond e Social bond non sono ancora considerati strumenti molto liquidi e chiaramente questo frena i consulenti finanziari, ma anche gli investitori individuali, in quanto potrebbe essere un problema non tanto all'acquisto quanto alla vendita; oltre alla liquidità, ci troviamo in una situazione del panorama economico mondiale che ancora non è stato in grado di sviluppare normative e standard comuni e questo può portare i consulenti finanziari stessi (anche involontariamente) al rischio "greenwashing" in quanto potrebbero rischiare di incorrere nell'investimento o nella semplice promozione di prodotti definiti "green" o "social" ma che nella realtà poi procedano in tutt'altra direzione, semplicemente

perché la banca a cui fanno affidamento remunera maggiormente i consulenti stessi nel caso in cui indirizzassero il patrimonio gestito verso quei fondi ben precisi, e quindi guidati più da una logica di profitto personale, invece che di bene sociale.

CAPITOLO 2 - NORMATIVE ATTUALI IN TEMA DI SOSTENIBILITÀ

2.1 L'Action Plan del 2018 emanato dalla Commissione Europea

Per comprendere meglio come la Finanza Sostenibile si inserisca nell'ambito delle diverse attività economico-finanziarie andremo ad analizzare in questo capitolo un'importante iniziativa internazionale: Il Piano d'azione proposto dalla Commissione Europea nel 2018 per il finanziamento della crescita sostenibile.

La finanza sostenibile sta assumendo un ruolo sempre più importante nelle politiche di sostenibilità dell'UE, essa è ora considerata uno dei quattro pilastri delle politiche di sostenibilità insieme alla politica per il clima e l'energia, alla politica ambientale ed alla politica per gli investimenti e la crescita.¹⁷

Nel 2016 inoltre, la Commissione europea ha creato il Gruppo di esperti di alto livello sulla finanza sostenibile, l'High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG), con il compito di elaborare delle raccomandazioni per realizzare una

¹⁷ A. Heath, Why sustainability is the big winner of the EU election, PRI, 5 giugno 2019
<https://www.unpri.org/pri-blog/why-sustainability-is-the-big-winner-of-the-eu-election/4466.article>

strategia globale dell'UE in materia di finanza sostenibile, integrando la sostenibilità nella politica e finanziaria dell'UE.

Nel gennaio del 2018, l'HLEG ha pubblicato una relazione finale, frutto di una collaborazione con gli investitori e con la Commissione europea, per capire quali aree di riforma fossero necessarie per rendere il settore dei servizi finanziari europei più sostenibile.

All'epoca si stimava che fossero necessari altri 1,5 trilioni di dollari all'anno per finanziare gli investimenti necessari per gli obiettivi climatici e climatici realizzabili entro e non oltre il 2030.

Risulta chiaro quindi che sia anche compito del settore finanziario contribuire a garantire gli investimenti necessari per la transizione verso un'economia più sostenibile.

Nel maggio del 2018 sono state pubblicate delle proposte legislative e alla fine del 2018 la Commissione ha istituito il Gruppo di esperti tecnici, il Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG), ovvero un organismo che esamina tutti gli aspetti tecnici del piano d'azione sulla finanza sostenibile; il TEG nasce come gruppo di supporto alla Commissione, nello sviluppo di criteri tecnici di selezione per le attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale nell'ambito della tassonomia dell'UE, nello sviluppo di standard per i green bond dell'UE e di una categoria di indici "a basse emissioni di carbonio" per l'utilizzo da parte dei gestori di asset e portafogli come benchmark per una strategia di investimento a basse

emissioni di carbonio ed infine all'implementazione di metriche che consentano di migliorare la divulgazione delle informazioni relative al clima.¹⁸

La Commissione intende inoltre *“stabilire, attuare e mantenere adeguate politiche e procedure di gestione del rischio che identifichino i rischi relativi alle attività, ai processi e ai sistemi dell'impresa e, se del caso, stabiliscano il livello di rischio tollerato dall'impresa”*.¹⁹

Lo farà modificando gli atti delegati esistenti ai sensi della direttiva 2009/65/CE sugli OICVM, della direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi, della direttiva 2014/65/UE sulla MiFID II, della direttiva 2009/138/CE sulla solvibilità II e della direttiva 2016/97 sulla IDD, oppure adottando nuovi atti delegati ai sensi delle stesse direttive.”²⁰

¹⁸ D. Busch, G. Ferrarini, A. van de Hurk, The European Commission's Sustainable Finance Action plan, Wolters Kluwer Deventer 2019, Springer

¹⁹ COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) of 21.4.2021, Amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of sustainability factors, risks and preferences into certain organisational requirements and operating conditions for investment firms

²⁰ https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-renewed-strategy_en

2.1.1 I principali obiettivi dell'Action Plan

L'Action Plan contiene dieci raccomandazioni.

- Il primo punto del piano d'azione è l'istituzione di una tassonomia europea sostenibile, tra l'altro una delle principali raccomandazioni dell'High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG). La tassonomia fornisce una comprensione condivisa delle attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale. Il Parlamento europeo ha adottato la relazione sulla tassonomia, il che significa che ha adottato una posizione negoziale formale in quanto questo viene ampiamente considerato come un primo ed essenziale passo per incanalare gli investimenti in attività sostenibili.²¹
- Il secondo punto riguarda la creazione di standard ed etichette certificati dell'UE per i prodotti finanziari sostenibili. Questo punto ha due obiettivi: in primo luogo è creare uno standard per i green bond, di cui è stata pubblicata una relazione intermedia circa i vari principi standard UE; in secondo luogo, il marchio di qualità ecologica dell'UE, di cui il Centro comune di ricerca, Joint Research Centre (JRC) ha pubblicato nel marzo 2019 una relazione sul marchio ecologico per i prodotti finanziari che prevedeva che uno standard europeo per i green bond venisse sviluppato da un apposito sottogruppo del Technical Expert Group (TEG) entro giugno 2019. Il loro rapporto intermedio è stato pubblicato nel marzo 2019, che l'ambito di

²¹ UNPRI, Explaining the EU Action plan for financing Sustainable Growth, marzo 2019

applicazione dei criteri del marchio Ecolabel UE dovrebbe includere le obbligazioni (per garantire condizioni di parità).

- Il terzo punto riguarda la promozione degli investimenti in progetti sostenibili. La Commissione Europea ritiene che incanalare il capitale privato verso progetti sostenibili sia un modo valido per garantire una transizione graduale verso modelli finanziari più sostenibili. L'attività principale in questo punto riguarda la mappatura dei gap di investimento e lo scambio delle c.d. best practice per il finanziamento sostenibile.
- Il quarto punto riguarda l'integrazione della sostenibilità nella consulenza sugli investimenti. Nel fornire consulenza le imprese di investimento e i distributori di assicurazioni possono avere un impatto sulla redistribuzione del capitale (finanziario) verso la sostenibilità; analizzeremo in maniera più approfondita questo aspetto nel paragrafo 2.2.
- Il quinto punto riguarda lo sviluppo di benchmark di sostenibilità; un benchmark è un indice che svolge un ruolo fondamentale nella formazione dei prezzi e sono inoltre vantaggiosi per gli investitori determinano un modo utile per tracciare e misurare le performance degli strumenti finanziari e di conseguenza per la loro allocazione di portafoglio.²²

²² European Commission Action Plan: Financing Sustainable Growth, 8 marzo 2018, p.7
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0097>

Consiglio, Commissione europea e Parlamento europeo hanno concordato una nuova generazione di benchmark a basse emissioni di carbonio; il TEG inoltre ha condiviso con la Commissione, il 18 giugno 2019, le sue raccomandazioni sugli standard e requisiti minimi per i benchmark a basse emissioni di carbonio.

- La sesta raccomandazione del piano d'azione consiste nell'integrare l'ESG nei rating e nelle ricerche di mercato. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ha avviato una sorta di consultazione formale sull'integrazione dei fattori di sostenibilità nell'ambito dei requisiti informativi per le agenzie di rating.²³
- Il punto numero sette riguarda il chiarimento dei doveri degli investitori istituzionali e dei gestori patrimoniali. La Commissione Europea per questo aspetto si appoggia a consulenze tecnico-operative presso l'ESMA e l'European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) su come integrare meglio i rischi di sostenibilità nelle direttive e nel loro quadro di gestione del rischio.²⁴
- La raccomandazione numero otto del piano d'azione riguarda l'integrazione della sostenibilità nei requisiti prudenziali. La Commissione ha chiesto all'EIOPA di analizzare l'impatto della direttiva "Solvency II" sugli investimenti sostenibili nel

²³ ESMA, ESMA Publishes Responses to its Consultations on Sustainable Finance, 25 febbraio 2019
<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-responses-its-consultations-sustainable-finance>

²⁴ ESMA, ESMA submits technical advice on Sustainable Finance to the European Commission, 3 marzo 2019
<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-submits-technical-advice-sustainable-finance-european-commission>

settembre 2018 e di cui l'EIOPA ha espresso il suo parere soltanto alla fine del 2019²⁵; in linea con questo piano d'azione tutte le banche saranno tenute a fornire un'informativa obbligatoria sui rischi ESG. In secondo luogo, l'Unione Europea ha deciso di redigere una relazione sulla possibilità di includere i fattori di supporto “green” o “brown” nei requisiti prudenziali. Infine, l'Autorità bancaria europea redigerà un rapporto sulla potenziale inclusione dei rischi ESG nel monitoraggio dei regolatori finanziari nazionali.²⁶

- Il punto numero nove è il rafforzamento dell'informativa sulla sostenibilità, di cui la Commissione aggiorna sistematicamente un quadro di linee guida non vincolanti sulla rendicontazione non finanziaria.²⁷
- Infine, il punto 10 riguarda la promozione di una corporate governance sostenibile. La Commissione ha chiesto alle Autorità di vigilanza europee (ESA) di raccogliere e condividere i dati relativi alle prove sulle pressioni di mercato a breve termine derivanti dai mercati dei capitali.²⁸

²⁵ European Commission, Request to EIOPA for an opinion on sustainability within Solvency II, 30 settembre 2019

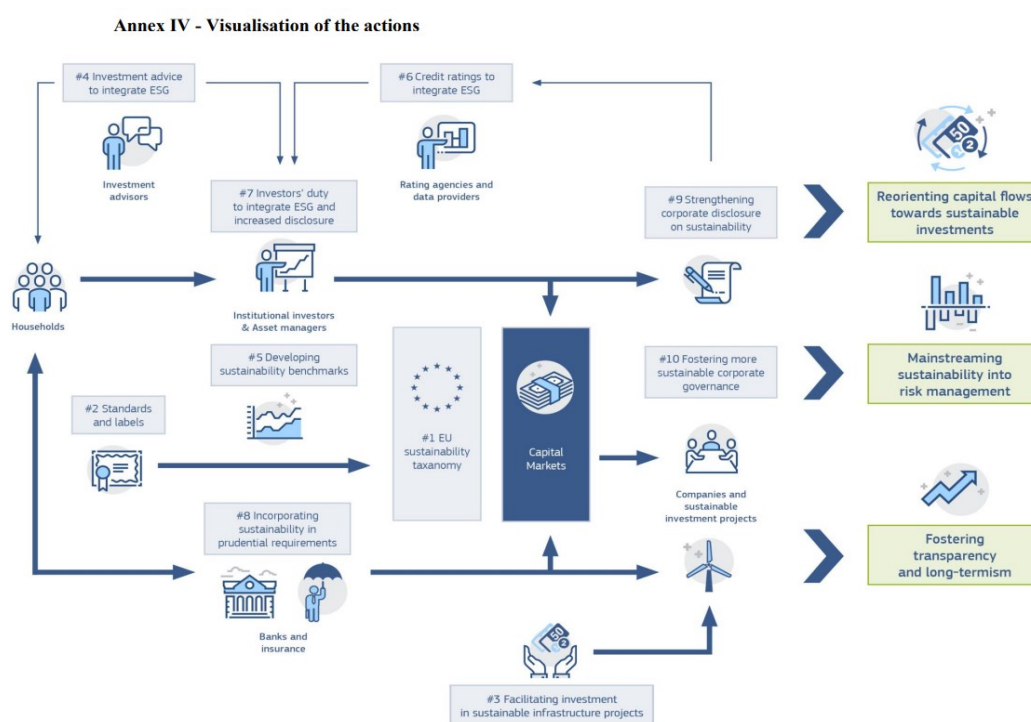
²⁶ Directive (EU) 2019/878 of the European Parliament and of the Council, 20 maggio 2019
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32019L0878>

²⁷ UNPRI, Explaining the EU Action plan for financing Sustainable Growth, marzo 2019

²⁸ UNPRI, Explaining the EU Action plan for financing Sustainable Growth, marzo 2019

Queste dieci azioni possono essere in cinque sottocategorie che rappresentano ciascuna un gruppo di strategie generali: incentivi pubblici (3), standardizzazione (1, 2), divulgazione (9, 5), corporate governance (10) e regolamentazione finanziaria (4, 6, 7, 8).²⁹

2.1 Un quadro riassuntivo dei dieci step dell'Action Plan



Fonte: COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE EUROPEAN COUNCIL, THE COUNCIL, THE EUROPEAN CENTRAL BANK, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS, 8 marzo 2018.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097>

²⁹ D. Busch, G. Ferrarini, A. van de Hurk, The European Commission's Sustainable Finance Action plan, Wolters Kluwer Deventer 2019, Springer

La strategia sulla regolamentazione finanziaria (in riferimento ai punti 4,6,7,8 dell'Action Plan) contenente almeno tre tipi di riforme normative, ha un impatto diretto sulle banche, su come esse svolgano la loro attività e quindi devono essere prese in considerazione dalle banche centrali e dalle autorità di vigilanza prudenziale: in primo luogo la modifica della MIFID³⁰ e della IDD³¹ in modo tale che le imprese di investimento, come le banche e i distributori di assicurazioni, debbano incorporare strategie di sostenibilità e contemporaneamente agire nel diretto interesse di lungo termine dei loro clienti;

in secondo luogo, il dovere fiduciario degli investitori istituzionali di includere i fattori ESG nei loro processi di investimento; infine, le banche centrali e le autorità di vigilanza dovrebbero incorporare i fattori ESG nei requisiti prudenziali per le istituzioni finanziarie. Questo aiuterebbe a incanalare investimenti verso un'economia più sostenibile e, allo stesso tempo, a disinvestire in progetti non sostenibili, riducendone così anche i rischi.³²

La strategia di standardizzazione ha un impatto indiretto sulle banche e potrebbe essere importante per le banche centrali e le autorità di vigilanza prudenziale, in

³⁰ Directive (EU) 2014/65 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>

³¹ Directive (EU) 2016/97 of the European Parliament and of the Council of 20 January 2016 on insurance distribution
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A32016L0097>

³² D. Busch, G. Ferrarini, A. van de Hurk, The European Commission's Sustainable Finance Action plan, Wolters Kluwer Deventer 2019, Springer

quanto, creando una tassonomia europea sulle attività sostenibili, le banche potrebbero (improvvisamente) trovarsi esposte a determinati rischi: supponiamo che una banca abbia investimenti consistenti in quella che ritiene essere un'attività sostenibile, ma questa non rientra nell'ambito di applicazione della tassonomia UE, questo potrebbe influire sul valore dell'investimento e quindi comportare seri rischi. Notiamo quindi che il Piano d'Azione ha un impatto sul ruolo e sulla responsabilità delle banche centrali e delle autorità di vigilanza prudenziale, se queste ultime non si preparano per tempo, potrebbero trovarsi in gravi difficoltà.

2.2 L'Action Plan e la sfida di una consulenza orientata alla sostenibilità

Il punto numero 4 dell'action plan delinea alcuni obblighi che i gestori patrimoniali devono necessariamente rispettare per quanto concerne la consulenza finanziaria e la successiva composizione del portafoglio investimenti; essi devono necessariamente integrare i fattori ESG nei loro processi decisionali e di *asset allocation*, dovranno inoltre mostrare in che modo i loro investimenti e le

consulenze svolte si riferiscono ai loro obiettivi ESG e spiegare come vengono rispettati questi principi.

A livello di investitori istituzionali, di gestori patrimoniali, di distributori assicurativi e dei consulenti finanziari, la Commissione propone un approccio che sia quanto più armonizzato possibile come parte del loro dovere di agire nel modo migliore nell'interesse dei propri clienti.

Questo approccio prevede un regolamento uniforme sulle modalità con cui questi operatori e gestori finanziari informano i loro clienti circa le conformità con l'integrazione dei rischi e delle opportunità ESG.

Sono tenuti inoltre a descrivere come intendono integrare i rischi di sostenibilità, che tipo di impatto potrebbero avere detti rischi sull'investimento stesso, sull'*asset allocation* o sul singolo prodotto finanziario e infine se politica distributiva risulta coerente con i rischi di sostenibilità.

Quello che però la Commissione e gli organi di vigilanza hanno osservato nel corso del tempo è che per molti gestori patrimoniali ed operatori di mercato i rischi di sostenibilità non sono ben integrati nei loro processi di investimento o di gestione del portafoglio clienti, ecco perché sempre la Commissione europea ha chiesto, tramite degli atti delegati, dei chiarimenti per verificare che il dovere fiduciario e la trasparenza di questi investitori e gestori; essi ritengono che vi sia ancora una sostanziale mancanza di divulgazione e di trasparenza che impedisce ai clienti finali di disporre di informazioni necessarie per quanto concerne la sostenibilità e per

ovviare a queste problematiche, hanno proposto che i gestori e gli investitori istituzionali pubblichino o comunque rendano noto come essi tengono conto dell'impatto dell'investimento e dei rischi connessi sui rendimenti; dopo questi provvedimenti è possibile notare come i requisiti di informazione e rendicontazione siano molto più stringenti per quegli strumenti finanziari dichiarati sostenibili rispetto ai prodotti classici e convenzionali.³³

La proposta di regolamentazione richiede ai consulenti finanziari di informarsi circa le preferenze degli investitori in materia di ESG. La proposta definisce alcune tipologie di preferenze da individuare: in primo luogo le preferenze e considerazioni ESG, ovvero le preferenze di un cliente o di un potenziale cliente per quanto riguarda gli investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale, gli investimenti sociali o gli investimenti di buon governo; in secondo luogo, si considera un investimento ecosostenibile, ovvero un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale; in terzo luogo si tiene in considerazione l'investimento sociale, cioè un investimento in un'attività economica che contribuisce in modo sostanziale al conseguimento di un obiettivi sociali quali la lotta contro le disuguaglianze, promozione della coesione e dell'integrazione sociale, investimenti nel capitale umano o nelle comunità svantaggiate.

³³ PRI, The European Commission Action Plan, Financing sustainable growth assessment of the reform, versione 2, luglio 2018

Ed infine si considera l'investimento di buona governance ovvero investimenti in società con strutture di gestione solide, relazioni con i dipendenti, retribuzione del personale rilevante e conformità fiscale.

Ciò rappresenta potenzialmente un importante svolta nell'integrazione dei fattori ESG nell'attività di consulenza ed investimento, data l'ampia portata e l'importanza della MIFID nel panorama normativo dell'UE.

Dall'aprile 2021, la Commissione Europea ha varato una serie di normative ed emendamenti che integrano le già presenti normative come la MIFID II, la Solvency II e la IDD, allo scopo di incrementare la sostenibilità e la trasparenza nel ramo della consulenza e nei servizi finanziari in generale.

Alcuni emendamenti prevedono precise disposizioni per i consulenti finanziari; oltre all'obbligo di tener conto della sostenibilità in tutto il processo di consulenza, che parte dalle prime fasi di profilazione del cliente fino al momento di gestione attiva del risparmio essi dovranno necessariamente tenere in considerazione due criteri:

- Vedere la quota di allineamento dello strumento finanziario alla Tassonomia dell'Unione Europea: lo strumento finanziario in questione deve necessariamente far capo ad attività economiche che devono necessariamente essere concernenti ad

almeno uno degli obiettivi di sostenibilità emanati nel programma dell'Unione Europea.³⁴

- Nel rispetto del regolamento UE 2019/2088, denominato Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), tenere in considerazione eventuali impatti negativi degli strumenti finanziari utilizzati, considerando quelli che vengono definiti “Principal Adverse Impact Indicators (PAI).³⁵

Secondo uno studio condotto da Verdantix, una società britannica di consulenza, grazie alle disposizioni in merito che impongono scelte finanziarie sempre più vincolanti su questo tema, i servizi di consulenza finanziaria orientata alla sostenibilità presenteranno una crescita media del 20% annuo nel quinquennio dal 2022 al 2027 considerando Europa, Nord America ed Asia.³⁶

Secondo una ricerca sulla situazione italiana condotta da McKinsey ed Assoreti, le masse gestite secondo criteri ESG raddoppieranno la quota di mercato entro il 2025, considerando che nel 2022 sono aumentate le masse gestite del 20% rispetto all'anno 2021; le tendenze per il futuro sono completamente al rialzo, secondo Cristina Catania, partner di McKinsey *“Ci attende una crescita importante delle masse ESG gestite dalle reti. La gran parte degli operatori sta portando avanti*

³⁴ Questions and Answers: Taxonomy Climate Delegated Act and Amendments to Delegated Acts on fiduciary duties, investment and insurance advice, European Commission 21 aprile 2021

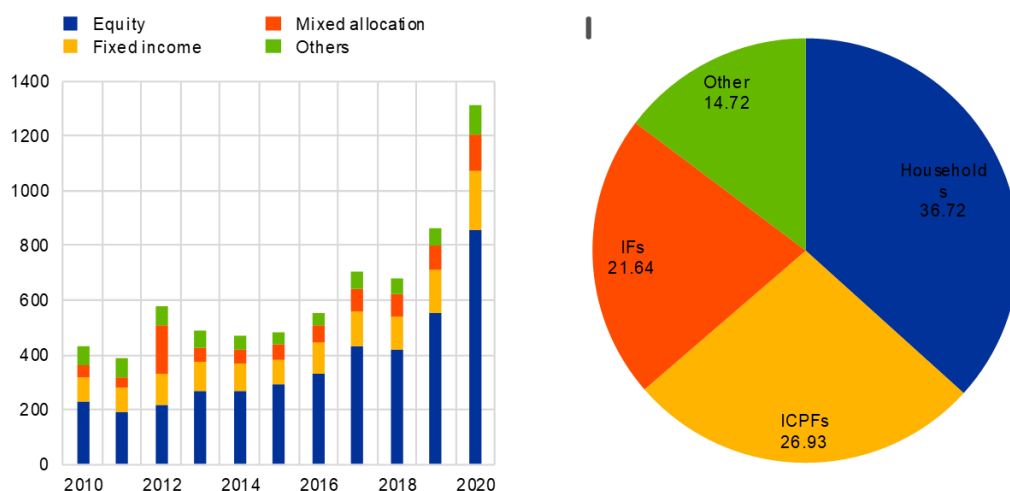
³⁵ Regolamento UE 2019/2088 del parlamento europeo e del consiglio, 27 novembre 2019

³⁶ Molero E., Verdantix Forecasts 17% Annual Growth Rate In ESG And Sustainability Consulting Spend Between 2022 And 2027, Verdantix, febbraio 2022

diverse iniziative per incentivare la penetrazione dei prodotti di investimento ESG nei portafogli e sensibilizzare così gli investitori sulle tematiche di sostenibilità”.

La ricerca è stata effettuata su 1.000 intervistati tra investitori e consulenti finanziari; l’83% degli interpellati ha iniziato a valutare la sostenibilità nei loro investimenti e nella costruzione dei loro portafogli ed oltre il 90% della rete finanziaria presente sul suolo italiano abbiano attivato corsi di formazione, per i loro consulenti, sulle tematiche ESG da applicare ai servizi di consulenza.³⁷

Figura 4.1 - patrimonio dei fondi ESG globali per classe di attività (a sinistra) e le tipologie dei principali fondi ESG maggiormente utilizzati (a destra)



Fonte: Bloomberg Finance L.P. and ECB report

³⁷ Reti: soluzioni ESG verso il raddoppio nei prossimi tre anni, Associazione delle Società per la Consulenza agli Investimenti, ASSORETI, 10 maggio 2022 https://assoreti.it/wp-content/uploads/2022/05/Comunicato-Stampa-Assoreti_10_05_22-2.pdf

Il grafico a destra considera un campione di 1.076 fondi conformi ai criteri ESG riferibili all'area Europa, 554 sono fondi azionari, 262 sono fondi obbligazionari e sono 216 fondi misti, gli IPCF rappresentano compagnie di assicurazione e fondi pensione e gli IF rappresentano i fondi di investimento.³⁸

Possiamo osservare nel grafico di cui sopra come negli ultimi anni vi è stato un graduale incremento nell'utilizzo dei fondi sostenibili da parte dei consulenti finanziari; il cambiamento riguarda principalmente la tipologia di questi fondi, quindi l'aspetto sostenibilità, non riguarda l'asset allocation, in quanto osserviamo che la tipologia di strumenti finanziari più utilizzati dai consulenti rimangono i fondi, siano essi azionari o obbligazionari o ETF, piuttosto che azioni, futures o altri tipi di strumenti più speculativi.

³⁸ Sustainable finance: transforming finance to finance the transformation, European Central Bank, 25 gennaio 2021
https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210125_1~2d98c11cf8.en.html

2.3 La tassonomia negli strumenti di finanza sostenibile

La Commissione europea ha individuato alcuni ostacoli allo sviluppo del mercato dei green bond, tra cui la mancanza di un quadro di riferimento unico e di un linguaggio comune, per questo motivo è stato progettato e sviluppato quello che viene definito “il sistema di tassonomia”.

La Tassonomia dell'Unione Europea per le attività sostenibili è il primo sistema di classificazione completo, scientificamente fondato, che consente di determinare se una particolare attività economica detiene criteri di sostenibilità; sebbene sia ancora troppo difficile quantificare l'impatto della Tassonomia dell'UE sulle aziende e sugli investitori, è ragionevole aspettarsi cambiamenti significativi nell'attività economica e nei flussi finanziari.³⁹

La Tassonomia stabilisce delle soglie di performance (o criteri tecnici di screening) per un totale di circa 80 attività, fornendo così una definizione comune.

La commissione Europea, tra l'altro, nell'attuazione del piano d'azione, ha istituito un gruppo di esperti tecnici sulla finanza sostenibile (TEG) con il compito di sviluppare raccomandazioni per i criteri tecnici di selezione per quelle attività che contribuiscono significativamente alla mitigazione o adattamento ai cambiamenti climatici; il TEG di conseguenza, ha stilato per ogni macrosettore una lista di attività ammissibili ai criteri di sostenibilità per poi effettuare degli screening dettagliati

³⁹ Mazzoli C., Severini S., Lucarelli C., Rancan M., Classification of Sustainable Activities: EU Taxonomy and Scientific Literature, Multidisciplinary Digital Publishing Institute (MDPI), 2020

per verificare che le attività economiche soddisfino i criteri per gli obiettivi ambientali.

E' importante specificare che secondo la tassonomia UE, l'ammissibilità è determinata dall'attività piuttosto che dall'entità, di conseguenza definire quali aspetti della performance di un'azienda possono essere considerati sostenibili è una parte importante della valutazione della Tassonomia; ciò presuppone che il contributo individuale di ciascuna attività economica ammissibile alla alle prestazioni dell'azienda, espresso in termini di fatturato o di entrate, ma anche in termini di spese in conto capitale o operative.⁴⁰

2.3.1 I Green Bond Principles

I Green Bond Principles emanati dall'ICMA sono delle "linee guida procedurali non vincolanti con l'obiettivo di garantire la trasparenza e la divulgazione di informazioni, nonché di promuovere l'integrità nella crescita del mercato dei Green Bond, definendo e precisando l'approccio adeguato per emettere un Green Bond".

⁴⁰ Mazzoli C., Severini S., Lucarelli C., Rancan M., Classification of Sustainable Activities: EU Taxonomy and Scientific Literature, Multidisciplinary Digital Publishing Institute (MDPI), 2020

I principali obiettivi dei GBP sono, in primo luogo fornire agli emittenti indicazioni sulle componenti chiave circa l'emissione dei Green Bonds; in secondo luogo, fungono da supporto agli investitori dando loro la possibilità di accesso ad informazioni necessarie per analizzare l'impatto del Green Bond in cui egli ha investito; infine, quello di tutelare i sottoscrittori comunicando info utili ed agevolare le numerose transazioni.

I GBP sono divisi in quattro sottocategorie:

- Utilizzo dei proventi: i proventi devono essere utilizzati per finanziare di sostenibilità ambientale e a impatto sociale positivo (energia rinnovabile, efficienza energetica, prevenzione dell'inquinamento, conservazione biodiversità); i progetti devono essere adeguatamente descritti all'interno della documentazione legale del titolo, valutati e se possibile quantificati dall'emittente.
- Processo di valutazione e selezione del progetto: l'emittente deve comunicare obiettivi ambientali, i processi di determinazione della compatibilità dei progetti ed i requisiti di eleggibilità di questi processi (ove possibili anche potenziali rischi per impatti ambientali/sociali correlati).
- Gestione dei proventi: i profitti netti derivanti dai green bond dovrebbero essere accreditati su un sottoconto dedicato per garantire la loro perfetta tracciabilità, oggetto di revisione esterna per garantirne la perfetta trasparenza.

- Attività di reporting: gli emittenti emettono periodicamente un report dove indicano i dati relativi all'utilizzo dei proventi, la descrizione dei progetti dove questi proventi sono impiegati, gli importi utilizzati di questi proventi.

L'ICMA raccomanda tra l'altro, l'accostamento di indicatori di performance qualitativi e quantitativi di dati energetici, emissioni di CO2 e così via; anche se i GBP rappresentano linee guida non vincolanti, essi però hanno comunque l'obiettivo di creare un modello di visione unico di reportistica in modo da facilitare la valutazione, sia da parte dell'investitore che da parte dell'emittente, dei progetti inclusi nell'emissione dei green bond.

2.3.2 La Climate Bonds Taxonomy

Sebbene molti investitori abbiano espresso la volontà di affrontare il problema del cambiamento climatico, la mancanza di indicazioni e di orientamenti rende difficile per loro valutare se i loro investimenti stiano ottenendo risultati concreti o meno.

Per affrontare questo problema nasce la Climate Bonds Taxonomy, una guida emessa dalla Climate Bonds Initiative (CBI), un'organizzazione che si occupa di fornire servizi e linee guida agli investitori non profit nel mercato obbligazionario globale, *“verso soluzioni che facilitino la transizione ad un'economia a basse emissioni clima alteranti. CBI ha sede a Londra e impiega oltre 30 dipendenti presenti nel Regno Unito, Cina, India, Brasile, Australia e Stati Uniti”*.⁴¹

La Climate Bonds Taxonomy, pubblicata per la prima volta nel 2013 ed aggiornata regolarmente, fornisce agli enti un insieme di asset, progetti e criteri per perseguire un'economia a basse emissioni di carbonio, si basa sulla valutazione scientifica di esperti e sulla ricerca del Gruppo Intergovernativo sul Cambiamento Climatico (IPCC) e dell'Agenzia Internazionale per l'Energia (AIE).


⁴¹ <https://www.borsaitaliana.it/pro-link/partner/climatebondinitiative/climatebondsinitiative.htm>

La Tassonomia CBI pubblicata nell'agosto del 2021 identifica i seguenti otto settori:




2.2 – La Tassonomia Climate Bonds

Climate Bonds Taxonomy

The Climate Bonds Taxonomy identifies the assets and projects needed to deliver a low carbon economy and gives GHG emissions screening criteria consistent with the 1.5°C global warming limit set by the COP 21 Paris Agreement. More information is available at <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy>.



ENERGY	TRANSPORT	WATER	BUILDINGS	LAND USE & MARINE RESOURCES	INDUSTRY	WASTE	ICT
Solar	Private transport	Water monitoring	Residential	Agriculture	Cement production	Preparation	Broadband networks
Wind	Public passenger transport	Water storage	Commercial	Commercial Forestry	Steel production	Reuse	Telecommuting software and service
Geothermal	Freight rail	Water treatment	Products & systems for efficiency	Ecosystem conservation & restoration	Glass production	Recycling	Data hubs
Bioenergy	Aviation	Water distribution	Urban development	Fisheries & aquaculture	Basic Chemical production	Biological treatment	Power management
Hydropower	Water-borne	Flood defence		Supply chain management	Fuel production	Waste to energy	
Marine Renewables		Nature-based solutions				Landfill	
Electrical Grids & Storage						Radioactive waste management	
Nuclear							

 Certification Criteria approved
 Criteria under development
 Due to commence

Fonte: <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy>

Dalla sua introduzione, la tassonomia CBI è cresciuta in termini di portata e ha pubblicato criteri per un numero crescente di settori. Il processo di implementazione dei criteri standard e dei criteri settoriali inizia con la formazione di gruppi di lavoro e procede attraverso una fase di ricerca e sviluppo (una fase di discussione sui criteri), per poi proseguire a fase di revisione ed approvazione da parte del CBI,

fino alla sua pubblicazione e comunicazione dell'avvenuta approvazione al mercato.

2.4 Iniziative delle varie nazioni verso uno sviluppo sostenibile

Le nazioni più sviluppate e gli stati europei hanno attuato un'ampia gamma di politiche per la sostenibilità, ma nessuna di esse ha affrontato a fondo ed in maniera adeguata il tema della sostenibilità finanziaria.

Oltre all'arena politica, è importante citare altri progetti che sostengono e contribuiscono costantemente al consolidamento di finanze alternative, come quelle sostenibili; essi, oltre ad enfatizzare il tema degli aspetti sociali, tengono conto delle preoccupazioni ambientali e agiscono come piattaforme cruciali per promuovere la finanza sostenibile.

Possiamo citare ad esempio una riunione che avvenne nel settembre 2015 alle Nazioni Unite, che coinvolse più di 150 leader internazionali, per discutere di sviluppo globale, benessere umano e protezione ambientale.

La comunità degli Stati approvò l'Agenda 2030 per uno sviluppo sostenibile, i cui elementi essenziali sono i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS/SDGs, Sustainable Development Goals) e i 169 sotto-obiettivi, i quali mirano a porre fine alla povertà, a lottare contro l'ineguaglianza e allo sviluppo sociale ed economico. Inoltre, riprendono aspetti di fondamentale importanza per lo sviluppo sostenibile quali l'affrontare i cambiamenti climatici e costruire società pacifiche entro l'anno 2030.

Si tratta della prima volta nella storia in cui viene emanato un documento programmatico che riunisce sia lo sviluppo sostenibile sia la lotta alla povertà.

L'agenda 2030, nonché l'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici, costituiscono i pilastri su cui si fonda l'azione di sviluppo per un mondo migliore e per una cooperazione internazionale sui temi di sviluppo sostenibile di dimensione economica, sociale, ambientale e di governance.

Nei sottoparagrafi successivi analizzeremo tre dei progetti più importanti a livello mondiale (GABV) ed a livello europeo (FEBEA ed EUROSIF) per quanto concerne la finanza sostenibile.

2.4.1 La Global Alliance for Banking on Values (GABV)

La Global Alliance for Banking on Values (GABV) è un'organizzazione creata nel 2007 che comprende quattordici banche provenienti dall'Asia, dall'America Latina, dagli Stati Uniti e dall'Europa, tutte leader nel settore della finanza sostenibile.

Essa si pone l'obiettivo di “trovare soluzioni globali ai problemi internazionali e a promuovere un'alternativa positiva e valida all'attuale sistema finanziario”.⁴²

“A partire dal 2011, la Global Alliance for Banking on Values (GABV), una rete di banche sostenibili all'avanguardia, ha intrapreso un progetto per esaminare le dinamiche del capitale finanziario e i sistemi di misurazione dell'impatto delle banche sostenibili.

Il progetto, sebbene incentrato sui membri della GABV, ha incluso anche i non membri con modelli di business simili a quelli dei membri della GABV, confrontando i profili finanziari di queste banche sostenibili con quelli delle istituzioni finanziarie di importanza sistemica globale (GSIFI).”⁴³

Il progetto, oltre a raccogliere informazioni sostanziali, ha sondato tramite interviste le potenziali fonti di capitale finanziario per sostenere la crescita di queste

⁴² GABV, Lima Declaration, 2011 - <https://www.gabv.org/declarations/2011-lima-declaration/>

⁴³ Global Alliance for Banking on Values, Strong, Straightforward and Sustainable Banking, "Financial Capital and Impact Metrics of Values Based Banking"
http://plataforma.responsable.net/sites/default/files/full-report-gabv-v9d_1.pdf

istituzioni ed ha esaminato gli approcci attuali ed emergenti alla rendicontazione delle metriche di impatto.

Le loro convinzioni circa l'interdipendenza economica e la responsabilità nei confronti delle generazioni attuali e future li incoraggia a cercare nuove modalità per trasformare il settore finanziario in un settore che verte alla sostenibilità. Per diventare un membro di questa rete, ci sono due criteri: l'indipendenza istituzionale certificata dal possesso di una licenza bancaria ed un bilancio minimo di 50 milioni di dollari.

La struttura e i principi intrinseci alla GABV sono un perfetto punto di riferimento per quelle iniziative sostenibili che cercano relazioni di sostegno all'interno dello stesso settore. Questi tipi di approcci collaborativi tra i vari sistemi finanziari mondiali potrebbero influenzare fortemente la quota di mercato di cui dispongono, diffondendosi facilmente in tutto il mondo. Trasparenza e altri principi che devono essere perseguiti nelle finanze sostenibili rischiano di andare perduti quando l'istituzione cresce rapidamente. Per questo motivo, far parte di un quadro comune per rafforzare le loro caratteristiche può essere una soluzione per un ulteriore sviluppo.

2.4.2 La European Federation of Ethical and Alternative Banks and Financiers (FEBEA)

La Federazione Europea per le Banche Etiche ed Alternative (FEBEA) è un'organizzazione senza scopo di lucro di diritto belga, creata a Bruxelles nel 2001, cui oggi conta l'adesione di ben 22 banche commerciali.

La sua mission è quella di *“sviluppare la finanza etica e sociale in Europa. Attraverso le attività dei suoi membri e le proprie iniziative, FEBEA difende una visione impegnata, rigorosa e ambiziosa della finanza sociale ed etica. La Federazione sostiene la finanza sociale, gli imprenditori dell'economia sociale e tutti i cittadini e i gruppi che lavorano per lo sviluppo di una società più equa, sostenibile e inclusiva”*⁴⁴ attraverso la creazione di strumenti finanziari alternativi oltre che un centro di condivisione e di scambio di opinioni, visioni, esperienze, sempre nell'interesse per la trasparenza, l'utilità e il bene comune e la sostenibilità ambientale.

L'atto costitutivo di FEBEA, accettata da tutti i suoi membri, introduce dei criteri positivi e concreti, raccolti intorno a cinque pilastri, per definire le caratteristiche e i valori fondamentali di una banca etica, punto di riferimento comune per le banche commerciali che hanno preso parte al progetto FEBEA:

⁴⁴ <https://febea.org/our-mission/>

- Il denaro al servizio del bene comune: tramite la riallocazione di forme di credito la destinazione di fondi destinati a progetti culturali, sociali e ambientali.
- Il denaro dei cittadini: prevede la raccolta dei propri fondi dai cittadini, rifiutando ogni tipo di denaro proveniente da attività illecite (traffico di armi, industrie inquinanti, denaro proveniente da gruppi criminali o dalla mafia).
- Per un beneficio sociale: viene ricercato il valore aggiunto sociale, ambientale ed economico, sostenendo attività sociali, l'imprenditoria sociale e le fasce più vulnerabili della popolazione, promuovendo l'inclusione sociale e l'occupazione.
- La gestione etica del denaro: caratterizzato dalla trasparenza e dalla volontà di finanziare l'economia reale., rifiutando speculazioni finanziarie o gli investimenti in Paesi o operazioni che non condividono la loro visione della società.
- La gestione della banca etica: la quale non mira esclusivamente al profitto, ma prevede che gli utili delle banche etiche siano reinvestiti nella promozione degli obiettivi sociali della banca quali trasparenza, gestione collaborativa, forte integrazione territoriale, gestione etica delle retribuzioni e autonomia.

2.4.3 L'European Sustainable Investment Forum (EUROSIF)

Il forum europeo per gli investimenti sostenibili (EUROSIF), è un'associazione pan-europea che ha come obiettivo la promozione dello *“sviluppo sostenibile attraverso i mercati finanziari, sostenendo il finanziamento con capitali privati e pubblici di investimenti che contribuiscano in modo misurabile agli obiettivi di sviluppo sostenibile fissati dalle Nazioni Unite, dall'Unione Europea e da altri Paesi europei.”*⁴⁵

Esso può contare, oltre alla partnership con Forum Nazionali per l'Investimento Sostenibile (SIF), anche sull'appoggio di oltre 400 organizzazioni europee tutte appartenenti e riferibili alla rete industriale di finanza sostenibile; ne fanno parte gestori patrimoniali, investitori istituzionali, società di ricerca e di fornitura di indici, sindacati, ONG, che insieme gestiscono asset totali per oltre 20.000 miliardi di euro.

Eurosif è anche un membro fondatore della Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), l'alleanza delle sette maggiori FIS di tutto il mondo con lo scopo di *“approfondire l'impatto e la visibilità delle organizzazioni di investimento sostenibile a livello globale. La nostra visione è quella di un mondo in cui gli investimenti sostenibili siano integrati nei sistemi finanziari e nella catena degli*

⁴⁵ <https://www.eurosif.org/about-us/our-mission/>

*investimenti e in cui tutte le regioni del mondo siano coperte da solide istituzioni basate su soci che rappresentano e promuovono la comunità degli investimenti sostenibili”.*⁴⁶

Oltre ad essere una delle principali fonti di informazione sulla finanza sostenibile, le principali attività riguardano la politica pubblica, la ricerca e la creazione di piattaforme per la promozione delle migliori pratiche sui temi SRI.

Tra l'altro Eurosif, nel 2016 è stato inserito nell'agenda Europea per trattare il tema della trasparenza fiscale, soprattutto dopo lo scandalo dei conti correnti panamensi intestati sia a politici che imprenditori (Panama Papers), nonché allo scandalo Luxembourg Leaks su una sorta di normativa fiscale secondaria creata in Lussemburgo.

Eurosif introduce quindi un altro concetto di sostenibilità, quella cioè volto a contrastare manovre aggressive di evasione o elusione fiscale messe in atto dagli istituti finanziari e dalle imprese in generale, con rischi connessi alla credibilità del sistema bancario, delle imprese, ma anche del paese stesso, oltre che alla perdita di fiducia da parte degli investitori a causa di un sistema opaco di investimenti e transazioni.⁴⁷

⁴⁶ <https://www.eurosif.org/gsia/>

⁴⁷ <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/message/srieurosiftrasparenzafiscale.htm>

CAPITOLO 3 – CONSULENZA FINANZIARIA E SOSTENIBILITÀ

3.1 Investimenti sostenibili e consulenza finanziaria

Cosa succederebbe se investendo potremmo raggiungere sia i nostri obiettivi personali oltre che ottenere un impatto positivo sostanziale e misurabile sulle questioni riguardanti la sostenibilità sociale ed ambientale?

Investire in aziende e organizzazioni che hanno una visione a lungo termine della redditività, che si preoccupano delle comunità e dei sistemi ecologici in cui operano o che trattano i loro dipendenti e gli altri stakeholder con dignità e rispetto, nel tempo supererà una concorrenza meno attenta e illuminata.

Per diverso tempo si è creduto che il dovere fiduciario del consulente finanziario si potesse tradurre nell'agire nel miglior interesse del cliente, con riferimento all'aspetto finanziario della gestione; tuttavia, in questi ultimi anni la consulenza finanziaria sta vivendo una rivoluzione legata alla finanza sostenibile.

L'assunto che le questioni ambientali, sociali e di governance (ESG) non siano rilevanti ai fini di una corretta consulenza e per la determinazione del valore del

portafoglio e che esse non siano allineate con i doveri fiduciari non è più accettabile, come viene espresso dal programma Fiduciary Duty in the 21st Century.⁴⁸

Questo programma mira ad aumentare la consapevolezza dell'impatto positivo dell'integrazione degli aspetti ESG sul dovere fiduciario e secondo questo programma, i consulenti dovrebbero prevedere, tra l'altro, alla comprensione e all'integrazione delle preferenze dei clienti in materia di sostenibilità, indipendentemente dal fatto che tali preferenze siano finanziariamente rilevanti.⁴⁹

Inoltre, il Regolamento 2019/2088 dell'unione europea afferma che *“i consulenti finanziari dovrebbero comunicare in che modo tengono conto dei rischi di sostenibilità nella procedura di selezione del prodotto finanziario che è presentato agli investitori finali, prima di fornire la consulenza, a prescindere dalle preferenze di questi ultimi in materia di sostenibilità.”*⁵⁰

Per cercare di delineare il futuro della sostenibilità nella consulenza finanziaria occorre necessariamente capire le tendenze attuali e come esse stiano plasmando il lavoro di consulenti e professionisti del settore.

⁴⁸ United Nations Environment Programme Finance (UNEPFI)
<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/10/Fiduciary-duty-21st-century-final-report.pdf>

⁴⁹ Anche sul sito web dei PRI (Principles for Responsible Investing) si legge che "il dovere fiduciario richiede agli investitori di incorporare tutti i fattori di valore, compresi i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel processo decisionale di investimento" e che la lealtà e la prudenza sono aspetti importanti del dovere fiduciario.

⁵⁰ REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, 27 novembre 2019

Su questo punto l'Associazione Nazionale dei Consulenti Finanziari (ANASF) ha organizzato nel 2021 un evento denominato "ConsulenTia" allo scopo di trattare due temi principali quali: la finanza sostenibile e la relazione consulente-cliente affinché entrambi possano convenire in una relazione che tenga conto di questi aspetti, tracciando le linee guida per degli sviluppi futuri.

Questo convegno ha analizzato come la relazione consulente-cliente si rifletta nell'ambito della sostenibilità e nei processi di investimento e di allocazione delle risorse; sebbene entrambe le parti attribuiscono elevata rilevanza agli aspetti ESG, scopriamo però che quasi la metà della clientela ritiene detti investimenti più costosi (anche se numerose ricerche scientifiche ed accademiche smentiscono) e spesso è questo il vero vincolo che impedisce alle parti di trovare un accordo di gestione patrimoniale.

Il convegno traccia delle linee guida di sviluppo futuro per quanto concerne la consulenza e l'attitudine del consulente finanziario; il futuro ruolo dei consulenti finanziari, sarà innanzitutto quello di non sottostimare le percezioni del cliente nel loro complesso su questi strumenti finanziari, e dette linee guida vengono individuate in aree di miglioramento nell'ambito della comunicazione tra consulente e cliente.

Un altro punto fondamentale nello sviluppo futuro della consulenza rappresenta l'informazione sugli strumenti finanziari utilizzati, clienti e professionisti in questo caso convengono sul fatto che questi strumenti finanziari sostenibili dovrebbero

essere non solo meglio sponsorizzati, ma soprattutto più controllati, attraverso semplici indicatori, strumenti di comparazione, certificazioni che inquadrino a 360° lo strumento (in termini di rischio-rendimento-costi sostenuti-livello di impatto sostenibile).

Solamente nel caso in cui la consulenza crea un valore percepito dal cliente finale può definirsi sostenibile, solamente quando un broker o un consulente finanziario creano valore per il loro cliente e al contempo generano una qualsiasi utilità che possa esse essere ambientale o sociale possiamo dire che esso svolga una consulenza finanziaria sostenibile.⁵¹

Negli anni 2020 e 2021 la finanza mondiale ha dovuto affrontare scenari di forte crisi a causa del crollo dei principali mercati borsistici di tutto il mondo, crolli dovuti alla paura dell'effetto catastrofico dei lockdown combinati delle varie nazioni, con conseguenze come basse produttività, bassa liquidità, disoccupazione elevata.

Lo scenario che emerge da questa situazione per quanto concerne il mondo FinTech e finanza sostenibile è uno scenario in realtà pressoché positivo, in quanto, secondo diverse ricerche, FinTech e finanza sostenibile hanno mediamente beneficiato degli effetti dovuti alla crisi e gli strumenti conformi ai criteri ESG hanno affrontato brillantemente la crisi Covid19.

⁵¹ Armento A., La consulenza sostenibile secondo Efpa, Milano Finanza, marzo 2022
<https://www.milanofinanza.it/news/la-consulenza-sostenibile-secondo-efpa-202203010753465649>

Secondo Amin Rajan, amministratore delegato della società di consulenza Create Research, specializzata sulla ricerca di future tendenze in fondi di investimento, è probabile che la crescita degli investimenti ESG continuerà anche durante questo lungo periodo di incertezza economica e non solo, una volta che la situazione si sarà stabilizzata l'attrattività degli investimenti ESG aumenterà.

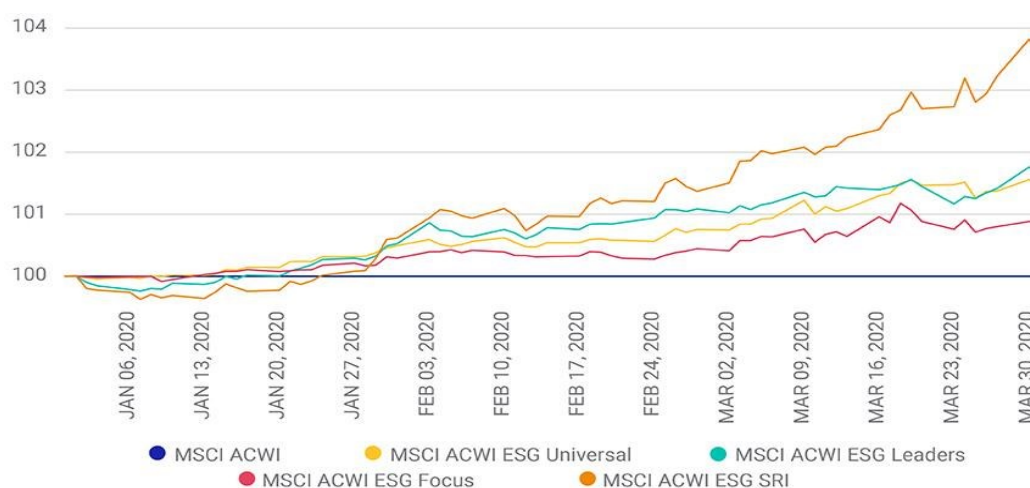
Sulla scia delle parole di Rajan, secondo una ricerca effettuata dal Financial Times e Savanta, una società di ricerca e consulenza, 9 principali gestori patrimoniali su 10 del Regno unito affermavano che la pandemia da Covid19 avrebbe portato benefici all'universo ESG; la maggior parte di tali gestori patrimoniali, colossi come Canaccord Genuity, James Hambro & Partners, Rathbones Group, sostengono che gli strumenti ESG hanno più che beneficiato della pandemia da covid19.⁵²

A livello di performance globale Morgan Stanley Capital International, ha riportato un grafico che rappresenta le performance dei principali fondi ESG, comparati con l'indice principale MSCI, il quale comprende una selezione dei principali titoli mondiali ad alta e media capitalizzazione.⁵³

⁵² Mooney A., ESG passes the Covid challenge, Financial Times, luglio 2020
<https://www.ft.com/content/50eb893d-98ae-4a8f-8fec-75aa1bb98a48>

⁵³ Nagy Z., Giese G., MSCI ESG Indexes during the coronavirus crisis, Morgan Stanley Capital International, aprile 2020
<https://www.msci.com/www/blog-posts/msci-esg-indexes-during-the/01781235361>

Figura 4.3 - Performance dei principali indici MSCI ESG rispetto all'indice principale ACWI



Fonte: Morgan Stanley Capital International

Come evidentemente si può evincere dal grafico mostrato sopra, gli indici ESG hanno sovraperformato l'indice principale durante il primo trimestre del 2020, anche se i panieri di azioni presenti in ogni indice ESG, riferibili ai mercati emergenti, hanno sottoperformato; ciò a conferma del fatto gli strumenti finanziari sostenibili, seppur più mirati verso specifici settori, riescono comunque a mantenere una perfetta diversificazione, e come questa diversificazione si conferma vincente anche in periodi di crisi dei mercati.⁵⁴

⁵⁴ Nagy Z., Giese G., MSCI ESG Indexes during the coronavirus crisis, Morgan Stanley Capital International, aprile 2020
<https://www.msci.com/www/blog-posts/msci-esg-indexes-during-the/01781235361>

Figura 4.3.1 – Performance in termini percentuali da inizio anno 2020, da marzo 2019 a marzo 2020 (1 Yr), da marzo 2017 a marzo 2020 (3 Yr) e da marzo 2015 a marzo 2020 (5 Yr)

Performance (%)					
	MSCI ACWI	MSCI ACWI ESG Universal	MSCI ACWI ESG Focus	MSCI ACWI ESG Leaders	MSCI ACWI SRI
YTD	-21.3	-20.1	-20.6	-19.9	-18.4
1 Yr	-10.7	-8.4	-9.2	-8.5	-5.2
3 Yr	2.0	3.0	3.0	3.0	4.9
5 Yr	3.4	4.0	4.3	3.9	5.1

Fonte: Morgan Stanley Capital International

La ricerca aveva lo scopo di evidenziare come gli strumenti conformi ai criteri ESG fossero meno esposti a rischi sistemati e quindi molto più resistenti ad eventuali shock del mercato; l'epidemia di COVID-19 era quindi il primo vero e proprio test nel mondo reale dalla crisi finanziaria globale del 2008; la pandemia, scoppiata dapprima nei mercati emergenti si è poi rapidamente diffusa nei mercati sviluppati diventate poi le regioni più colpite dal Covid19.

Non possiamo ignorare il fatto che la pandemia da Covid19, portando i governi a adottare misure di distanziamento sociale e di contenimento dei contagi, ha indotto una crescita nell'uso dei servizi digitali e di internet in generale, in particolare nei mercati dei capitali.

Sul mercato dei robo-advisor, alcune piattaforme hanno visto incrementi significativi delle aperture di conto e di contratti di gestione patrimoniale, citiamo ad esempio Wealthfront (+68%), Vanguard (+35%), PensionBee (+14%) ed AJ Youinvest (+13%); il 7,2% dei “baby boomer” ha utilizzato un robo-advisor nel 2019; solamente nel 2020 vi è stato un incremento di circa l’8%⁵⁵; la pandemia ha contribuito ulteriormente ad accelerare il processo di digitalizzazione della finanza, soprattutto in termini di sostenibilità⁵⁶; secondo Ina Liermann, direttore della sezione prestiti di Helaba, una banca commerciale tedesca, la ragione risiede in una questione molto semplice, ovvero il fatto che semplicemente consulenti ed investitori riteneva gli strumenti finanziari sostenibili come una sorta di “porto sicuro” rispetto agli strumenti finanziari tradizionali e di conseguenza la liquidità si è concentrata maggiormente su questo tipo di strumenti.⁵⁷

Un altro aspetto da considerare riguarda il fatto che la pandemia non solo ha aiutato a sensibilizzare la stragrande maggioranza degli individui sulle questioni sociali, portando ad un incremento del valore di social bond e dei sustainability bond, ma ha plasmato anche il modo in cui i mercati finanziari e le aziende considerano

⁵⁵ Robo-advice takes centre stage during COVID-19 crisis, Private Banker International, giugno 2020

<https://www.privatebankerinternational.com/comment/robo-advice-takes-centre-stage-during-covid-19-crisis/>

⁵⁶ The Rise in Robo Advisory Services During Covid-19, 2 luglio 2020

<https://www.corporatevision-news.com/the-rise-in-robo-advisory-services-during-covid-19/>

⁵⁷ <https://www.helaba.com/int/sustainability/sustainable-finance/sustainable-finance-and-covid-19-brake-or-boost.php>

questioni sociali, questioni ambientali, aprendo la strada ad un approccio futuro più collaborativo.⁵⁸

3.1.1 Perché solo alcuni consulenti ne tengono conto?

Per dare una risposta a questa domanda, dobbiamo spiegare cosa induce nel processo decisionale del consulente relativo all'utilizzo o meno di strumenti finanziari sostenibili piuttosto che quelli tradizionali; sebbene gli investimenti in strumenti sostenibili vedono un buon incremento ogni anno, nel report GSIA del 2020 possiamo notare come solamente il 36% degli strumenti finanziari (36 miliardi di dollari su un totale di 98 miliardi di risparmio gestito) siano strumenti finanziari sostenibili conformi ai criteri ESG.

Lo studio Paetzold et al (2015)⁵⁹ cerca di dare una spiegazione a questo enorme divario, dare degli spunti di riflessione sul comportamento dei consulenti finanziari e su come essi prendano in considerazione degli aspetti significativi:

⁵⁸ Crabb J., Sustainable finance will emerge stronger from Covid-19 rebalancing, 31 agosto 2021

⁵⁹ Paetzold, F., Busch, T., & Chesney, M. (2015). More than money: exploring the role of investment advisors for sustainable investing. *Annals in Social Responsibility*. Emerald Insight, giugno 2015 <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/ASR-12-2014-0002/full/html>

- Il ritorno finanziario: oltre alle varie commissioni di gestione che portano redditi ai consulenti, essi indirizzeranno le proprie masse gestite verso strumenti finanziari sostenibili se la loro percezione del rapporto rischio/rendimento dello strumento è più bassa rispetto agli strumenti tradizionali.
- La volatilità: nel caso in cui i consulenti percepiscono un'elevata volatilità nell'utilizzo di strumenti finanziari sostenibili, ciò potrebbe fortemente ridurre il loro interesse per questa tipologia di strumenti; al contrario, l'aspettativa di una minore volatilità rispetto agli investimenti tradizionali potrebbe comportare sostenere la comunicazione di questi strumenti ai loro clienti.
- La complessità: i consulenti potrebbero trovarsi di fronte a un elevato livello di complessità sia nel capire cosa intendano i loro clienti per “sostenibilità”, sia nell'identificare gli strumenti appropriati, anche a causa dell'ampiezza e della qualità delle informazioni finanziarie e non finanziarie disponibili.

Il grado di complessità implica la necessità di investire tempo nella ricerca di informazioni mirate e potrebbe addirittura mettere i consulenti nella posizione di rischio di apparire poco informati di fronte ai loro clienti. Pertanto, la percezione degli strumenti sostenibili e dei criteri ESG come un campo altamente complesso potrebbe avere un impatto negativo sul livello di comunicazione dei consulenti ai loro clienti di detti strumenti.

- La pubblicità ed il marketing: la percezione degli strumenti finanziari sostenibili come meri strumenti di marketing riducono molto la possibilità che i consulenti

finanziari li propongano ai loro clienti; l'utilizzo di attributi come "green", "etici", "sostenibili", intorno a una grande varietà di prodotti è aumentato in modo sostanziale e con esso è aumentato il rischio di un uso improprio di queste terminologie, diventando di conseguenza una seria minaccia per coloro che raccomandano prodotti o servizi che veramente siano conformi ai parametri di sostenibilità.

I consulenti, agli occhi dei loro clienti, potrebbero sembrare commercializzare gli strumenti come sostenibili (anche se effettivamente sostenibili non sono) e si espongono al rischio di essere associati alle delusioni dei clienti che deriverebbero dal fatto che lo strumento finanziario non si riveli come descritto.

Sicuramente quindi, una maggiore percezione dello strumento finanziario come argomento più legato al marketing riduca la sua comunicazione da parte dei consulenti.

- La “Perceived Consumer Effectiveness” (PCE), ovvero l’efficacia percepita dal consumatore: i consulenti tendono a proporre ai loro clienti gli strumenti finanziari sostenibili se pensano che questi ultimi possano influenzare positivamente gli effetti sulla società o sull’ambiente naturale in quanto gli investitori che credono nell’efficacia delle loro decisioni di investimento possano influenzare le imprese.
- Fiducia del consulente nei fornitori di strumenti finanziari: una minore fiducia nei fornitori di prodotti o negli strumenti da essi proposti influenzerà la comunicazione degli strumenti finanziari sostenibili ai loro clienti.

I consulenti potrebbero temere di raccomandare dei fornitori specifici di prodotti di strumenti che in passato si sono rivelati inaffidabili o il fornitore stesso si è rivelato inaffidabile per via di determinate vicende o controversie; questo è chiaramente un punto che si riferisce a tutti gli strumenti finanziari in generale (sostenibili e non) ma vale ancor di più per gli strumenti sostenibili per la natura stessa di questa tipologia di strumenti.

- La ricchezza dei propri clienti: i consulenti finanziari sono più propensi a consigliare gli strumenti finanziari sostenibili ai clienti ricchi (con ampie masse di gestito) rispetto agli investitori privati meno ricchi, in quanto essi sono più flessibili nell'allocare parte del loro patrimonio in strumenti sostenibili, oltre che ad aver accesso ad un numero di strumenti chiaramente più elevato; inoltre si è riscontrato che la ricchezza è positivamente correlata al loro interesse e impegno in progetti socio-ambientali.
- Orizzonte temporale degli investimenti: se l'orizzonte temporale degli investimenti dei loro clienti è di breve/medio termine i consulenti tendono a non consigliare il patrimonio gestito in strumenti finanziari sostenibili.

Moltissimi temi sulla sostenibilità (come ad esempio il cambiamento climatico, la scarsità di risorse, la biodiversità) si riferiscono a tendenze di lungo periodo e di conseguenza l'orizzonte temporale individuale degli investitori è strettamente correlato al loro posizionamento nei confronti di questi strumenti finanziari.

Un'indagine condotta da Jansson e Biel (2011) sul panorama di investimento svedese, sottolinea che gli strumenti finanziari sostenibili potrebbero avere una maggiore risonanza presso gli investitori che hanno un lungo orizzonte temporale di periodo.

Inoltre, per quanto riguarda il contesto di questo studio, gli investitori facoltosi sono in genere investitori orientati al lungo termine il cui obiettivo è quello di preservare il capitale per le generazioni future.⁶⁰

⁶⁰ Magnus Jansson e Anders Biel, *Motives to Engage in Sustainable Investment: A Comparison Between Institutional and Private Investors*, Dipartimento di Psicologia, Università di Göteborg, Svezia, 2011

3.2 La costruzione di un portafoglio di investimenti sostenibile

Sebbene la maggior parte dei Paesi del mondo sia ben consapevole dei problemi ambientali e abbia iniziato ad intraprendere azioni per affrontarli, il sistema finanziario e gli investitori sono stati molto più lenti nel riconoscere minacce, rischi ed opportunità.

Infatti, poiché gli eventi non che si verificano nel prossimo futuro risultano sottostimati, gli individui non sono in grado di identificare gli impatti significativi che potrebbero produrre sul lungo periodo. Tuttavia, con il passare del tempo e con il concretizzarsi di questi effetti, diventa essenziale affrontare il cambiamento climatico e i rischi connessi.

Secondo un report del 2016 stilato da Philipp Hildebrand (vicepresidente di BlackRock) e da Deborah Winshel (amministratore delegato di Global Head of Social Impact) si presume che il cambiamento climatico produrrà rischi e/o benefici principalmente mediante quattro canali: fisico, tecnologico, normativo e sociale.⁶¹

La crescente consapevolezza dei problemi legati al cambiamento climatico ha spinto i consulenti finanziari a modificare l'*asset allocation* di portafoglio dei loro clienti, principalmente attraverso impegni come la decarbonizzazione dei

⁶¹ Hildebrand P. e Winshel D., *Adapting portfolios to climate change, implications and strategies for all investors*, BlackRock Investment Institute, settembre 2016

portafogli, ovvero disinvestire la quota di portafoglio riferibile a società che utilizzano combustibili fossili.⁶²

Esistono una serie di approcci per la costruzione di un portafoglio *green* volto a generare potenziali rendimenti finanziari positivi a vantaggio dell'ambiente; il consulente deve cercare di captare le esigenze principali di ogni cliente cercando per ciascuno di rispondere a delle domande ben precise:

- Qual è il loro obiettivo? Eliminare completamente i combustibili fossili dal proprio portafoglio, investire in società di qualsiasi settore che abbiano adottato pratiche ambientali positive, o investire direttamente in aziende che cercano di trovare soluzioni o di mitigare gli effetti del cambiamento climatico, o un insieme di queste singole soluzioni.⁶³
- Convertire tutto il portafoglio o solo una parte? Quindi capire se allineare fin da subito l'intero portafoglio agli obiettivi ambientali, o iniziare gradualmente a sperimentare fondi che incorporano i green bond e che investano in progetti sostenibili.⁶⁴
- Come attuare questi cambiamenti? In generale, la decarbonizzazione è un processo che dura a lungo, non è un processo immediato, è fondamentale quindi essere

⁶² Hildebrand P. e Winshel D., *Adapting portfolios to climate change, implications and strategies for all investors*, BlackRock Investment Institute, settembre 2016

⁶³ Trager L., *How to build a green portfolio*, Morgan Stanley, 24 marzo 2022

⁶⁴ Ibid

affiancati dal proprio consulente di fiducia per aver affrontare fluttuazioni di mercato o aspetti fiscali.⁶⁵

Il consulente finanziario dovrebbe esaminare caso per caso, cliente per cliente il portafoglio investimenti ed attuare interventi mirati ad evitare settori o aree geografiche discutibili, decidere se acquistare panieri di titoli che affrontino temi di sostenibilità globale, combinare le proprie competenze con strumenti di valutazione dei gestori volti all'identificazione di società, i fondi o partner migliori per raggiungere i vostri obiettivi climatici.

Creare un portafoglio verde non è affatto semplice, ma il passo più importante è quello di prendere consapevolezza e decidere di agire.

Il cambiamento climatico è un problema complesso ma i suoi effetti possono essere mitigati cercando soluzioni diverse e di conseguenza un portafoglio di investimenti dedicato, indipendentemente dal patrimonio economico di ciascuno, può avere un impatto positivo.

Nei processi di allocazione delle risorse e di gestione del rischio, i consulenti finanziari dovrebbero tenere in considerazione variabili chiave (come volatilità, inflazione, tassi di interesse, premi al rischio, costi di gestione dei fondi), dovrebbero effettuare una nuova allocazione delle risorse che non solo tenga conto

⁶⁵ Ibid.

del rischio che l'investitore è disposto a sopportare, ma anche cercare di minimizzarlo.⁶⁶

Occorre fare molta attenzione a sottopesare un certo settore considerando l'allocazione delle risorse, in quanto potrebbe esporre l'investitore al rischio che in futuro quel settore/paese/azienda potrebbe intraprendere un percorso orientato alla sostenibilità e quindi perdere un'occasione di investimento; quindi sottopesare alcuni settori o sovrappesarne altri, potrebbe portare al rischio di distanziamento del portafoglio rispetto al benchmark di riferimento rischiando di aumentare il tracking error.

Il tracking error è un numero che fornisce un'indicazione della divergenza complessiva di uno strumento rispetto al suo sottostante, ma non indica la direzione di questa divergenza, potrebbe essere una divergenza negativa e quindi minor rendimento, o potrebbe essere una divergenza positiva, e quindi maggior rendimento, è ovvio che quindi l'aumento del tracking error potrebbe comportare sia rendimenti molto maggiori, ma anche rendimenti molto minori se non addirittura rendimenti negativi.

Consideriamo che gli strumenti finanziari utilizzati sono principalmente tre: obbligazioni tematiche (green bond e social bond), titoli azionari emessi da aziende

⁶⁶ United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) Investor Briefing, Portfolio carbon, Measuring, disclosing and managing the carbon intensity of investments and investment portfolios, luglio 2013

operanti secondo criteri ESG e per la stragrande maggioranza dei casi fondi sostenibili o ETF secondo il settore o business di riferimento; gli ETF che sono di gran lunga gli strumenti più utilizzati sono principalmente strumenti a gestione passiva, ovvero provano a replicare un sottostante, ecco che il tracking error diventa un indice fondamentale per monitorare la situazione di investimento per il consulente finanziario, in quanto occorre verificare a cadenze più o meno regolari che lo strumento segua nella maniera più accurata possibile il suo sottostante e coprirsi dai rischi di una volatilità eccessiva.⁶⁷

3.1 - Rendimento e Tracking Error dei fondi ESG

Index	Annulised Return (%)			
	1 Year	3 Years	5 Years	TE
FTSE4 Good Developed Index	29 . 41	11 . 61	14 . 96	1 . 49
FTSE Developed Index	30 . 37	11 . 17	14 . 76	–
MSCI World ESG Leaders Index	28 . 07	11 . 98	14 . 58	1 . 17
MSCI World Index	29 . 98	11 . 37	14 . 73	–
S&P Global 1200 ESG Index	29 . 19	11 . 81	15 . 21	1 . 82
S&P Global 1200 Index	29 . 24	11 . 05	14 . 82	–

Fonte: FTSE, MSCI, S&P and State Street Global Advisors, 26 febbraio 2021

Nella figura sopra possiamo osservare una panoramica delle performance e dei rispettivi tracking error di alcuni indici che sono costruiti interamente considerando fattori ESG.

⁶⁷ Funk Carlo M., ESG, Tracking Error and Long-Term Performance, State Street Global Advisors (SSGA), marzo 2021

Di seguito è riportata una panoramica della performance e del tracking error di un sottoinsieme di indici ESG globali disponibili. È importante notare che questi indici sono costruiti utilizzando dati ESG e metodologie di costruzione diversi; quello che possiamo osservare è che, anche se il tracking error è abbastanza elevato, la performance complessiva di questi indici ESG non ne risente.

Ciò conferma il fatto che gli investimenti ESG sono generalmente più performanti, più solidi e abbastanza al riparo da eventuali ribassi, soprattutto durante ciclici periodi di crisi, confermando che su lunghi periodi la performance finanziaria degli strumenti ESG diventa ancora più evidente.⁶⁸

Pertanto, un punto fondamentale nella considerazione del tracking error risiede nella valutazione dell'orizzonte temporale di investimento.

⁶⁸ Funk Carlo M., ESG, Tracking Error and Long-Term Performance, State Street Global Advisors (SSGA), marzo 2021

3.3 Il Robo Advisor come strumento di consulenza sostenibile

La tecnologia finanziaria, spesso indicata come Fintech, è un termine ampio che descrive una nuova industria finanziaria che include qualsiasi forma di tecnologia che migliora le attività finanziarie stesse.

Internet ha avuto grandi conseguenze per quasi tutti i settori industriali del mondo, non escluso quello dei servizi finanziari.

I robo-advisor rappresentano tipologie di consulenti finanziari che forniscono servizi di gestione investimenti quasi interamente online, eliminando in questo modo quasi completamente l'intermediario umano nel ramo della consulenza finanziaria, offrendo consigli finanziari digitali basati su algoritmi per l'allocazione del portafoglio derivati da questionari o sondaggi.⁶⁹

La forma più moderna del robo-advisor non si limita a fornire consigli e a investire di conseguenza, ma dispone anche di un algoritmo di autoapprendimento e di un ribilanciamento automatico, il che significa che l'intera gestione del portafoglio viene svolta tramite procedimenti ed algoritmi matematici estremamente complessi. Questa forma di robo-advisory è già entrata nel mercato ed essi sono destinati ad aumentare in maniera sostanziale; si stima che per il biennio 2022/2023 il totale

⁶⁹ Jung Dominik, Dorner Verena, Glaser Florian, Morana Stefan, Robo-Advisory Digitalization and Automation of Financial Advisory, Springer, 22 gennaio 2018

delle masse gestite dai robo advisor aumenterà di circa 712 miliardi di dollari ed entro il 2025 si prevede che il mercato dei robo-advisor raggiungerà un valore di 2.800 miliardi di dollari.⁷⁰

Solitamente, quando un individuo cerca una consulenza sugli investimenti finanziari è necessario un investimento minimo relativamente elevato per iniziare a investire a causa degli elevati costi di gestione e commissioni; ciò significa che un investitore familiare medio potrebbe investire il denaro o acquisendo determinate capacità di investire manualmente e crearsi autonomamente il proprio portafoglio investimenti, oppure non investire affatto, dal momento che l'investitore familiare non ha sufficienti conoscenze finanziarie per poter o voler investire.

I robo-advisor colmano quindi questa lacuna per gli investitori con somme di denaro più modeste, poiché l'interazione umana è minima e le raccomandazioni di investimento includono solitamente fondi negoziati in borsa a basso costo, il che riduce ulteriormente i costi di transazione e negoziazione, in genere ammontano al massimo allo 0,5%, consentendo di applicare commissioni inferiori di molto a quelle dei consulenti tradizionali.

⁷⁰ Dal Maso Elena, I robo advisor raddoppieranno le masse a 2.000 miliardi di dollari entro il 2023, Milano Finanza, 16 agosto 2021
<https://www.milanofinanza.it/news/i-robo-advisor-raddoppieranno-le-masse-a-2-000-miliardi-di-dollari-entro-il-2023>
202108161340058522#:~:text=Nei%20prossimi%20due%20anni%2C%20questa,gestito%20per%20utente%20dovrebbe%20aumentare.

Non necessitando di alcuna interazione umana, il tempo impiegato ovviamente non risulta un problema, rendendo queste commissioni molto basse.⁷¹

Sono presenti sul mercato dei robo-advisor con scopi ben precisi in base anche alla composizione degli algoritmi che lo gestiscono; possiamo citare Ellevest, un robo-advisor che si rivolge specificamente alle donne per colmare il divario di genere nel settore dei servizi finanziari, infatti, secondo dati USA, circa il 70% dei consulenti finanziari sono uomini.

Ellevest si compone di personale puramente femminile nel raggiungimento della propria Mission e conta oggi una comunità di oltre 3 milioni di persone accomunate dallo scopo di rimettere capitali e denaro in mani femminili nonché aiutare il popolo femminile nella gestione del proprio patrimonio.

La Blue Marble Investment ha lanciato EarthFolio, una tipologia di robo-advisor che offre pacchetti predefiniti di portafogli interamente ESG, alcuni dei quali addirittura privi di combustibili fossili, anche se un portafoglio interamente ESG può essere più costoso perché deve incorporare diversi tipi di investimenti, come i fondi comuni di investimento, che possono comportare spese operative leggermente più elevate, questo perché purtroppo ancora oggi non esiste una varietà sufficiente di ETF per costruire un portafoglio interamente ESG.

⁷¹ Waliszewski Krzysztof and Zięba-Szklarska Marta, Robo-advisors as Automated Personal Financial Planners – SWOT Analysis, ResearchGate, settembre 2020

Betterment offre servizi di robo-advisor che si basa completamente su progetti SRI, promuovendo tre tipologie ben distinte di portafoglio: Broad Impact che prende in considerazione tutti e tre i pilastri ESG, Climate Impact e Social Impact ove il primo pone particolare focus sul clima ed il secondo sulle attività a beneficio sociale.

Grazie al fatto che il robo advisor è un prodotto completamente digitalizzato inoltre, la consulenza e qualsiasi supporto all'investimento sono disponibili 24 ore su 24, 7 giorni su 7, e quindi eventuali variazioni di portafoglio e di asset allocation o di compravendita di titoli o modificazioni del profilo di rischio intercorse, possono essere effettuati in modo rapido e semplice, il che rappresenta ancora un altro vantaggio rispetto a un consulente finanziario umano, per il quale è necessario fissare un incontro telefonico o incontrare il consulente di persona, il che richiede più tempo e impegno.

Un punto di debolezza del robo-advisor è legato ad eventuali errori o malfunzionamenti del server che potrebbero causare varie problematiche.

Un altro punto di debolezza è legato al trattamento e alla protezione dei dati e la privacy in generale; sebbene i robo-advisor impieghino generalmente le stesse infrastrutture di sicurezza e governance dei dati di altre società finanziarie più grandi, essi sono evidentemente più orientati al trattamento telematico dei dati ed evidentemente ciò richiede una maggiore sicurezza e delle verifiche ulteriori nella protezione di queste pipeline di dati e di questi algoritmi per prevenire eventuali intrusioni, ma anche semplicemente per evitare modifiche agli algoritmi che

potrebbero causare comportamenti di allocazione inavvertiti o allocazioni involontarie di allocazione.

3.3.1 La normativa europea

L'Unione Europea sta cercando di implementare da tempo un regime normativo comune per tutti gli stati membri.

Nel corso degli anni sono state implementate precise normative che ogni stato membro ha il dovere di applicare in concomitanza con il proprio regolamento interno e dette normative spaziano da quelle a carattere economico, a quelle di carattere fiscale, a quello socio-ambientale.

In particolare, la costante crescita di domanda, da parte degli investitori, per una consulenza automatizzata ha scaturito esigenze per i paesi membri di una normativa condivisa ed armonizzata in modo da coprire le cosiddette “zone grigie” che gli ordinamenti statali non coprivano, con lo scopo di prevenire o punire eventuali situazioni pericolose o dannose nei confronti di risparmiatori ed investitori.

La prima direttiva emanata dall'unione europea è denominata “Markets in Financial Instruments Directive” (MiFID I), in vigore dal 2007 al 2018, e si poneva come obiettivo la protezione di risparmiatori ed investitori in un mercato finanziario unico a livello europeo.

Dal 3 gennaio 2018 è entrata in vigore in tutta l'Unione Europea la nuova direttiva MiFID II che, insieme alla Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR) ha preso il posto della precedente regolamentazione europea.⁷²

⁷² Da MIFID I a MIFID II: l'evoluzione della direttiva, Assogestioni, 1 gennaio 2019 <https://www.assogestioni.it/articolo/da-mifid-i-a-mifid-ii-levoluzione-della-direttiva>

Qualsiasi società di investimento o intermediario finanziario necessitano di un'apposita autorizzazione prima di iniziare la propria attività, ai sensi dell'art. 5 della MiFID II.⁷³

Nel gennaio 2019 la Commissione Europea ha emanato una regolamentazione per i consulenti finanziari ed assicurativi volte ad integrare l'articolo 4 dell'Action Plan sulla sostenibilità nella consulenza finanziaria; questa regolamentazione stabilisce che i consulenti debbono:

- (a) Includere informazioni in tema di sostenibilità sull'attività di consulenza svolta e sui prodotti finanziari di loro disponibilità, nonché maggiore trasparenza su eventuali impatti negativi del loro operato.
- (b) Nel caso in cui i consulenti omettano la comunicazione degli impatti negativi, il motivo per cui essi non vengono considerati nelle decisioni di investimento ed eventualmente informazioni su quando intendano considerare tali impatti negativi.⁷⁴

Sempre nel 2019, l'ESMA ha pubblicato un report con l'intento di unificare le normative in materia di investimenti sostenibili, cercando di arrivare ad avere entro il 2021 degli standard etici armonizzati, obblighi di trasparenza e di due diligence

⁷³ European Securities and Markets Authority (ESMA) - Chapter 1, Art. 5 - Requirement for authorisation

<https://www.esma.europa.eu/databases-library/interactive-single-rulebook/directive-201465eu-european/article-5-0>

⁷⁴ REGULATION (EU) 2019/2088 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on sustainability-related disclosures in the financial services sector, novembre 2019
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX%3A32019R2088#d1e980-1>

e di accertare la presenza di fattori ESG nei prodotti e nelle attività di investimento per eliminare il rischio connesso al finanziamento di progetti che, pur presentandosi al mercato come “sostenibili”, non ne presentino le relative caratteristiche, alimentando il c.d. “green washing”; ciò avviene tramite verifiche delle conoscenze e delle competenze dei consulenti sui vari temi inerenti alla sostenibilità.⁷⁵

In collaborazione con l’ESMA, l’⁷⁶European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) nel gennaio 2019, ha emanato anch’essa un report in tema di sostenibilità nelle aree della gestione del rischio, della strategia di investimento e della sorveglianza dei prodotti di investimento; un aspetto fondamentale che viene discusso è l’integrazione della sostenibilità nel principio della persona prudente per gli investimenti ai sensi di Solvency II. In particolare, gli assicuratori dovrebbero riflettere l’impatto dei loro investimenti sulla sostenibilità, promuovendo un approccio di stewardship da parte di assicuratori e riassicuratori; anch’essa raccomanda una chiara considerazione dei fattori ESG riflettendo la direttiva Solvency II ed inoltre fa un collegamento esplicito tra persona prudente e

⁷⁵ Final Report, ESMA’s technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II, European Securities and Market Authority (ESMA), aprile 2019 https://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35_43_1737.pdf/f5e1804a-d7a2-4282-993d-5e663625a253

⁷⁶ EIOPA submits advice on Sustainable Finance to the European Commission, European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), gennaio 2019 https://www.eiopa.europa.eu/media/news/eiopa-submits-advice-sustainable-finance-european-commission_en

valutazione del mercato volta a garantire le forniture di prodotti ESG nel rispetto delle normative sulla sorveglianza, di governance e sui conflitti di interesse.

Ai sensi dell'art. 4 della MiFID II un'impresa di investimento è definita come *"qualsiasi persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nella prestazione di uno o più servizi di investimento a terzi e/o nello svolgimento di una o più attività di investimento a titolo professionale "*.⁷⁷

Tutti i servizi offerti dai robo-advisor, tra cui la gestione del portafoglio, la consulenza sugli investimenti e l'intermediazione, rientrano nella definizione di attività di investimento e di conseguenza, ai sensi dell'art. 6 del regolamento delegato (UE) 2017/1943, un'impresa che richiede l'autorizzazione deve fornire all'autorità di regolamentazione un programma di operazioni iniziali per i tre anni successivi, comprese le attività che l'impresa di investimento deve svolgere.

I consulenti finanziari giocano inoltre un ruolo fondamentale nell'applicazione della Tassonomia emanata dall'Unione Europea in quanto essi, nel loro ruolo, hanno la possibilità di creare un duplice canale, sia tra investitore e azienda che applica criteri di sostenibilità, sia tra investitore e gli stessi prodotti conformi ai criteri ESG.

⁷⁷ European Securities and Markets Authority (ESMA) - Chapter 1, Art. 4 - Definition
<https://www.esma.europa.eu/databases-library/interactive-single-rulebook/directive-201465eu-european/article-4-0>

Gli investitori che vogliono, tramite i loro investimenti, avere un impatto ambientale positivo saranno interessati alle attività economiche allineate alla tassonomia, perché sapranno che l'attività in questione garantisce un alto livello di prestazioni ambientali e fornisce un contributo sostanziale alla società; di conseguenza il consulente che tiene conto delle preferenze degli investitori in materia di sostenibilità, crea migliori opportunità, non solo per gli investitori stessi, ma anche per le aziende che hanno attività allineate alla tassonomia e alla sostenibilità le quali fanno fatica a finanziarsi, ecco che quindi il consulente diventa un intermediario decisamente fondamentale nell'incontro tra questo tipo di domanda ed offerta.⁷⁸

L'incorporazione delle preferenze di sostenibilità pone nuove sfide al funzionamento dei robo-advisor e potrebbero aumentare i rischi legali, per questi ultimi, nell'adempimento dell'obbligo di adeguatezza; si osserva che molti robo-advisor non prevedono opzioni "sostenibili" chiaramente indicate, di conseguenza c'è spazio per lo sviluppo di politiche volte a mitigare il rischio legale nell'offrire le diverse opzioni di investimento.

L'obbligo di adeguatezza, definito nella direttiva MIFID, non esclude gli obiettivi sostenibili, anche se l'interpretazione convenzionale degli obiettivi degli investitori

⁷⁸ European Commission, What is the EU Taxonomy and how will it work in practice? https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/sustainable-finance-taxonomy-faq_en.pdf

si riferisce a quelli finanziari, senza fare esplicitamente cenno alla sostenibilità o ai fattori ESG; di conseguenza, al momento la due diligence dei robo-advisor non può tenere conto di tali obiettivi: gli obiettivi cosiddetti "sostenibili" possono contenere sia elementi soggettivi, come le preferenze personali degli investitori, sia elementi oggettivi, come il tempo necessario per fare in modo che l'elemento sostenibilità abbia gli effetti desiderati sulla comunità e/o sull'ambiente circostante.⁷⁹

Per agevolare quindi la sostenibilità nel mercato della robo-advisory, sarebbero necessarie direttive o comunque chiarimenti legislativi che specifichino che nelle procedure di adeguatezza devono esplicitamente comparire gli obiettivi in tema di sostenibilità.

Un altro punto molto discusso circa la regolamentazione rappresenta il fatto che i robo-advisor devono assicurarsi che gli investitori comprendano nella maniera migliore possibile la natura del prodotto in cui stanno investendo, dove quindi essi stanno investendo il loro denaro; ciò potrebbe rendere la finanza sostenibile più complessa, dato che ha obiettivi misti, nonché più onerosa e costosa.

Un'altra sfida rappresenta i protocolli di robo-advisory: si vede necessario lo sviluppo di programmi di gestione dei dati e di profilazione sofisticati, oltre che lo sviluppo di un mercato di siti web di confronto per i robo-advisor stessi.

⁷⁹ Final Report, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, European Securities and Markets Authority (ESMA), maggio 2018
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-869-fr_on_guidelines_on_suitability.pdf

Secondo uno studio condotto dall'università di scienze economiche di Postdam combinato con il dipartimento di economia internazionale dell'università di Zagabria, nei prossimi 5/10 anni l'universo dei robo-advisor dovranno fare i conti con l'incognita delle future disposizioni e regolamentazioni non solo in tema di finanza, ma soprattutto quelle in tema di sostenibilità e cambiamenti climatici⁸⁰, che potrebbe mirare a proteggere gli intermediari finanziari tradizionali e rallentare la crescita del mercato dei robo-advisor, a causa del fatto che molti clienti potrebbero essere diffidenti dall'affidare il proprio denaro ad algoritmi in quanto potrebbero sentirsi più confidenti a discutere sulle soluzioni migliori per loro e per l'ecosistema con consulenti finanziari umani.⁸¹

Sempre secondo lo studio, inoltre, nei prossimi anni i robo-avisor non offriranno altri strumenti di investimento oltre agli ETF, a causa del fatto che strumenti come azioni, opzioni, futures e forex essendo più rischiose potrebbero caratterizzare un sovraccarico di responsabilità per i gestori di robo-advisor; un punto importante sarà quindi settare la parte tecnologica tenendo però sempre in considerazione l'aspetto green.⁸²

⁸⁰ Tiberius V., Gojowy R., Dabic M., Forecasting the future of robo advisory: A three-stage Delphi study on economic, technological, and social implications, University of Potsdam, Faculty of Economics and Social Sciences, Potsdam, Germany and University of Zagreb, Faculty of Economics and Business, Department of International Economics, Croatia, Elsevier volume 182, 2022

⁸¹ Lourenço C., Dellaert B., Donkers B., Whose Algorithm Says So: The Relationships Between Type of Firm, Perceptions of Trust and Expertise, and the Acceptance of Financial Robo-Advice, Journal of Interactive Marketing, Elsevier volume 49, 2020

⁸² Lee, I., Shin, Y., Fintech: ecosystem, business models, investment decisions, and challenges, Elsevier, 2018

3.3.2 La normativa statunitense

Per quanto concerne la normativa statunitense per la regolamentazione dei robo advisor, essa fa riferimento alla Security and Exchange Commission (SEC) ed alla Financial Industry Regulatory Authority (FINRA).

I robo-advisors devono effettuare una registrazione presso la Securities and Exchange Commission (SEC), tramite un procedimento che è lo stesso per i consulenti umani, secondo un regolamento risalente al 1940, che prende il nome di “Investment Advisers Act”, e sono soggetti alle stesse leggi e normative di questi ultimi; inoltre, la maggior parte dei robo-advisor sono membri della Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), la quale ad esempio permette agli investitori l’utilizzo del BrokerCheck per effettuare ricerche sui robo-advisor, alla stessa maniera di come farebbero con i consulenti umani.⁸³

Le autorità di regolamentazione non hanno quindi tenuto il passo con l'innovazione nel settore della fintech e di conseguenza le imprese o le piattaforme di robo-advisory sono state oggetto di pochissime controversie o di azioni esecutive, precisamente ad oggi solamente sei azioni esecutive degne di nota contro i robo-advisor (quattro da parte della Financial Industry Regulatory Authority e due da parte della Securities and Exchange Commission)⁸⁴, anche se tutte riguardano

⁸³ U.S. Securities and Exchange Commission, Investor Bulletin: Robo-Advisers, 23 febbraio 2017

⁸⁴ Megan ji, Are robots good fiduciaries? Regulating robo-advisors under the investment advisers act of 1940, JStor, vol. 117, no.6, ottobre 2017, pp. 1543-1583

accuse piuttosto di routine (mancata creazione o fornitura di registri dei clienti, mancanza di particolari dati, mancata conservazione delle comunicazioni elettroniche, materiali di marketing ingannevoli), troviamo quindi un situazione di scarsa sorveglianza normativa.

Quello che le autorità di regolamentazione dovranno dimostrare che gli algoritmi non tengono conto, direttamente o indirettamente, di fattori che potrebbero influenzare i risultati in modo dannoso per i consumatori, esaminando l'accuratezza delle descrizioni degli algoritmi fornite ai consumatori.

A tal proposito, nel 2016 la FINRA ha emanato un rapporto sulla consulenza digitale in materia di investimenti contenente descrizioni più dettagliate che le società registrate devono utilizzare per valutare gli algoritmi dei robo advisor in materia di investimenti.

- Architettura della scelta: I robo advisor utilizzano tipicamente processi automatizzati finalizzati alla conclusione dei contratti di investimento riferibili sia direttamente ai consumatori sia tramite intermediari umani, nel senso ci può essere l'opzione, o addirittura l'obbligo, di concludere la vendita con l'assistenza umana attraverso un call center o una funzione di chat.

Le ricerche delle scienze comportamentali dimostrano che l'architettura delle scelte può avere un'influenza sul se e sul come i consumatori utilizzano la consulenza; pertanto, come nel caso degli algoritmi, le autorità di regolamentazione possono

avere un ruolo nel valutare la competenza e l'onestà dell'architettura di scelta e l'idoneità dei prodotti che essa favorisce.

L'obiettivo e la sfida per le autorità di regolamentazione dei servizi finanziari dovrebbero essere quelli di sviluppare capacità di valutazione circa l'architettura di scelta dei robo advisor, allo scopo di capire se essa sia appropriata, con lo scopo di non incorrere in scelte incompetenti ed allontanare i consumatori dai prodotti meglio classificati o impedire loro di acquistare un pacchetto titoli ideale per la loro situazione.

Precisi test sperimentali rivelano che l'architettura di scelta che si è rivelata migliore per i consumatori, è quella effettuata da robo-advisor completamente automatizzati, e non robo-advisor che utilizzano componenti umani di interazione con i clienti.

Sotto questo aspetto, il rapporto FINRA del 2016 non fa nessun cenno all'architettura di scelta.

- Infrastruttura informatica: la valutazione della sicurezza e della stabilità dell'architettura informatica è un aspetto sempre più importante della regolamentazione dei servizi finanziari che va ben oltre i robo advisor.

Le autorità di regolamentazione dei servizi finanziari sembrano già riconoscere la necessità di migliorare le loro capacità interattive e gli aspetti tecnico/informatici nella regolamentazione dei robo-advisor; in primo luogo però requisiti troppo stringenti per le infrastrutture informatiche potrebbero costituire una barriera all'ingresso dei nuovi robo-advisor ; in secondo luogo le autorità di

regolamentazione potrebbero affrontare questo problema sviluppando una strategia di regolamentazione per i nuovi entranti nel mercato che rinunciando però del tutto a tale controllo per i robo advisor che già sono presenti ed operativi nel sistema finanziario.

I robo-advisor, in quanto considerati simili ai consulenti finanziari tradizionali, sono rintracciabili attraverso un database messo a disposizione dalla SEC, l'Investment Adviser Public Disclosure (IAPD), per ricercare info quali ad esempio lo stato di registrazione, info sulla licenza o sullo storico di eventuali sanzioni disciplinari intercorse.

Infine, come i consulenti d'investimento tradizionali, anche i robo-advisor sono tenuti a presentare il Form ADV, un modulo che viene utilizzato dai consulenti per registrarsi sia presso la SEC, sia presso le autorità statali per i titoli.

3.3.3 Consulenza automatizzata ed investimenti sostenibili

Considerando la crescente domanda di prodotti sostenibili, i robo-advisor si stanno rapidamente adeguando verso l'adozione di opzioni di investimento sostenibili.

Al fine di determinare se il robo-advisor aderisce a quelli che sono i criteri SRI ed ESG si dovrebbero reperire alcune informazioni necessarie circa l'operatività del Robo-Advisor stesso ma poiché gli investimenti socialmente responsabili dipendono in larga misura dalle preferenze e dall'ideologie dei singoli investitori, non esiste un sistema unico per determinare se una società di investimento o il sistema di robo-advisory aderisca a detti criteri: un certo tipo di investitore potrebbe dare la priorità ai diritti dei lavoratori piuttosto che l'impatto ambientale, ad esempio.

Secondo Rimar Capital, un hedge fund affermatosi recentemente nei mercati finanziari combinando strategie di investimento e intelligenza artificiale, vi sono degli indicatori chiave che ci consentono di determinare l'attenzione o meno ai criteri SRI ed ESG da parte dei robo-advisor, e Rimar Capital li divide principalmente in quattro macrocategorie:⁸⁵

⁸⁵ Socially Responsible Investing: Robo Advisors and What's Right for You, Rimar Capital <https://rimarcapital.com/resources-rc/socially-responsible-investing-robo-advisors-and-whats-right-for-you-rc/>

- La soddisfazione dei clienti, ovvero come la società di robo-advisory tratta i loro clienti, analizzando la customer satisfaction, la risoluzione dei reclami e l'attenzione al marketing.
- Le condizioni lavorative, in riferimento ai propri impiegati, gli stipendi erogati in base all'orario di lavoro svolto, le condizioni lavorative.
- Il modello di sostenibilità, ovvero che tipo di impatto positivo la società vuole ottenere, che sia un impatto positivo per le emissioni, per l'acqua, per l'energia o lo smaltimento sostenibile dei rifiuti.
- La responsabilità finanziaria, la quale analizza se i profitti ottenuti vengano o meno versati per il benessere della società.

Secondo il Chartered Financial Analyst Institute (CFA institute), si stima che negli Stati Uniti esistano circa 200 robo-advisor ed i tre maggiori per ordine di patrimonio gestito sono Betterment con un patrimonio gestito di circa 6 miliardi di dollari, Wealthfront con circa 5 miliardi di dollari e Personal Capital con circa 4 miliardi di dollari; essi forniscono una combinazione di gestione degli investimenti, pianificazione pensionistica e consulenza finanziaria generale. ⁸⁶

Per quanto concerne il mercato europeo, secondo Better Finance, è l'Italia il più grande mercato di robo-advisory presente in Unione Europea, ben 13 miliardi di

⁸⁶ Chartered Financial Analyst Institute (CFA) – Robo Advisors and automated advisors
<https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/issues/automated-advisors#sort=%40pubbrowsedate%20descending>

euro di patrimoni gestiti, seguita da Francia (11 miliardi di euro), Germania (7,8 miliardi di euro), Paesi Bassi (6,2 miliardi di euro) e Spagna (4,6 miliardi di euro)⁸⁷; seppur comunque il mercato italiano è il più grande in termini di Asset Under Management (AUM), non si può dire lo stesso per il numero di utenti e per il numero di piattaforme disponibili, in questo caso il primato spetta alla Germania con ben oltre 2 milioni di utenti, seguita da Francia (1,56 milioni) e Finlandia (1,48 milioni).⁸⁸

Possiamo considerare anche il Regno Unito, che continua ad essere un mercato significativamente sviluppato per la consulenza automatizzata, con l'equivalente di 16,1 miliardi di euro di capitale gestito e circa 1 milione e mezzo di utenti.

Se da un lato i robo-advisor utilizzano strumenti finanziari come ETF per promuovere gli investimenti in attività sostenibili, dall'altro non sempre si assiste alla loro efficacia nell'implementazione queste strategie.

Per loro natura, i servizi di robo-advising applicano regole generali per la profilatura di ogni cliente, utilizzando solo una manciata di dati personalizzati, non sono in grado di conoscere un cliente a livello personale e di approfondire i suoi obiettivi di investimento e non riescono a percepire il loro grado di rischio sopportabile.

⁸⁷ Robo-Advice, can consumers trust robots?, BETTER FINANCE Research Report, Dicembre 2020

⁸⁸ Socially Responsible Investing: Robo Advisors and What's Right for You, Rimar Capital <https://rimarcapital.com/resources-rc/socially-responsible-investing-robo-advisors-and-whats-right-for-you-rc/>

I robo-advisor non eseguono analisi sofisticate dell'impatto ambientale circa gli strumenti che offrono e non sempre sono in grado di incorporare anche decisioni o considerazioni non finanziarie.⁸⁹

Secondo lo studio pubblicato dal Multidisciplinary Digital Publishing Institute (MDPI), per i motivi sopra citati gli investitori con particolare riguardo alla sostenibilità, che possono permettersi una consulenza personalizzata, tendono a volte ad evitare i servizi di consulenza automatizzata.

Detto questo, è possibile però trovare un equilibrio in cui gli investitori impegnati in temi di sostenibilità utilizzano app di robo-advising più accessibili.

Un esempio è Motif una società di robo-advisory che aiuta l'investitore nel costruire un portafoglio diversificato con costi minimi, altamente dedicato alla sostenibilità, tutto questo mediante una selezione accurata di panieri di azioni ed ETF che riflettono un tematiche specifiche; Motif offre tra l'altro la possibilità di accedere a portafogli appositamente costruiti e già pronti.

Un altro esempio è OpenInvest, robo-advisor creato in collaborazione con J.P. Morgan, che offre ai clienti la possibilità di scegliere tra diverse aree di impatto e di disinvestire dalle società che non desiderano sostenere progetti legati alla sostenibilità, e si prefigge lo scopo di collegare i valori delle persone al loro denaro.

⁸⁹ Klingenberger L., Svoboda M., Eric Frère E., Cam-Duc A., Business Model of Sustainable Robo-Advisors: Empirical Insights for Practical Implementation, MDPI, 2021

CONCLUSIONI

Nei vari temi trattati precedentemente si evince quanto sia necessario agire responsabilmente per promuovere lo sviluppo sostenibile, di conseguenza, il ruolo prioritario che la finanza può assumere in tale contesto e la sfida che essa dovrà affrontare, sarà necessariamente quella di proiettare consulenti ed operatori finanziari verso questi aspetti.

Sembra che l'esitazione dei consulenti su questi temi sia legata alla loro percezione negativa sugli strumenti ESG, per molteplici motivi come la complessità di utilizzo ed applicazione delle normative, per costi di gestione percepiti come più elevati, o per ritorni economici minori per i consulenti stessi, per tutti questi motivi si astengono dal parlare o dal proporre gli investimenti sostenibili ai loro clienti.

Sempre più studi ormai dimostrano però come gli strumenti finanziari conformi ai criteri ESG hanno sovraperformato rispetto agli strumenti tradizionali, anche alla luce delle crisi che l'ultimo quinquennio hanno investito l'economia globale, come quella post Covid19 o il conflitto russo-ucraino.

Le informazioni sono oggi reperibili più facilmente e, grazie alla tecnologia, gli impatti ambientali e sociali di un investimento possono ora essere misurati, sarà utile di conseguenza valutare più correttamente i dati, gli effetti degli elementi ESG o al contrario dei fattori di rischio, allo stesso modo di come si valutano i fattori

economici o i dati finanziari; ciò contribuirà fortemente all'espansione degli investimenti sostenibili.

Il costante sviluppo di strumenti di business ed alleanze (GABV), i gruppi di interesse (UNPRI, FEBEA ed EUROSIF), la rapida crescita complessiva degli strumenti ESG, dimostrano concretamente come i gruppi bancari, le banche più piccole, gli intermediari ed i consulenti finanziari, sono fortemente interessati al tema sostenibilità e sono l'esempio di come esse si siano gradualmente adoperate per influenzare e supportare le comunità locali con i loro prodotti.

Lo dobbiamo necessariamente per chi popola il pianeta oggi, ma soprattutto per le generazioni che verranno; sotto questo aspetto possiamo gioire del fatto che le nuove generazioni, come riportano ad esempio CNBC, Forbes, Morgan Stanley siano più attente alla sostenibilità ambientale e sociale sia negli acquisti quotidiani, che negli investimenti ed infine nelle loro abitudini.

I millennials oggi hanno ormai più di trent'anni e una quota sempre crescente di investimenti proviene dai loro portafogli, è importante il fatto che proprio essi stessi vogliono che i loro investimenti siano sostenibili.

BIBLIOGRAFIA

Heath A. (2019) Why sustainability is the big winner of the EU election.

Aa.vv. (2021). Investire green - La finanza sostenibile per la generazione Greta

Rashkes A. (2018). Innovation in Fixed Indexed Annuities: A Catalyst for
Disruption in the Retirement Market, 3-6

Armento A.(2022) La consulenza sostenibile secondo Efpa, Milano Finanza

Regolamento della Commissione Europea n. 2078/92 del 21 aprile 2021 che
modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione
dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità
in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese
di investimento

Cowton, C. J. (2002). Integrity, responsibility and affinity: three aspects of ethics in banking. *Business Ethics: A European Review*, 11(4), 393-400.

Crabb J. (2021) Sustainable finance will emerge stronger from Covid-19 rebalancing

Busch, D., Ferrarini, G., & Hurk, A. V. D. (2021). The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives. In *Sustainable Finance in Europe* (pp. 19-59). Palgrave Macmillan, Cham.

Assogestioni. (2019). *Da MIFID I a MIFID II: l'evoluzione della direttiva*

Dal Maso E. (2021) I robo advisor raddoppieranno le masse a 2.000 miliardi di dollari entro il 2023, *Milano Finanza*

Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio n. 2014/65 del 15 maggio 2014,
relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE
e la direttiva 2011/61/UE

Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio n.2016/97 del 20 gennaio 2016
sulla distribuzione assicurativa

Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio n.2019/878 del 20 maggio 2019,
che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le
società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista,
la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del
capitale

European Insurance And Occupational Pensions Authority. (2019). EIOPA submits
advice on Sustainable Finance to the European Commission

European Securities and Markets Authority. (2019). ESMA publishes responses to its consultations on sustainable finance

European Securities and Markets Authority. (2019). ESMA submits technical advice on sustainable finance to the European Commission

European Insurance and Occupational Pensions Authority. (2019). Opinion on Sustainability within Solvency II

Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio n. 596/2014 del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione Testo rilevante ai fini del SEE

European Securities and Markets Authority. (2019). ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID

II

Funk Carlo M. (2021) ESG, Tracking Error and Long-Term Performance, State Street Global Advisors (SSGA),

Strong, S. (2012). Global Alliance for Banking on Values.

Jung, D., Dorner, V., Glaser, F., & Morana, S. (2018). Robo-advisory. *Business & Information Systems Engineering*, 60(1), 81-86.

Hildebrand, P., & Winshel, D. (2016). Adapting Portfolios to Climate Change: Implications and Strategies for All Investors. *BlackRock Financial Management*.

Au, C. D., Klingenberger, L., Svoboda, M., & Frère, E. (2021). Business model of sustainable robo-advisors: Empirical insights for practical implementation. *Sustainability*, 13(23), 13009.

Lee, I., & Shin, Y. J. (2018). Fintech: Ecosystem, business models, investment decisions, and challenges. *Business horizons*, 61(1), 35-46.

da Silva Lourenço, C., Dellaert, B., & Donkers, B. (2020). Whose Algorithm Says So. *Journal of Interactive Marketing*, 49, 107-124.

Jansson, M., & Biel, A. (2011). Motives to engage in sustainable investment: A comparison between institutional and private investors. *Sustainable Development*, 19(2), 135-142.

Lucarelli, C., Mazzoli, C., Rancan, M., & Severini, S. (2020). Classification of sustainable activities: EU taxonomy and scientific literature. *Sustainability*, 12(16), 6460

Ji, M. (2017). Are robots good fiduciaries: regulating robo-advisors under the investment advisers act of 1940. *Colum. L. Rev.*, 117, 1543.

Molero E. (2022) Verdantix Forecasts 17% Annual Growth Rate In ESG And Sustainability Consulting Spend Between 2022 And 2027

Mooney, A. (2020). ESG passes the Covid challenge. *Financial Times*, 2.

Nagy, Z., & Giese, G. (2020). MSCI ESG indexes during the coronavirus crisis.

Paetzold, F., Busch, T., & Chesney, M. (2015). More than money: exploring the role of investment advisors for sustainable investing. *Annals in Social Responsibility*.

European Commission. (2021). Questions and Answers: Taxonomy Climate Delegated Act and Amendments to Delegated Acts on fiduciary duties, investment and insurance advice

Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio n.2019/2088 del 27 novembre
2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari

Assoreti. (2022). Soluzioni ESG, verso il raddoppio nei prossimi tre anni

Krintas T. (2018). Robo Advice and beyond. What are the gains?. Private Banker
International

Better Finance. (2020), Robo-Advice, can consumers trust robots?

San-Jose, L., Retolaza, J. L., & Gutierrez-Goiria, J. (2011). Are ethical banks
different? A comparative analysis using the radical affinity index. Journal of
business ethics, 100(1), 151-173.

Panetta F. (2021). Sustainable finance: transforming finance to finance the
transformation, European Central Bank

Investment Company Institute. (2021). Ten Important Facts About 401(k) Plans

Tiberius, V., Gojowy, R., & Dabić, M. (2022). Forecasting the future of robo advisory: A three-stage Delphi study on economic, technological, and societal implications. *Technological Forecasting and Social Change*, 182, 121824.

Trager L. (2022) How to build a green portfolio, Morgan Stanley

Gorte J. Topping N. Hartnett B. Poulter J. (2013). Investor Briefing – Measuring and Disclosing the Carbon and Climate Risks of Portfolio Investment

Viganò, L. (2001). *La banca etica: esperienze in Italia e all'estero, strategie e innovazione nelle scelte operative* (Vol. 32). Bancaria.

Waliszewski, K., & Zięba-Szklarska, M. (2020). Robo-advisors as Automated Personal Financial Planners–SWOT Analysis. *Finanse i Prawo Finansowe*, 3(27), 155-173.

SITOGRAFIA

<https://febea.org/our-mission/>

https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroup/repository-documenti/newsroom/news/Green_Bond_Nuovo_Framework_ESG_210309

<https://investiresponsabilmente.it/glossario/strategie-sri/>

<https://unfccc.int/about-us/about-the-secretariat>

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.it>

<https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/message/srieurosiftrasparenzafiscale.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/pro-link/partner/climatebondinitiative/climatebondsinitiative.html>

<https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/issues/automated-advisors#sort=%40pubbrowsedate%20descending>

<https://www.corporatevision-news.com/the-rise-in-robo-advisory-services-during-covid-19/>

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-final-guidelines-mifid-ii-suitability-requirements>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0097>

<https://www.eurosif.org/about-us/our-mission/>

<https://www.eurosif.org/gsia/>

https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/12/TransparencyCode_Italy_SellaSGR-TransparecyCode2021-InvestimentiSostenibili.pdf

<https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable->

activities_en#:~:text=The%20EU%20taxonomy%20is%20a,implement%20the%20European%20green%20deal.

<https://www.fsitaliane.it/content/fsitaliane/it/media/comunicati-stampa/2020/12/3/fs-italiane-pubblica-il-secondo-green-bond-report.html>

<https://www.gabv.org/declarations/2011-lima-declaration/>

<https://www.helaba.com/int/sustainability/sustainable-finance/sustainable-finance-and-covid-19-brake-or-boost.php>

<https://www.investopedia.com/terms/s/social-impactbond.asp#:~:text=What%20Is%20a%20Social%20Impact,the%20savings%20achieved%20to%20investors.>

<https://www.morningstar.co.uk/uk/news/206906/esg-funds-assets-hit-%C2%A3800-billion.aspx>

<https://www.morningstar.it/it/news/203396/fondi-sostenibili-vs-tradizionali-parlano-le-performance.aspx>

<https://www.pwc.com/jg/en/publications/asset-wealth-management-industry-to-grow-by-2025.html>

<https://rimarcapital.com/resources-rc/socially-responsible-investing-robo-advisors-and-whats-right-for-you-rc/>

https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_robo-advisers

<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/10/Fiduciary-duty-21st-century-final-report>

<https://www.unpri.org/sustainable-financial-system/explaining-the-eu-action-plan-for-financing-sustainable-growth/3000.article>

RINGRAZIAMENTI

Vorrei ringraziare innanzitutto la mia relatrice la Dott.ssa Sabrina Severini che mi ha guidato nella stesura di questa tesi, un grazie infinite per la sua disponibilità, professionalità e tempestività.

Ringrazio i miei genitori, Fabrizio e Marisa, mia sorella Barbara, mio cognato Gianluca, i miei pilastri, senza i quali non sarei qui oggi, mi hanno sempre permesso di scegliere la strada giusta per me e mai una volta mi hanno portato a dubitare delle scelte prese, li ringrazio per essersi fatti in quattro per vedermi felice qui oggi ed in generale in ogni momento della mia vita.

Ringrazio la mia ragazza, Sara, per essere sempre al mio fianco, per avermi sostenuto sempre e per aver creduto in me anche quando forse non ci credevo io. Grazie per l'affetto e l'amore che mi dimostri ogni giorno, grazie per avermi detto e ripetuto sempre che questo giorno sarebbe arrivato, per la tua premura nei miei confronti e grazie per essere la spalla su cui poter sempre contare.

Ringrazio i miei nonni, Bruna, Armando, Ines e Guido, che avrebbero sicuramente voluto essere qui, porterò per sempre dentro di me ciò che mi hanno trasmesso e donato, sono convinto che anche da lassù festeggeranno per questo traguardo.

Grazie a tutte le persone a me più care e vicine, i miei amici, i miei compagni di università e di studio, per il supporto, le risate, per tutti i momenti preziosi che custodisco con cura, e per avermi sempre regalato la giusta spensieratezza per affrontare i momenti un po' più difficili.

Infine, vorrei ringraziare me stesso per aver creduto sempre nelle mie potenzialità, per la mia perseveranza, per il duro lavoro e per non aver mai mollato.

AD MAIORA!