



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

LA RESILIENZA DEGLI INVESTIMENTI ESG ALLA PANDEMIA  
DA COVID-19

THE RESILIENCE OF ESG INVESTMENTS TO THE COVID-19  
PANDEMIC

Relatore:  
Prof.ssa Caterina Lucarelli

Rapporto Finale di:  
Luca Donzelli

Anno Accademico 2020/2021

## INDICE

Introduzione .....	2
Capitolo 1: Gli investimenti sostenibili e responsabili: aspetti definatori e storia ...	4
1.1 La finanza sostenibile e fattori ESG .....	4
1.2 Storia dell'investimento sostenibile .....	8
1.3 Principali politiche di investimento sostenibile .....	10
Capitolo 2: La dinamica espansiva nel corso degli anni .....	15
2.1 Il mercato mondiale ed europeo .....	15
2.2 Investimenti sostenibili e tradizionali a confronto .....	20
2.3 La crescita di emissioni obbligazionarie sostenibili e sociali .....	22
Capitolo 3: La resilienza alla pandemia ed i suoi fattori.....	25
3.1 La solidità degli investimenti sostenibili nel contesto attuale.....	25
3.2 Le ragioni alla base della resilienza .....	30
3.2.1 ESG come fondi a prova di pandemia .....	31
3.2.2 Orizzonti temporali più lunghi da parte degli investitori.....	33
3.2.3 Utilità positiva dall'investire responsabilmente.....	34
3.2.4 Ruolo di bene rifugio .....	35
Conclusioni .....	37
Bibliografia .....	39
Sitografia.....	41

## **Introduzione**

Nel corso degli ultimi anni, la comunità internazionale ha adottato importanti iniziative politiche per la promozione di un'economia sostenibile, la quale protegga le risorse naturali e favorisca il benessere sociale. Il pericolo di una pandemia, qual'è stato il Covid-19, non presente nell'elenco dei 10 rischi più probabili per il 2020 redatto dal World Economic Forum,<sup>1</sup> ha amplificato tale sfida, con i mercati colti di sorpresa e l'attenzione dei governi focalizzata nel breve termine attraverso iniezioni di risorse senza precedenti ed, in tale contesto, la sopravvivenza delle priorità globali a livello ambientale, sociale e di buon governo societario diventa più che mai dipendente dalle scelte effettuate dal settore pubblico e soprattutto da quello privato; tali decisioni possono essere identificate nella finanza sostenibile, la quale si declina dal lato dei singoli negli investimenti ESG, mentre per le organizzazioni nella Corporate Social Responsibility (d'ora in poi CSR), con l'obiettivo di contribuire nel lungo termine al benessere della società. Per molto tempo, gli investimenti sostenibili sono stati considerati dei prodotti di nicchia, ma l'emergenza sanitaria ha ribadito l'importanza dell'integrazione dei fattori ESG nelle decisioni degli agenti economici, allineandosi alla crescita dello scorso decennio. Dunque, l'obiettivo dell'elaborato è quello di evidenziare la solidità della finanza sostenibile alla luce del Covid-19, sulla base della resilienza dimostrata dagli in-

---

<sup>1</sup> Cfr. World Economic Forum, "The Global Risks Report 2020", [www.weforum.org](http://www.weforum.org)

investimenti ESG durante la pandemia, sia nei rendimenti che nei flussi in direzione degli stessi, sottolineandone le motivazioni. L'ipotesi di fondo è che l'adozione di solide prassi ESG da parte delle società consenta loro di percepire, cogliere le opportunità derivanti dall'ambiente per la creazione di valore nel lungo termine, con una minor volatilità dei loro risultati finanziari e rischi futuri, traducendosi di conseguenza in rendimenti per gli investitori resilienti nel tempo, anche durante shock esogeni qual'è stato il Covid-19. Il primo capitolo è volto a definire la finanza sostenibile, evidenziandone la storia e le principali strategie per la selezione di investimenti ESG. L'elaborato prosegue analizzando la crescita nel tempo dell'interesse e domanda del pubblico per l'allocazione delle risorse in direzione della sostenibilità, sottolineando poi come essa non implichi un trade-off in termini di rendimento e/o maggior rischi, concentrandosi in particolare sull'aumento delle emissioni di debito sostenibile. Nell'ultimo capitolo viene esaminata la resilienza degli ESG alla luce della pandemia e relative conseguenze, individuandone le motivazioni e avvalorando la tesi secondo cui gli investimenti sostenibili, data la riduzione della distanza psicologica tra cambiamento climatico e microcosmo individuale generata dall'emergenza sanitaria, rappresentano la via maestra per un sistema economico solido, inclusivo ed una società coesa.

## **Capitolo 1: GLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI E RESPONSABILI:**

### **ASPETTI DEFINITORI E STORIA**

#### ***1.1 La finanza sostenibile e fattori ESG***

Con il termine finanza sostenibile si identificano prodotti e servizi finanziari che siano in grado di integrare e conciliare obiettivi economici con aspetti ambientali, sociali e di buon governo societario, al fine di creare valore nel lungo periodo per l'investitore e la società nel suo complesso. Dal lato degli individui, l'attività di ricerca e analisi di sostenibilità rappresenta un fattore comune a tutte le strategie di investimento, basata su una sistematica metodologia di valutazione di imprese ed istituzioni, con riferimento a valori etici, fattori ambientali, sociali e di governance al fine di selezionare investimenti noti come "Investimenti Sostenibili e Responsabili" o "SRI". Il riferimento al lungo periodo sta ad indicare l'approccio che viene richiesto agli individui, i quali sono tenuti a considerare non solo i propri obiettivi finanziari, ma anche il loro ruolo nella transizione ad un'economia e società sostenibili.<sup>2</sup>L'integrazione dei fattori ESG nella funzione obiettivo dell'investitore, consente di creare valore sia di natura economico-finanziario che sociale attraverso il sostegno a imprese ed istituzioni che si impegnano attivamente nel processo di sviluppo sostenibile, definito come quello che *"soddisfa i bisogni del*

---

<sup>2</sup> Cfr. Forum per la Finanza Sostenibile, "L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi", [www.finanzasostenibile.it](http://www.finanzasostenibile.it) (2014).

*presente senza compromettere la capacità delle future generazioni di soddisfare i propri.*<sup>3</sup>L'attenzione degli investitori sui criteri ambientali, sociali e di buon governo societario, permette di evidenziare il legame esistente tra la diffusione degli SRI, un'economia più sostenibile e uno sviluppo responsabile. Dal lato delle imprese, la finanza sostenibile si traduce nell'adozione di una Corporate Social Responsibility, menzionata per la prima volta come obbligo morale per tutti gli uomini d'affari di assumere decisioni auspicabili per gli obiettivi e valori della società,<sup>4</sup>cioè una modalità di gestione strategica che si realizza attraverso una logica multistakeholder di attenzione orientata non solo alla produzione di profitto, ma anche ad un impegno volontario dell'impresa volto a creare valore per la società sotto l'aspetto ambientale, sociale e di governance nel lungo periodo, attraverso scelte ed azioni aziendali. A partire dal Consiglio Europeo di Lisbona del Marzo 2000, la CSR è entrata a far parte dell'agenda dell'Unione Europea ed è considerata come uno degli strumenti strategici per realizzare una società più competitiva e socialmente coesa, definita come *“l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate.”*<sup>5</sup>Il crescente interesse delle aziende ad adottare

---

<sup>3</sup> Commissione mondiale sull'ambiente e sullo sviluppo, 1987, “Our Common Future”, [www.sustainabledevelopment.un.org](http://www.sustainabledevelopment.un.org), pag.12

<sup>4</sup> Cfr. Bowen, H. R., “Social responsibilities of the businessman”, Harper (1953).

<sup>5</sup> Commissione Europea, 2001, “Libro verde”, [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu), pag.7

una CSR è stato riscontrato nel 2018 dal “Governance & Accountability Institute”, il quale riporta che l’86% delle aziende dello S&P 500 rilasciano report sulla CSR rispetto al 20% del 2011. Inoltre vi sono evidenze di una relazione tra la CSR e la localizzazione geografica delle società, in quanto il loro rating ESG è notevolmente influenzato dallo sviluppo economico del Paese in cui operano, dal sistema giuridico e cultura.<sup>6</sup>La provenienza legale rappresenta quindi un fattore determinante nell’adozione della CSR rispetto alle istituzioni politiche, la regolamentazione, le preferenze sociali e/o prestazioni operative e finanziarie aziendali; in aggiunta, un’elevata CSR performance consente di creare valore in quanto incrementa la ricchezza degli azionisti in termini di flussi di cassa e/o riduzione delle oscillazioni del titolo rispetto al suo valore nominale. L’acronimo “ESG” sta ad indicare una nuova dimensione degli investimenti sostenibili e responsabili, in quanto per loro natura essi tendono ad escludere dal portafoglio del risparmiatore determinate imprese ed istituzioni sulla base di valori etici e morali differenti per ogni investitore, effettuando quindi scelte che rispecchiano la propria identità. I criteri “ESG” si focalizzano su l’impatto ambientale, sociale e di buon governo societario e rappresentano ulteriori fattori su cui valutare le organizzazioni; da ciò deriva l’analisi di queste non solo relativamente alla capacità di raggiungere risul-

---

<sup>6</sup> Cfr. Cai, Y., Pan, C. H. & Statman M., “Why do countries matter so much in corporate social performance?”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 41, 591-609 (2016).

tati economici soddisfacenti, ma anche etici come la protezione dell'ambiente e/o l'inclusione sociale. Il criterio "Environmental" si riferisce a parametri che includono il cambiamento climatico, la sicurezza alimentare, la riduzione di emissioni di anidride carbonica, i tentativi di diminuire l'utilizzo delle risorse naturali, la crescita della popolazione e protezione della biodiversità. Il criterio "Social" comprende le decisioni e iniziative aziendali che hanno un impatto sociale come il rispetto dei diritti umani, l'attenzione alle condizioni di lavoro, la parità di genere, il rifiuto del lavoro minorile e di tutte le forme di discriminazione. A tali fattori si aggiunge la possibilità per le società di contribuire a migliorare il benessere degli abitanti del territorio in cui queste si trovano, attraverso iniziative ed eventi; le tematiche "Social" sono osservabili agevolmente da membri esterni all'organizzazione, facilitando lo sviluppo di un'immagine aziendale positiva. Il criterio "Governance" sta ad indicare il rispetto delle politiche di diversità nella composizione dei consigli di amministrazione, dell'etica retributiva, della meritocrazia, dei diritti degli azionisti, creditori aziendali e il contrasto a ogni forma di corruzione. La "Governance" risulta particolarmente importante per valutare l'identità aziendale, cioè definire se le azioni e iniziative sostenibili adottate siano accompagnate da forme organizzative nei luoghi di lavoro vicine alle tematiche ESG. Lo sviluppo dei "Principi per l'Investimento Responsabile", promosso dal Segretariato dei PRI

e sottoscritti da più di 1400 investitori istituzionali, i quali si impegnano pubblicamente ad adottarli, riflette l'importanza crescente dell'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di buon governo nelle politiche di investimento, con il fine di allineare le proprie attività non solo a livello micro dei loro beneficiari, ma anche della società nel suo complesso per uno sviluppo sostenibile.

### ***1.2 Storia dell'investimento sostenibile***

Gli investimenti sostenibili e responsabili rappresentano un fenomeno che non rispecchia un'esigenza del ventesimo secolo, riflettendo lo spirito del tempo, ma affondano le radici in un passato lontano. Le loro origini vanno ricercate in ambito religioso, in particolare tra quelle monoteiste, le quali prestavano attenzione ai legami tra etica e denaro. In tale direzione, l'Ebraismo emana leggi specifiche per condurre investimenti responsabili, seguito poi dal Corano che vieta la speculazione ed il sostegno ad attività immorali o peccaminose. Nel Seicento, in Inghilterra e poi nel Nord America, i quaccheri si astengono dal commercio degli schiavi, considerato uno dei business fiorenti dell'epoca, con le stesse regole seguite nel Settecento dalla Chiesa Metodista. Fondamentale fu lo sviluppo dei grandi centri finanziari, come la città di New York, dove, attraverso la quotazione di un numero crescente di imprese, si diffuse l'azionariato attivo e gli investimenti rappresentavano un fenomeno collettivo interessato anche da fattori extra-finanziari.

A tale epoca va ricondotto il primo fondo d'investimento etico, il "Pioneer Fund" del 1928, lanciato dalla Chiesa Evangelica Americana, il quale escludeva titoli ritenuti peccaminosi, collegati al settore dell'alcool,<sup>7</sup>tabacco e gioco d'azzardo. A partire dagli anni Sessanta del secolo scorso, gli SRI si allargano oltre la sfera religiosa, in quanto a tale epoca vanno ricondotte le mobilitazioni degli studenti americani contro la guerra del Vietnam per convincere le loro Università ad eliminare l'industria delle armi dai propri fondi di dotazione. Al 1971 risale il "Pax World Fund", il primo fondo comune sostenibile e responsabile istituito da due ministri metodisti, Luther Tyson e Jack Corbett, nato con il fine di non sostenere le imprese del settore degli armamenti e quindi finanziare la guerra del Vietnam. Negli stessi anni sorgono pressioni nei confronti del regime dell'Apartheid, inducendo le aziende con business in Sudafrica ad orientarli in altre nazioni ed i fondi a non includere imprese sudafricane e americane con filiali in Sudafrica nel proprio portafoglio. I disastri ambientali degli anni Ottanta, come l'esplosione della centrale nucleare di Chernobyl e l'incagliamento della petroliera Exxon Valdez che disperse milioni di litri di olio nel mare dell'Alaska, inducono gli investitori ad essere maggiormente sensibili alle conseguenze ambientali negative derivanti dallo sviluppo industriale. Dagli anni Novanta vi è una forte crescita nel numero di aziende che, negli USA, in Europa e nel resto del mondo, adottano una CSR,

---

<sup>7</sup> Tali industrie furono oggetto del proibizionismo e relativi emendamenti.

data la diffusione del consumismo etico e l'introduzione dei criteri ESG nelle strategie di investimento. L'evoluzione storica degli SRI evidenzia il passaggio da un'attività di screening negativo, operato inizialmente da gruppi religiosi e seguiti nel secolo scorso da aziende ed istituzioni a causa delle pressioni, a uno screening positivo selezionando titoli sulla base dei criteri ESG. Le principali convenzioni internazionali ratificate in età contemporanea, come quelle definite in sede OCSE, ONU e relative Agenzie, l'introduzione della tassonomia dell'Unione Europea, rappresentano un sostegno per gli investitori ad individuare settori o Paesi estranei all'universo sostenibile.

### ***1.3 Principali politiche di investimento sostenibile***

Gli investimenti sostenibili e responsabili permettono di integrare l'analisi fondamentale e l'engagement con i criteri ESG, al fine di individuare rendimenti nel lungo termine, influenzando gli obiettivi delle aziende e con beneficio per la società; gli ESG sono passati dall'essere criteri “*nice to have*” a “*must have*.”<sup>8</sup>La diversificazione dell'offerta di tali investimenti ha permesso di superare la concezione di essere prodotti di nicchia, la quale, limitata inizialmente a strumenti finanziari come azioni e obbligazioni emessi da società quotate, ha poi incluso titoli di Stato di Paesi ritenuti responsabili, obbligazioni convertibili, private equity,

---

<sup>8</sup> Amundi, 2020, “Gli investimenti ESG e il processo di definizione del prezzo degli asset azionari: i principali risultati”, [www.amundi.it](http://www.amundi.it), pag.2

debt e fondi comuni d'investimento; in tale direzione, scelte sostenibili rappresentano il mainstream quando un numero crescente di soggetti lo effettua per la maggioranza delle risorse investite. Il regolamento sulla tassonomia dell'UE, la definizione degli standard dei Green Bond, rappresentano esempi ulteriori volti a guidare gli investitori e generare la consapevolezza che gli SRI rappresentano una strategia accessibile a tutti. Ciò ha permesso di sviluppare differenti criteri di screening, trasversali rispetto alle asset class, i quali sono evoluti con la conoscenza degli individui su questioni ambientali e sociali; gli approcci sono utilizzabili in modo simultaneo, in diverse potenziali combinazioni. Le strategie possono essere ricondotte a tre macro-categorie che differiscono in relazione al grado crescente di coinvolgimento degli investitori:

- Investimenti con criteri di esclusione;
- Investimenti con criteri inclusivi;
- Investor-directed approaches.

I criteri di esclusione possono essere adottati attraverso:

1. Il disinvestimento da singole società, settori (ad es. legati alle armi, tabacco), Paesi con caratteristiche non allineate ai criteri ESG e/o i valori dell'investitore, con possibili rischi reputazionali. Rappresenta un approccio dicotomico basato su forti convinzioni, che si traduce in un filtro negativo ed è una valida strategia

per combattere i cambiamenti climatici, con la riduzione di posizioni legate ai combustibili fossili per indirizzare flussi di risorse verso progetti sostenibili;

2. Lo screening normativo seleziona gli investimenti sulla base del rispetto di standard e norme internazionali, come quelle definite in sede OCSE, ONU e relative Agenzie (tra cui ILO, UNICEF, UNHCR) su tematiche come la protezione dell'ambiente e dei diritti umani. Si distingue per la sua obiettività di esclusione, con il rischio di reputazione al suo centro; può essere utilizzato in modo indipendente o con altre strategie come l'esclusione ed engagement.

I criteri sulla base dei quali includere un investimento possono essere:

1. Best in Class, è una strategia che permette agli investitori di individuare le aziende che hanno il profilo ESG migliore in un determinato settore; un portafoglio così costituito comprende società che soddisfano anche una valutazione di tipo finanziario. In tale approccio vi è l'adozione di un filtro positivo per la selezione degli investimenti e una forte convinzione nella sovraperformance delle aziende leader nel lungo periodo;
2. L'investimento tematico seleziona gli emittenti sulla base di una o più tematiche specifiche, riconducibili a uno dei tre criteri ESG, come ad esempio cambiamenti climatici, gestione risorse idriche ed equità di genere; i 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile dell'ONU da raggiungere entro il 2030 sono un ri-

ferimento per la gestione degli investimenti tematici. Tale criterio risulta utile per migliorare un portafoglio già diversificato, in quanto essendo focalizzato su temi circoscritti, non può operare come politica a sé stante.

Le strategie con una partecipazione e coinvolgimento attivo dell'investitore sono:

1. L'engagement, il quale si sostanzia nell'influenza degli individui attraverso l'esercizio dei diritti connessi alla partecipazione al capitale sociale ed il dialogo su questioni di sostenibilità. Tale approccio consente agli azionisti di influenzare positivamente i comportamenti dell'impresa, aumentarne la trasparenza e apportare cambiamenti che possano incrementare, nel lungo periodo, il valore del loro investimento; l'impegno risulta efficace se vi è un numero elevato di shareholder disposti ad esercitare un impatto reale attraverso un processo lungo e dispendioso in termini di energia. Le attività incluse nell'engagement possono essere raggruppate in soft e hard engagement, dove le prime sono adottabili in relazione a qualsiasi tipologia di investimento mentre le seconde richiedono la proprietà dei titoli azionari;
2. L'impact Investing fa riferimento a *“investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intento di generare un impatto sociale ed ambientale misurabile e in grado, allo stesso tempo, di produrre un ritorno economico per gli*

*investitori.*”<sup>9</sup>Può essere effettuato in Paesi emergenti ed è legato a progetti specifici (es. microfinanza, Green Bond). Le caratteristiche sono l’intenzionalità di generare un impatto ambientale e sociale positivo, il quale deve essere misurabile ed avere una rendicontazione attraverso reportistica dedicata; il rendimento finanziario atteso, che può variare in base agli obiettivi perseguiti, deve prevedere almeno il rientro delle risorse investite ed essere eterogeneo, cioè allineato o meno con quelli di mercato, come le possibili classi di attivo.

L’Eurosif, la principale associazione europea sulla sostenibilità attraverso i mercati finanziari, individua inoltre l’ESG Integration che, data la vastità dell’offerta di investimenti basati sugli ESG, è considerata come una strategia trasversale a quelle analizzate e le disposizioni in materia emanate da autorità sovranazionali, come la tassonomia dell’UE, permetteranno di definire una chiara categoria di investimenti che la rispettino. La crescita del mercato europeo degli SRI può essere ricondotta proprio a tale integrazione e gli investitori istituzionali dimostrano una crescente attenzione ad un’accurata, trasparente informativa sui criteri ESG attraverso specifici report, supportando quei soggetti disposti a sostenere dazio morale per l’inclusione di tali fattori nelle scelte d’investimento.

---

<sup>9</sup> Forum per la Finanza Sostenibile, 2017, “Impact Investing: la finanza a supporto dell’impatto socio ambientale”, [www.finanzasostenibile.it](http://www.finanzasostenibile.it), pag.10

## **Capitolo 2: LA DINAMICA ESPANSIVA NEL CORSO DEGLI ANNI**

### ***2.1 Il mercato mondiale ed europeo***

Il mercato degli investimenti sostenibili e responsabili è in continua espansione a livello internazionale dove, un elevato numero di investitori istituzionali e non, integra i criteri ESG nei processi di selezione, data la crescita di problematiche legate a tali aspetti, oltre alla loro importanza nella gestione del rischio e nel creare rendimenti di lungo periodo; altresì, le frequenti iniziative da parte dei policy maker stanno rimodellando il quadro degli investimenti, consolidando il ruolo delle tematiche ESG, specie in Europa dove un esempio è il Green Deal, dato il ruolo fondamentale del settore finanziario nel conseguire tali obiettivi, con lo scopo poi di ridurre le turbolenze dei mercati causate da scelte orientate al breve termine. Ulteriore aspetto d'interesse è la crescente conoscenza, da parte del pubblico, di modelli di business sostenibili e la trasparenza nei processi di selezione, comunicazione degli investimenti, riducendo il fenomeno del c.d. greenwashing.<sup>10</sup> Un impulso notevole all'integrazione degli SRI nel mainstream di mercato si è avuto dopo il 2009, nel periodo post-crisi finanziaria: da qui infatti, la considerazione dei criteri ESG nei processi di selezione è rapidamente cresciuta, specie da parte degli investitori istituzionali a causa della loro immagine negativa creata durante

---

<sup>10</sup> Strategia di comunicazione volta a sostenere la reputazione ambientale delle organizzazioni, non supportata da risultati concreti nel miglioramento dei processi produttivi adottati e/o prodotti realizzati.

il crollo; oggi, sotto tale punto di vista, si osserva la tendenza ad integrare tematiche ESG anche per restituire un'elevata legittimità sociale, oltre che per espandere le opportunità e gestire in maniera più efficiente il rischio. Nei primi anni dello scorso decennio, a livello mondiale vi erano \$13.600 miliardi di asset gestiti da investitori istituzionali per conto dei clienti e/o proprio (d'ora in poi AuM), i cui processi di selezione integravano criteri ESG, rappresentando il 21,8% degli AuM nel mercato globale ed indicando il peso che avevano già all'epoca. L'Europa guidava la crescita, con più della metà degli asset e insieme a Stati Uniti e Canada ricopriva il 96% di tale universo. In termini assoluti, la strategia di investimento sostenibile più utilizzata era lo screening negativo, seguita dall'integrazione dei criteri ESG, benché vi fosse diversa popolarità tra aree; a riguardo, si riscontrano varietà anche sui Paesi e/o settori oggetto di esclusione, date le differenze storiche e culturali fra regioni, anche se spesso le scelte sono legate al sistema legale e/o considerazioni fiscali.<sup>11</sup> Con riferimento al mercato europeo, gli investimenti legati a tematiche ESG erano stimati in \$8.760 miliardi, quasi totalmente gestiti da investitori istituzionali, i quali hanno determinato la sua espansione ed incidendo sul meccanismo domanda/offerta, ne hanno migliorato il rendimento, mentre il segmento retail, avendo una quota ridotta, mostrava grandi potenziali di crescita. Le strategie dominanti erano in linea con le tendenze mondiali, con attenzione posta

---

<sup>11</sup> Cfr. Global Sustainable Investment Alliance, "Global Sustainable Review 2012", [www.gsia.org](http://www.gsia.org)

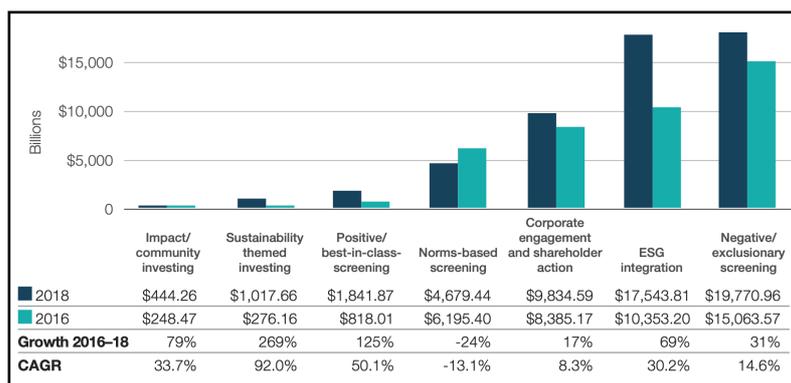
anche su criteri inclusivi ed Impact Investing.<sup>12</sup>Il mercato degli investimenti sostenibili, a livello globale, ha continuato a crescere ed evolvere nel corso degli anni, di pari passo con il superamento del pregiudizio che considera tali attività meno remunerative degli investimenti tradizionali, soprattutto con riferimento all'integrazione dei criteri ESG, e nel 2018 era stimato in \$30.700 miliardi; l'incremento più evidente si è osservato in Giappone dove il tasso di crescita annuo composto dal 2014 è stato del 308%. Meritevole di attenzione è stato l'aumento della proporzione degli investimenti sostenibili in relazione al totale degli AuM, dove, in regioni quali Canada e Australia, hanno assunto il peso maggiore, unica eccezione rappresentata dall'Europa. La concentrazione di tale posizioni resta in gran parte nel Vecchio continente, dove viene gestita quasi la metà degli asset, seppur con una riduzione rispetto all'inizio del decennio e l'aumento della quota relativa di aree come Stati Uniti e Canada. Le strategie più utilizzate restano quelle basate sullo screening negativo, soprattutto in Europa, seguite dall'ESG Integration, la quale mostra la crescita in termini assoluti più elevata ed è l'approccio maggiormente impiegato nelle restanti regioni; gli altri criteri hanno evidenziato un trend positivo nel tempo ad esclusione dello screening normativo e in termini di asset allocation, si riscontra la tendenza nel continuare a preferire titoli di capi-

---

<sup>12</sup> Cfr. Eurosif, "European SRI Study 2012", [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

tale ed obbligazionari. Il segmento retail ha raggiunto una quota sempre maggiore, rappresentando più di un quarto del mercato degli investimenti sostenibili.<sup>13</sup>

### 2.1 Crescita globale delle strategie di investimento sostenibile 2016-2018



Global Sustainable Investment Alliance, 2019, "Global Sustainable Review 2018", [www.gsia.org](http://www.gsia.org).

Nel mercato europeo, dove gli investimenti sostenibili sono diffusi e praticati da tempo, vi è evidenza di segni di maturità, con una crescita minore rispetto agli AuM della regione e ciò è in parte riconducibile alle attività di regolamentazione, in quanto lo sviluppo della tassonomia e le definizioni di standard rappresentano esempi volti a guidare ed influenzare le scelte degli investitori. Inoltre, il segmento retail mostra un trend positivo, crescendo più del 800% rispetto al 2012 e sottolineando le sue potenzialità in termini di capitalizzazione; la possibilità di combinare la regolamentazione con target di sostenibilità legati ai rendimenti, rappresenta il driver principale della domanda degli individui. In termini di strategie utilizzate, l'ESG Integration ha avuto la crescita maggiore, riflettendo la tendenza a

<sup>13</sup> Cfr. Global Sustainable Investment Alliance, "Global Sustainable Review 2018", [www.gsia.org](http://www.gsia.org)

diventare una norma nei processi di selezione; i criteri basati su filtri negativi evidenziano un calo e ciò può essere ricondotto al loro utilizzo come strategia di default, con la scelta di metodologie più sofisticate nell'individuare investimenti che rispettino norme internazionali, grazie alla maggior conoscenza dei temi da parte del pubblico. Tale ultimo aspetto permette di comprendere la crescita dell'engagement, con la preferenza degli investitori a ruoli attivi nelle relazioni con le aziende, e dell'Impact Investing.<sup>14</sup> Infine, la centralità del mercato europeo si può evincere anche osservando lo MSCI Overall ESG score assegnato alle società, da sempre più elevato rispetto a quello delle aziende non situate nel Vecchio continente. In base ai dati osservati, a livello mondiale, si riscontra la tendenza da parte del mercato di essere maggiormente ricettivo agli investimenti sostenibili ed ai loro processi di selezione: l'adozione dei criteri ESG nelle strategie di investimento viene effettuato dal 75% degli investitori istituzionali, rispetto al 70% del 2019, ed in Europa raggiunge il 94%.<sup>15</sup> I trend si riflettono nei flussi verso i fondi ESG, dove a livello europeo, alla vigilia dell'emergenza sanitaria, il 2019 è stato un anno record in termini di risorse raccolte e crescita del loro patrimonio rispetto all'intero universo dei fondi e ciò può essere ricondotto anche alla necessità, sottolineata poi dalla pandemia, di modelli di business sostenibili e resilienti.

---

<sup>14</sup> Cfr. Eurosif, "European SRI Study 2018", [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

<sup>15</sup> Cfr. RBC Global Asset Management, "Responsible Investment Survey 2020", [www.rbcgam.com](http://www.rbcgam.com)

## ***2.2 Investimenti sostenibili e tradizionali a confronto***

Per molto tempo gli investimenti sostenibili sono stati considerati dei prodotti di nicchia, in quanto l'integrazione dei criteri ESG induce a maturare timori circa potenziali perdite di performance e rischiosità più elevata degli investimenti tradizionali; ora, sempre più agenti, nei processi di selezione, utilizzano il magico quadrato liquidità, rischio, rendimento, sostenibilità, con l'analisi qualitativa ESG che aiuta a definire i rischi ed opportunità che un asset propone, offrendo una visione olistica dello stesso. Secondo una prospettiva finanziaria, che spesso fa riferimento alla teoria della selezione di portafoglio, gli SRI sono inefficienti, poiché, con la selezione e/o esclusione di settori, riducono le opportunità di diversificazione, generando dunque un rendimento minore degli investimenti tradizionali.<sup>16</sup>Poi, il dibattito sulla performance degli SRI si è esteso anche grazie all'apparizione di dati e score ESG nelle agenzie di rating, con diversi studi che hanno evidenziato una relazione positiva tra esso e il valore aggiunto realizzato dalle aziende, il quale si traduce in maggiori flussi di cassa per gli azionisti e riduzione della varianza del titolo,<sup>17</sup> benché subordinata a report delle società sulla CSR, legittimando gli SRI secondo un'ottica finanziaria, oltre la maggior utilità derivante dall'investire responsabilmente; le aziende con score ESG elevato effettuano un uso efficiente

---

<sup>16</sup> Cfr. Markowitz, H., "Portfolio Selection", *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, 77-91 (1952).

<sup>17</sup> Cfr. Stuart, L. G., Koch, A. & Starks, L. T., "Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance", *Journal of Corporate Finance* (2020).

delle risorse, hanno un miglior capitale umano e un management versatile, essendo più competitive rispetto ai loro concorrenti. Inoltre, una ricerca Morningstar ha evidenziato che il tasso di successo dei fondi ESG, inteso come loro sopravvivenza e sovraperformance rispetto ai corrispondenti tradizionali, nel decennio passato è stato del 59%; un'indagine condotta da Morgan Stanley (2019) su quasi 11.000 fondi nel periodo 2004-2018 mostra la non sussistenza del trade-off tra rendimenti e sostenibilità, data la performance in linea dei fondi di tale universo con quelli tradizionali, in alcuni casi anche superiore. Rispetto ai rischi, oltre ad una riduzione in termini fiscali e di controversie, nello stesso periodo, vi è forte evidenza statistica della stabilità dei fondi sostenibili, con uno scostamento del rendimento verso il basso da quello ritenuto minimo accettabile inferiore del 20% rispetto ai fondi tradizionali; la differenza si nota specie nei periodi di elevata volatilità, successivi a crisi globali, dove gli SRI catturano meno i cali del mercato in generale, con performance corrette per il rischio migliori. Le ragioni possono essere ricondotte al maggior vantaggio competitivo delle aziende che adottano criteri ESG, creando barriere all'ingresso e ai loro bilanci solidi, meno sensibili ai periodi di stress finanziario. Vi sono poi i costi dell'attribuire un mandato socialmente responsabile e spese maggiori potrebbero derivare da minori economie di scala nella ricerca basata sugli ESG, dato il patrimonio relativamente più contenuto di tali

fondi e costi indiretti, legati alla minor diversificazione e vendite sub-ottimali di titoli con prospettive positive indotte dalle regole del fondo. Con riferimento alla domanda degli SRI, l'investitore medio è giovane, ben educato finanziariamente, sensibile ai temi ESG e, rispetto agli investitori tradizionali, pronto a sacrificare rendimenti per supportare condotte responsabili; i millennial, ereditari nei prossimi decenni di trilioni di risparmi, influenzati dallo sviluppo della CSR nella propria area, saranno un segmento rilevante, investendo ancor più nella sostenibilità, poiché l'integrazione degli ESG consente di gestire maggiormente il rischio e identificare in maniera migliore società capaci di creare valore nel lungo termine.

### ***2.3 La crescita di emissioni obbligazionarie sostenibili e sociali***

Tra gli strumenti che consentono di investire secondo una logica di sostenibilità, i mercati dei Green, Social e Sustainability Bond giocano un ruolo fondamentale nel finanziare progetti, valutati e quantificati dall'emittente, rivolti rispettivamente alla sostenibilità ambientale, obiettivi sociali o ad entrambe le direzioni; rispetto a questi, i Sustainability-Linked Bond sono obbligazioni le cui caratteristiche e/o rendimenti sono legati al raggiungimento, misurato attraverso indicatori e valutato sulla base di target di performance (SPTs), di predefiniti obiettivi sostenibili, da realizzare nell'arco di tempo prefissato. I titoli di debito legati a tematiche ESG si caratterizzano per l'ampia attività di rendicontazione ad essi collegata, dove

l'emittente deve rendere disponibili informazioni, rinnovate periodicamente, sull'utilizzo delle risorse raccolte fino alla loro completa allocazione e sul grado di realizzazione degli interventi finanziati, con la trasparenza di tale processo, coerentemente con la logica dell'Impact Investing, volta a rappresentare un valore cardine nella comunicazione e comparabilità degli impatti attesi dai progetti; inoltre, a tali obbligazioni, viene spesso associato un rating ESG da parte di agenzie indipendenti, con risposte del mercato più forti per i bond certificati, che si hanno anche nel caso di adozione ravvicinata di proposte degli azionisti volte a perseguire politiche eco-compatibili.<sup>18</sup>Nel contesto attuale, gli standard definiti da parte dell'ICMA, dell'UE collegati alla tassonomia, volti a raggiungere un unico quadro di riferimento di cui gli investitori necessitano, oltre ad essere correlati negativamente con i livelli di inquinamento, sono un catalizzatore per iniziative da parte dei policy maker volte non solo a superare le barriere ad un'espansione ulteriore del mercato, ma anche accelerare i flussi di capitale verso il debito sostenibile. Le emissioni globali, concentrate prevalentemente in Usa, Europa e Cina, hanno raggiunto nel 2019 i \$300 miliardi, crescendo del 55% rispetto all'anno precedente e superando nel 2020 la quota dei \$530 miliardi, con un record nel terzo trimestre; ciò grazie alla diversificata base di investitori di cui dispongo, tra cui fondi pen-

---

<sup>18</sup> Cfr. Flammer, C., "Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach", *Management Science*, Vol.61, 2549-2568 (2015).

sione ed imprese assicurative, e alla protezione che offrono in termini di rischio di default, inflazione ed estrema volatilità dato il loro orientamento al lungo termine. Il segmento principale del debito sostenibile è costituito dai Green Bond: dall'emissione iniziale nel 2007 da parte della BEI, il settore privato era contenuto prima del 2013, per un valore nell'anno precedente pari a \$3 miliardi e poi crescere in maniera esponenziale fino a raggiungere nel 2018 la soglia dei \$95,7 miliardi, con un'influenza positiva a livello macroeconomico nelle fasi di instabilità, a sottolineare la necessità di una ripresa green. Tali titoli sono comuni in quei settori dove l'ambiente è il core del business (es. energia, servizi di pubblica utilità), con un incremento del valore societario basato sulla maggior efficienza delle operazioni aziendali, resa possibile dai progetti finanziati e con un ritorno positivo nei rendimenti di lungo periodo. L'ultimo anno ha visto poi proliferare annunci di Stati sulla prima emissione di Green Bond sovrani, data la volontà di raccogliere risorse per la mitigazione dei cambiamenti climatici, toccando il 16% delle emissioni sostenibili, con il 2021 destinato a continuare sulla stessa scia dove si colloca la prima obbligazione verde dell'Italia; inoltre la pandemia ha focalizzato, in maniera rilevante, l'attenzione sui Social e Sustainability Bond, con emissioni ad essa legate e lo SURE ne è esempio, puntando i riflettori sugli investitori ed il ruolo che possono avere in una ripresa sostenibile e resiliente.

## Capitolo 3: LA RESILIENZA ALLA PANDEMIA ED I SUOI FATTORI

### *3.1 La solidità degli investimenti sostenibili nel contesto attuale*

La pandemia da Covid-19 rappresenta un evento dirompente, con ripercussioni profonde a livello personale, sociale ed economico, amplificate da un mondo sempre più interconnesso, la cui diffusione è stata aggravata dalla deforestazione, dall'aumento delle temperature e carenti condizioni igienico-sanitarie, tematiche interconnesse e riguardanti la sostenibilità. L'impatto prodotto, alterando i valori della società, rappresenta un monito volto ad agevolare l'investimento "con coscienza", punto di svolta per l'allocazione delle risorse in direzione degli SRI, più accessibili rispetto a qualche anno fa, consentendo di attenuare le condizioni ambientali e sociali sottostanti ad un fenomeno del genere qual'è il Covid-19 ed i suoi impatti, grazie all'applicazione di modelli di rischio olistici: *"basterebbe ridurre l'intensità ed il livello di quelle attività distruttive per gli ecosistemi per ridurre, di conseguenza, i rischi di pandemie e, anzi, irrobustire le nostre difese."*<sup>19</sup>In tal direzione possono essere osservate le emissioni tematiche legate all'emergenza e la volontà dell'UE di integrare principi di transizione verde negli stimoli economici da essa promossi, il programma del presidente USA Joe Biden che al suo centro pone il problema ambientale e dell'inequality, rappresentando la

---

<sup>19</sup> Mario Tozzi, 04/03/2020, "Deforestazione e allevamenti intensivi. I danni all'ambiente fanno esplodere i virus", LA STAMPA, [www.lastampa.it](http://www.lastampa.it)

pandemia una fase di un persistente processo di cambiamento verso la sostenibilità, da attuare nella ripresa e per molto tempo dopo ancora. Il contesto attuale evidenzia l'importanza del considerare i criteri ESG per la creazione di valore nel tempo da parte delle aziende e di conseguenza nel rendimento degli investimenti, in quanto aiutano le stesse a percepire, cogliere le opportunità nel lungo termine ed a mitigare le minacce, contribuendo allo loro resilienza organizzativa, definita come capacità incrementale delle organizzazioni di anticipare, evitare ed adattarsi agli shock nel loro ambiente, agevolandone il miglioramento continuo; poiché tale caratteristica è latente, dipendente dal percorso intrapreso dalle società, non è un attributo statico e richiede tempo per manifestare i suoi benefici, venendo quindi valutata attraverso risultati di lungo termine.<sup>20</sup>Sulla base di tale considerazione, le organizzazioni ben posizionate per uscire rafforzate dalla crisi sono coloro capaci di rispondere tempestivamente ai segnali dell'ambiente, sviluppare soluzioni innovative e disposte ad implementare solide prassi ESG, fonti determinanti della resilienza, sulle quali è verosimilmente caduto il peso per la ricostruzione del sistema economico e finanziario globale. Ciò attraverso il supporto degli investitori, sottolineando come la sostenibilità stia divenendo centrale nelle agende politiche ed essenziale nell'allocazione delle risorse; quanto detto può essere osservato con-

---

<sup>20</sup> Cfr. Ortiz-de-Mandojana, N. & Bansal P., "The long-term benefits of organizational resilience through sustainable business practices", *Strategic Management Journal*, Vol. 37, No. 8, 1615-1631 (2016).

frontando gli High Yield Bond ETF sostenibili con le controparti tradizionali e, malgrado la maggior rischiosità che li caratterizza, i criteri ESG offrono una mitigazione dei rischi, specie di ribasso, data la maggior resilienza delle organizzazioni che li integrano nelle loro attività, per lo più in turbolenze finanziarie come lo shock provocato dal Covid-19.<sup>21</sup>La pandemia, a seguito dell'amplificazione delle disuguaglianze e delle sue ricadute sociali, ha creato nuove sfide per la corporate sustainability, accendendo i riflettori sulla "S" di ESG ed, oltre al profilo rilevante che da sempre contraddistingue le tematiche ambientali, l'impegno delle aziende nella dimensione sociale e della governance è divenuto estremamente importante per gli investitori nel valutare la risposta delle società alla pandemia e la loro redditività nel lungo termine, creando appetito per l'engagement ed Impact Investing. Ciò coerentemente con la logica sottostante al capitalismo degli stakeholder, volta a premiare le aziende che per superare la crisi si concentrano su obiettivi di lungo periodo, piuttosto che ritorni immediati per gli azionisti, dato che gran parte del valore societario e della sostenibilità, nel contesto attuale, dipende da fattori di flessibilità, non negoziabili, che vanno coltivati nel tempo, legati alla valorizzazione delle interazioni con i dipendenti, clienti, azionisti e in generale della corporate responsibility nei confronti della società, destinando ad esse risorse e ricor-

---

<sup>21</sup> Cfr. Kanamura, T., "Risk Mitigation and Return Resilience for High Yield Bond ETFs with ESG Components", *Finance Research Letters* (2020).

dando le parti interessate come un'azienda sia stata o meno in grado di rispondere trasversalmente alla pandemia nel progettare ed implementare soluzioni che evitino ulteriori danni, oltre a sbloccare nuove opportunità per la creazione di valore. Le aziende che hanno generato un sentimento positivo nella risposta alla crisi e nelle conseguenze sugli stakeholder, specie dei lavoratori, hanno sovraperformato i concorrenti nel crollo dei mercati durante il primo trimestre del 2020, con un ritorno azionario più solido, evidenziando la correlazione positiva tra condizioni di lavoro e risultati societari, a sottolineare il ruolo cruciale del capitale umano e della supply chain nella sostenibilità delle aziende. Tale periodo, in piena emergenza sanitaria, ha visto aumentare l'interesse verso i prodotti ESG, con flussi in direzione dei fondi aumentati del 41% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, e una migliore performance corretta per il rischio di tali titoli, con il 94% degli indici sostenibili rappresentativi a livello globale che hanno sovraperformato le rispettive controparti tradizionali, evidenziando le proprietà di resilienza delle strategie sostenibili<sup>22</sup>insieme agli effetti relativamente minori sugli indici ESG e volatilità degli stock legati alla CSR. I risultati, riferiti allo stesso periodo, sono allineati a quanto riportato da ricerche condotte da MSCI e Morningstar con riferimento ai propri indici di sostenibilità, con quest'ultima evidenziando come i fondi azionari aventi rating ESG più elevato hanno realizzato rendimenti, in modo significativo,

---

<sup>22</sup> Cfr. BlackRock, "Sustainable investing: resilience amid uncertainty", [www.blackrock.com](http://www.blackrock.com) (2020).

superiori rispetto agli stessi con uno score ridotto e collocandosi tra i migliori considerando anche le controparti tradizionali; il segmento sostenibile ha inoltre registrato, nonostante i venti contrari della pandemia, il lancio di nuovi prodotti e la riproposizione di fondi esistenti in ottica ESG. La recessione innescata dal Covid-19 sottolinea la necessità di una ripresa coerente con l'emergenza climatica, la biodiversità e le disuguaglianze sociali, determinando per gli investitori la convinzione, più che mai, di bilanciare ulteriormente il proprio portafoglio verso la sostenibilità, divenendo gli ESG centrali data la loro competitività, su base continuativa, in termini di performance finanziaria, unitamente alla loro resilienza; ciò determina una spinta al comportamento delle società verso framework di produzione flessibili (es. just in time), con piani di business continuity in caso di emergenze, inserendo al centro gli stakeholder e considerando la sostenibilità a tutti i livelli aziendali, volti a realizzare un impatto di lungo termine, fattore motivante degli investimenti sostenibili. In tale ottica vanno osservate le iniziative delle autorità sovranazionali e nazionali, in cui la parola "resilienza" rappresenta il mantra per il futuro visto il fallimento del noto paradigma di sviluppo "grow now and clean up later", attraverso ingenti investimenti quali il Next Generation EU, rivolto a quei settori, organizzazioni e business sempre più consapevoli dell'importanza dei criteri ESG, supportando la risposta alla crisi, in quanto la stessa ha ridotto la distan-

za psicologica percepita tra questioni ambientali e il microcosmo degli individui; questo indica la diffusione di un nuovo ed ampio commitment verso la sostenibilità, su cui far leva per il sostegno pubblico ad ambiziose iniziative politiche orientate al cambiamento climatico, innescando il circolo virtuoso investitore, società, ambiente, investitore, strumento che le economie globali possono utilizzare per ricostruire un mercato resiliente ed incoraggiare gli individui ad impiegare tutti i mezzi a loro disposizione nelle tematiche ESG, in quanto emergenze come il Covid-19 potrebbero verificarsi nuovamente, con le aziende che dovranno essere in grado, nel prossimo futuro, di riformulare la propria value proposition.

### ***3.2 Le ragioni alla base della resilienza***

Diverse ragioni possono essere ascritte alla resilienza degli investimenti ESG nello shock provocato dalla pandemia, coerentemente con la visione per cui le organizzazioni con una governance superiore, migliori pratiche ambientali e sociali conservano valore a lungo termine anche nei periodi di stress del mercato, di seguito succintamente elencate: esposizione dei fondi ESG ai settori che hanno superato meglio la crisi; orizzonti temporali più lunghi da parte degli investitori; maggior “fedeltà” agli investimenti ESG; ruolo di bene rifugio.

### *3.2.1 ESG come fondi a prova di pandemia*

L'interesse degli investitori su tematiche legate alla sostenibilità, nonostante esista da anni, con una crescita esponenziale dei fondi responsabili decollata di fatto negli ultimi cinque, è aumentato malgrado i venti contrari del Covid-19, sintomo di una maggior sensibilità nei confronti degli ESG, con il 2020 destinato a fungere da spartiacque. Il primo trimestre, nel momento più acuto, ha registrato flussi netti globali positivi verso i fondi sostenibili, con un record tra quelli quotati a Wall Street e continuando anche nei mesi successivi, mentre l'ampio universo riscontrava fuoriuscite pari a \$384,7 miliardi.<sup>23</sup> La resilienza dei fondi sostenibili può essere ricondotta alle loro esposizioni e/o composizione rispetto all'indice di riferimento, in quanto il successo degli ESG deriva dal sostegno a imprese che operano per il benessere del pianeta e della società, con un peso relativamente limitato attribuito al settore energetico, legato a petrolio e gas, con il primo colpito dalla crisi più duramente ed alle partecipazioni in settori inquinanti come le compagnie aeree, o più in generale allineate negativamente con i 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile dell'ONU; l'ubiquità di titoli legati all'healthcare ed a innovazioni come la tecnologia dell'informazione (IT), data la performance migliore nello S&P 500 del settore tech durante la pandemia, grazie anche a politiche del perso-

---

<sup>23</sup> Cfr. Pippa Stevens, "Sustainable investing is set to surge in the wake of the coronavirus pandemic", *www.cnbc.com* (2020).

ne flessibili, contribuisce nei rendimenti maggiori dei fondi ESG, seppur in misura minore rispetto al peso dell'ambito energetico. La principale motivazione dei risultati positivi è però riconducibile alla selezione di titoli con migliori rendimenti nei settori oggetto di esposizioni, specie nel comparto industriale, dell'healthcare e finanziario: tali aziende prestano attenzione a tematiche ambientali, alla soddisfazione degli stakeholder, a governare se stesse in maniera lungimirante ed etica, investendo in esse come una strategia di differenziazione per creare vantaggio competitivo e, grazie anche all'attività di advertising, ciò consente di beneficiare di un'ampia base di clienti fedeli e minore elasticità della domanda al prezzo, permettendo una crescita e quota di mercato maggiore nel lungo termine, oltre ad un più elevato tasso di sopravvivenza rispetto ai competitor tradizionali. Tale politica consente di individuare le “*quality companies*”<sup>24</sup>del XXI secolo, le quali, attraverso bilanci più solidi, minor esposizione a rischi sistematici ed operazioni sostenibili, realizzano performance finanziarie meno volatili, data la capacità di percepire più facilmente tendenze disruptive, con i criteri ESG volti a generare risorse da utilizzare per deviare situazioni dannose, divenendo gli stessi una misura efficace di società con alti profili di rendimento e resilienza, oltre che essere un driver di valore sempre più importante.

---

<sup>24</sup> Morningstar, 2020, “Sustainable Funds Weather the First Quarter Better Than Conventional Funds”, [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)

### *3.2.2 Orizzonti temporali più lunghi da parte degli investitori*

Numerose tematiche di sostenibilità come cambiamenti climatici, disuguaglianze, sono intrinsecamente di lungo periodo, i cui rischi come epidemie e disordini sociali si manifestano con conseguenze gravi nel breve termine, richiedendo un cambio strutturale nel comportamento degli individui; gli investitori, consapevoli dell'impossibilità delle aziende di prevedere con certezza eventi futuri, chiedono loro di individuare quelle aree che potrebbero risentire maggiormente di eventuali crisi, occupandosene, affinché possa essere ridotta al minimo la destabilizzazione, traducendosi in capacità di resilienza e maggior stabilità dei flussi di cassa. I dati migliori dei fondi sostenibili possono trovare spiegazione nelle caratteristiche dei soggetti che li sottoscrivono, i quali, guidati da valori vicini alle tematiche ESG, evidenziano un orientamento al lungo termine, come ad esempio i fondi pensione; tale approccio, volto a promuovere la CSR delle aziende, le predispone a superare i periodi di crisi in maniera migliore, poiché non venendo esercitate pressioni nel breve da parte degli investitori, esse sono incoraggiate ad intraprendere politiche, ecologicamente e socialmente responsabili, volte a massimizzare il valore totale dell'impresa nel lungo termine, con rendimenti dunque maggiori per gli individui, quanto più è la percentuale degli stessi con una visione ampia; ciò in coerenza con l'approccio richiesto dagli SRI, definiti pazienti, soddisfacendo la prospettiva de-

gli stakeholder, con minor rischi di controversie e costi futuri per le aziende. Tale dinamica induce gli investitori a mantenere le loro posizioni nei fondi ESG, tollerando la volatilità nel breve termine e traducendosi in una minor fluttuazione dei flussi a essi rivolti; questo a differenza di agenti con orizzonti temporali non ampi ed esigenze di liquidità, i quali solitamente scelgono fondi convenzionali con negoziazioni più elevate, spiegando i notevoli deflussi registrati nel corso della crisi.

### *3.2.3 Utilità positiva dall'investire responsabilmente*

I prodotti sostenibili si caratterizzano inoltre per una maggiore “fedeltà” degli investitori, resa possibile ancor più dalle nuove generazioni, in quanto l’adozione di attività ESG da parte delle aziende permette di aumentare il loro valore anche attraverso la massimizzazione delle preferenze degli individui. Queste possono essere rappresentate utilizzando una funzione di utilità condizionata multi-attributo, con giovamento derivante da posizioni rientranti negli SRI, specialmente quando offrono rendimenti positivi,<sup>25</sup> ed il ritiro del capitale nei fondi sostenibili che avviene a un ritmo più lento rispetto alle controparti tradizionali, sottolineando un maggior attaccamento degli individui. Tale evidenza può essere osservata nel mercato USA dei fondi, dove la domanda degli investitori varia in funzione del loro rating di sostenibilità, che, se apprezzata per ragioni non pecuniarie, incide

---

<sup>25</sup> Cfr. Bollen, N. P. B., “Mutual Fund Attributes and Investor Behavior”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, No. 3, 683-708 (2007).

favorevolmente sulle aspettative di rischio/rendimento, rappresentando un aspetto positivo delle aziende.<sup>26</sup>Ciò consente di spiegare la minor volatilità che caratterizza i flussi verso i fondi ESG rispetto a quelli convenzionali, con una persistente maggior sensibilità degli individui a rendimenti positivi passati e minore a quelli negativi, indipendentemente dall'età del fondo, con una relazione flussi-rendimento più forte. Investire responsabilmente consente ai soggetti di trarre un'utilità positiva, con benefici dal proprio altruismo e fattori non pecuniari, oltre ai flussi di cassa ricevuti, vedendo lo stesso come una forma di consumo degli attributi ESG. Questo compensa eventuali effetti di risultati non soddisfacenti, riducendo il turnover degli asset sostenibili e, l'utilità derivante dagli SRI, induce i soggetti ad investire più risorse di quanto le loro aspettative finanziarie possano spiegare, benché i rendimenti siano gli stessi di imprese al di fuori dell'universo ESG, con il mantenimento delle posizioni anche in fasi di crisi, fattore importante per ridurre la volatilità e determinare la resilienza dei prodotti sostenibili.

#### *3.2.4 Ruolo di bene rifugio*

La pandemia consente di spiegare, sotto un ulteriore punto di vista, il movimento dei flussi in direzione dei prodotti sostenibili. L'oro ed i titoli governativi rappresentano i classici "porti sicuri" e, nel tracollo del mercato a Febbraio 2020 causato

---

<sup>26</sup> Cfr. Hartzmark, S. M. & Sussman, A. B., "Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows", *The Journal of Finance*, Vol. 74, No. 6, 2789-2837 (2019).

dal Covid-19, la ricerca degli investitori di posizioni in grado di avere una migliore performance corretta per il rischio si è focalizzata sui fondi ESG a larga capitalizzazione, i quali hanno mediamente sovraperformato le controparti tradizionali. Questo sottolinea come, oltre a considerare le imprese fortemente patrimonializzate un riparo sicuro in caso di shock, i criteri ESG siano stati razionalmente presi in considerazione per sostenere indirettamente le imprese che li implementano, durante il crollo, e nella fase successiva, guadagnando le preferenze degli individui e lo status di bene rifugio, come protezione a ulteriori flessioni del mercato. Ciò evidenzia il potenziale dei criteri ESG come strategia, in fasi di mercato difficili, difensiva ed area chiave per la crescita dello stesso: non a caso, dal momento in cui nel primo trimestre è iniziata la discesa del mercato, gli investimenti sostenibili, malgrado non si siano sottratti alla caduta, hanno fortemente contenuto i danni, fungendo da paracadute nel tracollo. La crescita maggiore degli ESG ha avuto luogo a partire dalla crisi finanziaria globale, permettendo di avallare l'ipotesi secondo cui un portafoglio in linea con i criteri di sostenibilità, non solo può garantire risultati positivi in momenti di mercato con una tendenza al rialzo, ma anche gestire in maniera efficiente i rischi e sostenere la fiducia in fasi di flessione, sottolineando la pandemia il binomio tra resilienza e fattori ESG.

## **Conclusioni**

La finanza sostenibile consente di integrare e conciliare obiettivi economici con tematiche ambientali, sociali e di buon governo societario, orientando le risorse verso investimenti pazienti, volti a realizzare risultati nel lungo termine ed un sistema economico che rispetti ambiente e società. Il Covid-19 ha focalizzato l'attenzione globale su aspetti della sostenibilità e resilienza non considerati finanziariamente rilevanti prima della crisi, creando appetito per strategie di investimento rivolte all'impatto, con obiettivi oltre la mera prevenzione dei danni. L'analisi condotta nell'elaborato consente di giungere a considerazioni su come la sostenibilità stia divenendo centrale nei mercati finanziari, poiché grazie agli stessi possono essere perseguite le priorità mondiali a livello ambientale e sociale, sottolineando la pandemia una transizione divenuta necessaria. Gli individui, nel corso del tempo, hanno manifestato sempre più interesse verso gli SRI, superando l'idea di essere prodotti di nicchia, con l'allocazione delle risorse verso i prodotti ESG aumentata malgrado l'incertezza dei mercati generata dalla crisi sanitaria, vedendo in essi un bene rifugio. La resilienza degli investimenti ESG alla luce del Covid-19 può essere ricondotta alle organizzazioni sostenute con le relative disponibilità, poiché le stesse, attraverso pratiche sociali ed ambientali, riescono a percepire tendenze disadattive, gestire situazioni inattese, adattandosi e facilitando il

loro miglioramento continuo, oltre che accumulare fattori non negoziabili quali reputazione, clienti e motivazione dei dipendenti; ciò si traduce in minor volatilità dei risultati finanziari e crescita maggiore nel lungo termine, con beneficio per i rendimenti degli investitori responsabili. In quest'ultimi può essere individuata un'ulteriore ragione della solidità dei prodotti sostenibili in shock esogeni come il Covid-19, in quanto essi tendono ad avere orizzonti di lungo termine, incentivando le aziende a compiere scelte in grado di generare un maggior vantaggio competitivo nel tempo; inoltre, gli individui vicini alle tematiche ESG, derivano utilità dall'investire responsabilmente, specie quando gli SRI offrono rendimenti positivi, mostrando fedeltà nonostante risultati non soddisfacenti. È evidente come i criteri ESG siano centrali nella risposta alla pandemia e nel conseguire i 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile, con la neutralità climatica fissata nel 2050; malgrado ciò, in Italia, sulla base dei dati Consob, meno del 30% degli intervistati conosce gli SRI, con il 70% che ne ha almeno sentito parlare, associando gli stessi a valori etici, morali e non ad aspetti finanziari.<sup>27</sup>Inoltre, la scarsa qualità ed affidabilità dei dati, analisi ESG, rimane ad oggi la barriera più significativa che ostacola la crescita della finanza sostenibile ed, in tal direzione, può essere osservata la tassonomia UE pubblicata nel Marzo 2020, passo cruciale per la riduzione dei costi di transazione e delle asimmetrie informative.

---

<sup>27</sup> Cfr. CONSOB, "Report on financial investments of Italian households", [www.consob.it](http://www.consob.it) (2020).

## BIBLIOGRAFIA

- Aberdeen, "Investimenti ESG, benvenuti nel mainstream", [www.eticanews.it](http://www.eticanews.it) (2017).
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S. & Zhang, C., "Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash", European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper No. 676/2020 (2020).
- Amundi, "Gli investimenti ESG e il processo di definizione del prezzo degli asset azionari: i principali risultati", [www.amundi.it](http://www.amundi.it) (2020).
- Amundi, "Resilienza ESG durante la crisi Covid: il Green è il nuovo oro?", the day after #3, [www.amundi.it](http://www.amundi.it) (2020).
- Bechetti, L., Ciciretti, R., Dalo, A. & Herzel, S., "Socially Responsible and Conventional Investment Funds: Performance Comparison and the Global Financial Crisis", CEIS Working Paper, Vol. 12, Issue 4, No. 310 (2014).
- BlackRock, "Sustainable investing: resilience amid uncertainty", [www.blackrock.com](http://www.blackrock.com) (2020).
- Bollen, N. P. B., "Mutual Fund Attributes and Investor Behavior", *The Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 42, No. 3, 683-708 (2007).
- Bowen, H. R., "Social Responsibilities of the Businessman", Harper & Brothers (1953).
- Cai, Y., Pan C. H. & Statman, M., "Why do countries matter so much in corporate social performance?", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 41, 591-609 (2016).
- Chen, L., Zhang, L., Huang, J., Xiao, H. & Zhou, Z., "Social responsibility portfolio optimization incorporating ESG criteria", *Journal of Management Science and Engineering*, Vol. 6, No. 1, 75-81 (2021).
- Commissione Europea, "Finanza sostenibile: il gruppo di esperti ad alto livello definisce una tabella di marcia per un' economia più verde e più pulita", [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) (2018).
- Commissione Europea, "Libro verde", [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu) (2001).
- Commissione mondiale sull'ambiente e sullo sviluppo, "Our Common Future", [www.sustainabledevelopment.un.org](http://www.sustainabledevelopment.un.org) (1987).
- CONSOB, "Report on financial investments of Italian households", [www.consob.it](http://www.consob.it) (2020).
- Degroof Petercam, "Investimenti sostenibili e responsabili", [www.sustainabilityknowledgecentre.be](http://www.sustainabilityknowledgecentre.be)
- Deschryver, P. & de Mariz, F., "What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?", *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 13, 61 (2020).
- Ding, W., Ross, L., Chen, L. & Weng, X., "Corporate immunity to the COVID-19 pandemic", *Journal of Financial Economics* (2021).
- Erhemjamts, O. & Huang, K., "Institutional ownership horizon, corporate social responsibility and shareholder value", *Journal of Business Research*, Vol. 105, 61-79 (2019).
- ETICANews, "Sri, "bene rifugio" per il 75% delle sgr", [www.eticanews.it](http://www.eticanews.it) (2020).
- Eurosif, "European SRI Study 2012", [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org) (2012).
- Eurosif, "European SRI Study 2016", [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org) (2016).
- Eurosif, "European SRI Study 2018", [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org) (2018).
- EU Technical expert group on Sustainable Finance, "Usability Guide EU Green Bond Standard", [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) (2020).
- Ferriani, F. & Natoli F., "ESG risk in times of Covid-19", BANCA D'ITALIA, [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it) (2020).
- Flammer, C., "Corporate Green Bonds", *Journal of Financial Economics* (2020).
- Flammer, C., "Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach", *Management Science*, Vol. 61, 2549-2568 (2015).
- Formánková, S., Trenz, O., Faldik, O., Kolomaznik, J. & Sládková, J., "Millennials' Awareness and Approach to Social Responsibility and Investment-Case Study of the Czech Republic", *Sustainability*, Vol. 11, 504 (2019).
- Forum per la Finanza Sostenibile, "Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale", [www.finanzasostenibile.it](http://www.finanzasostenibile.it) (2017).

Forum per la Finanza Sostenibile, "L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi", [www.finanzasostenibile.it](http://www.finanzasostenibile.it) (2014).

Freeman, R. E., "Strategic management: A stakeholder approach", Boston Pitman (1984).

Fung, H., Law, S. A. & Yau, J., "Socially Responsible Investment in a Global Environment", Edward Elgar Publishing (2010).

Geczy, C., Stambaugh, R. F. & Levin, D., "Investing in Socially Responsible Mutual Funds", SSRN's eLibrary (2005).

Generali Investments, "Come l'ESG si concretizza nei numeri, rivoluzionando l'assetto di società, economia e finanza", [www.focusrisparmio.com](http://www.focusrisparmio.com) (2020).

Gillan, S. L., Koch, A. & Starks, L. T., "Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR research in corporate finance", *Journal of Corporate Finance* (2020).

Global Sustainable Investment Alliance, "Global Sustainable Review 2012", [www.g-sia.org](http://www.g-sia.org) (2013).

Global Sustainable Investment Alliance, "Global Sustainable Review 2018", [www.g-sia.org](http://www.g-sia.org) (2019).

Governance & Accountability Institute, Inc., "FLASH REPORT: 86% of S&P 500 Index® Companies Publish Sustainability/Responsibility Reports in 2018", [www.ga-institute.com](http://www.ga-institute.com) (2019).

Hartzmark, S. M. & Sussman, A. B., "Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows", *The Journal of Finance*, Vol. 74, No. 6, 2789-2837 (2019).

HSBC, "Sustainable financing and investing survey 2020", [www.sustainablefinance.hsbc.com](http://www.sustainablefinance.hsbc.com) (2020).

Ikram, M., Zhang, Q., Sroufe, R. & Ferasso, M., "The Social Dimensions of Corporate Sustainability: An Integrative Framework Including COVID-19 Insights", *Sustainability*, Vol. 12, 8747 (2020).

Il Sole 24 Ore, "Btp verde, ecco le caratteristiche del primo green bond sovrano dell'Italia", [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com) (2021).

International Capital Market Association, "Green Bond Principles", [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org) (2018).

Just Capital, "Covid-19 Corporate response tracker", [www.justcapital.com](http://www.justcapital.com) (2020).

Kanamura, T., "Risk Mitigation and Return Resilience for High Yield Bond ETFs with ESG Components", *Finance Research Letters* (2020).

Lucarelli, C., Mazzoli, C., Rancan, M. & Severini, S., "Classification of Sustainable Activities: EU Taxonomy and Scientific Literature", *Sustainability*, Vol. 12, 6460 (2020).

Markowitz, H., "Portfolio Selection", *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, 77-91 (1952).

Morgan Stanley, "L'effetto farfalla e il Covid-19: sei implicazioni per gli investimenti sostenibili in un mondo interconnesso", [www.morganstanley.com](http://www.morganstanley.com) (2020).

Morgan Stanley, "Sustainable Reality Analyzing Risked and Returns of Sustainable Funds", [www.morganstanley.com](http://www.morganstanley.com) (2019).

Morningstar, "Fondi sostenibili vs tradizionali: parlano le performance", [www.morningstar.it](http://www.morningstar.it) (2020).

Morningstar, "Gli indici sostenibili provano a resistere allo shock da Coronavirus", [www.morningstar.it](http://www.morningstar.it) (2020).

Morningstar, "Sustainable Funds Weather the First Quarter Better Than Conventional Funds", [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com) (2020).

Ortiz-de-Mandojana, N. & Bansal, P., "The long-term benefits of organizational resilience through sustainable business practices", *Strategic Management Journal*, Vol. 37, No. 8, 1615-1631 (2016).

Patrimoni, "Fondi d'investimento? La resilienza è targata ESG", [www.anasf.it](http://www.anasf.it) (2020).

Principles for Responsible Investment, "How responsible investors should respond to the Covid-19 coronavirus crisis", [www.unpri.org](http://www.unpri.org) (2020).

Quatrini, S., "Challenges and opportunities to scale up sustainable finance after the Covid-19 crisis: Lessons and promising innovations from science and practice", *Ecosystem Services*, Vol. 48, 101240 (2021).

RBC Global Asset Management, "Responsible Investment Survey 2020", [www.rbcgam.com](http://www.rbcgam.com) (2020).

Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C., "Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, 1723-1742 (2008).

Revelli, C., "Socially responsible investing (SRI): From mainstream to margin?", *Research in International Business and Finance*, Vol. 39, Part B, 711-717 (2017).

Sciarelli, M., Cosimato, S., Land, G. & Iandolo, F., "Socially responsible investment strategies for the transition towards sustainable development: the importance of integrating and communicating ESG", *The TQM Journal*, Vol. 33, No. 7, 39-56 (2021).

S&P Global Ratings, "Sustainable Debt Markets Surge As Social And Transition Financing Take Root", [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com) (2021).

Signori, S., San-Jose, L., Retolaza, J. L. & Rusconi, G., "Stakeholder Value Creation: Comparing ESG and Value Added in European Companies", *Sustainability*, Vol. 13, 1392 (2021).

Stevens, P., "Sustainable investing is set to surge in the wake of the coronavirus pandemic", [www.cnbc.com](http://www.cnbc.com) (2020).

Stuart, L. G., Koch, A. & Starks, L. T., "Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance", *Journal of Corporate Finance* (2021).

Syed, A. M., "Environment, social, and governance (ESG) criteria and preference of managers", *Cogent Business & Management*, Vol. 4, Issue 1 (2017).

Tolliver, C., Ryota Keeley, A. & Managi, S., "Drivers of green bond market growth: The importance of Nationally Determined Contributions to the Paris Agreement and implications for sustainability", *Journal of Cleaner Production*, Vol. 244, 118643 (2020).

Tozzi, M., "Deforestazione e allevamenti intensivi. I danni all'ambiente fanno esplodere i virus", *LA STAMPA*, [www.lastampa.it](http://www.lastampa.it) (2020).

Umar, Z., Kenourgios, D. & Papatasiou S., "The static and dynamic connectedness of environmental, social and governance investments: International evidence", *Economic Modelling*, Vol. 93, 112-124 (2020).

Unicredit, "The Green Bond and ESG Chartbook July 2020", [www.research.unicredit.eu](http://www.research.unicredit.eu) (2020).

Valls Martínez, M.d.C. & Martín Cervantes, P. A., "Testing the Resilience of CSR Stocks during the COVID-19 Crisis: A Transcontinental Analysis", *Mathematics*, Vol. 9, 514 (2021).

von Wallis, M. & Klein, C., "Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing", *Business Research*, Vol. 8, 61-98 (2015).

World Economic Forum, "The Global Risks Report 2020", [www.weforum.org](http://www.weforum.org) (2020).

World finance, "Sustainable investment boom sees huge surge in ESG funds", [www.worldfinance.com](http://www.worldfinance.com) (2021).

#### SITOGRAFIA

<a href="http://ec.europa.eu">ec.europa.eu</a>	<a href="http://www.justcapital.com">www.justcapital.com</a>
<a href="http://www.abi.it">www.abi.it</a>	<a href="http://www.lastampa.it">www.lastampa.it</a>
<a href="http://www.amundi.it">www.amundi.it</a>	<a href="http://www.milanofinanza.it">www.milanofinanza.it</a>
<a href="http://www.anasf.it">www.anasf.it</a>	<a href="http://www.morganstanley.com">www.morganstanley.com</a>
<a href="http://www.bancaditalia.it">www.bancaditalia.it</a>	<a href="http://www.morningstar.com">www.morningstar.com</a>
<a href="http://www.blackrock.com">www.blackrock.com</a>	<a href="http://www.rbcgam.com">www.rbcgam.com</a>
<a href="http://www.borsaitaliana.it">www.borsaitaliana.it</a>	<a href="http://www.research.unicredit.eu">www.research.unicredit.eu</a>
<a href="http://www.cnbc.com">www.cnbc.com</a>	<a href="http://www.spglobal.com">www.spglobal.com</a>
<a href="http://www.consob.it">www.consob.it</a>	<a href="http://www.sustainabilityknowledgecentre.be">www.sustainabilityknowledgecentre.be</a>
<a href="http://www.eticanews.it">www.eticanews.it</a>	<a href="http://www.sustainabledevelopment.un.org">www.sustainabledevelopment.un.org</a>
<a href="http://www.europarl.europa.eu">www.europarl.europa.eu</a>	<a href="http://www.sustainablefinance.hsbc.com">www.sustainablefinance.hsbc.com</a>
<a href="http://www.eurosif.org">www.eurosif.org</a>	<a href="http://www.thegin.org">www.thegin.org</a>
<a href="http://www.finanzasostenibile.it">www.finanzasostenibile.it</a>	<a href="http://www.unpri.org">www.unpri.org</a>
<a href="http://www.focusrisparmio.com">www.focusrisparmio.com</a>	<a href="http://www.weforum.org">www.weforum.org</a>
<a href="http://www.ga-institute.com">www.ga-institute.com</a>	<a href="http://www.worldfinance.com">www.worldfinance.com</a>
<a href="http://www.gsia.org">www.gsia.org</a>	<a href="http://www.wri.org">www.wri.org</a>
<a href="http://www.icmagroup.org">www.icmagroup.org</a>	
<a href="http://www.ilsole24ore.com">www.ilsole24ore.com</a>	