



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in SCIENZE ECONOMICHE E FINANZIARIE

*Curriculum: Analista Finanziario*

GLI APPROCCI UTILIZZATI DAGLI ASSET MANAGER  
NELL'INTEGRAZIONE DEI FATTORI ESG NELLE SCELTE DI  
INVESTIMENTO

Approaches used by asset managers for the ESG factors integration in  
investments choices

Relatore: Chiar.mo  
Prof. Matteo Cassiani

Tesi di Laurea di:  
Ruhide Memisi

Correlatore: Chiar.mo  
Prof. Marco Cucculelli

Anno Accademico 2021 – 2022

## INDICE

CAPITOLO 1: LA FINANZA PER LO SVILUPPO SOSTENIBILE.....	8
1.1 Criteri ESG .....	8
1.2 Finanza sostenibile e criteri ESG.....	9
1.3 Strategie di investimento sostenibile .....	12
1.3.1 Socially Responsible Investments (SRI).....	13
1.3.2 Corporate Social Responsibility (CSR) .....	14
1.4 Rischi e vantaggi .....	15
1.4.1 Il cambiamento climatico e i rischi per il sistema finanziario .....	16
1.4.1.1 Greenwashing.....	19
1.4.2 Vantaggi.....	20
1.5 Regolamentazione: l'impegno dell'UE per una Finanza Sostenibile .....	23
1.5.1 Gli accordi di Parigi.....	27
1.5.2 Agenda 2030 .....	30
1.5.3 Action Plan on Sustainable Finance .....	32
1.5.3.1 Tassonomia UE.....	35
1.5.3.2 Market in Financial Instruments Directive (MiFID II).....	40
1.5.3.3 Rendicontazione ESG .....	42
1.5.4 Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR).....	45
1.5.5 Green Deal .....	49

CAPITOLO 2: I RATING ESG.....	53	
2.1 Come viene valutata la sostenibilità dalle aziende .....	53	
2.2 Cosa sono i rating ESG.....	55	
2.3 Le agenzie di rating ESG .....	58	
2.3.1 MSCI.....	61	
2.3.2 Sustainalytics .....	62	
2.3.3 Refinitiv .....	62	
2.3.4 Standard Ethics .....	62	
2.3.5 Vigeo Eiris .....	63	
2.3.6 Eco Vadis.....	63	
2.3.7 KLD .....	64	
2.3.8 RobecoSAM.....	65	
2.4 Come vengono assegnati i punteggi ESG e i fornitori di dati non finanziari ..	65	
2.4.1 Come si calcola il rating ESG.....	67	
2.5 L’analisi ESG delle imprese .....	68	
2.6 Rating	MSCI	ESG
.....		
		70
2.7 La divergenza dei rating ESG .....		72
2.7.1 Indici SRI.....		76
2.8 Canali di trasmissione economica e questioni chiave ESG .....		78
2.8.1 Key Issues .....		80

2.8.2 Key Performance Indicator: misurare la sostenibilità con gli indicatori ..	85
2.9 Rating ESG e rating del credito .....	86
2.9.1 Le agenzie di rating creditizio: Moody's Rating e S&P Global Ratings..	90
CAPITOLO 3: GLI APPROCCI DEGLI ASSET MANAGER ALL'INVESTIMENTO RESPONSABILE .....	91
3.1 Investimenti responsabili .....	91
3.2 Gli approcci dei più grandi asset manager al mondo all'investimento responsabile .....	93
3.2.1 Posizionamento e prestazioni in tutte le aree geografiche .....	96
3.2.2 Prestazioni regionali .....	97
3.2.3 Governance .....	99
3.2 I più grandi gestori di fondi di investimento al mondo.....	99
3.3.1 BlackRock.....	101
1.3.1.1 Investimenti ambientali, sociali e di corporate governance.....	102
3.3.2 Vanguard Asset Management.....	104
3.3.2.1 Investimenti ambientali, sociali e di corporate governance.....	105
3.3.3 Fidelity Investments.....	106
3.3.3.1 Investimenti ambientali, sociali e di corporate governance.....	107
3.4 Analisi svolta su questionari posti ad asset manager internazionali.....	109
3.4.1 Aree di interesse.....	110

3.5 Approccio generale .....	113
3.5.1 In che modo i criteri ESG influiscono sulle decisioni di portafoglio e quali sono i fattori più rilevanti nel proprio quadro ESG .....	117
3.5.2 In che modo le strategie degli asset manager sfruttano i dati ESG.....	119
3.5.3 In che misura i principi ESG sono integrati nelle operazioni aziendali e quante risorse sono destinate agli investimenti responsabili .....	121
3.5.4 Strategie di investimento ESG e SRI offerte .....	124
3.6 Approccio Environmental.....	126
3.6.1 I principali impatti negativi legati al clima e come vengono integrati nei portafogli di investimento .....	128
3.7 Approccio Social.....	131
3.7.1 Opportunità materiali per i diritti umani e del lavoro .....	134
3.7.2 Come vengono integrati i rischi e le opportunità per i diritti umani e del lavoro nelle decisioni di investimento .....	135
3.8 Approccio Governance .....	136
3.8.1 Come integrare i rischi e le opportunità di corporate governance.....	137
3.8.2 Le priorità di corporate governance.....	139
3.6 Considerazioni finali.....	141

## INTRODUZIONE

La sostenibilità è la condizione secondo la quale viene assicurato il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri. Le risorse del pianeta non sono infinite, vanno preservate con cura, senza sprechi, rispettando ecosistemi e biodiversità.

Il concetto di sostenibilità è legato intrinsecamente a quello di tutela dell'ambiente, ma nel corso del tempo ha subito un'evoluzione: si è partiti da una visione centrata quasi esclusivamente sugli aspetti ecologici, per approdare a un significato più ampio che considera, oltre alla dimensione ambientale, anche quella economica e sociale.

Il significato di sostenibilità ambientale indica quindi uno degli aspetti chiave del concetto più ampio di sviluppo sostenibile, dal quale nascono tutte le azioni che possono essere messe in campo da istituzioni, aziende, singole persone.

La sostenibilità ambientale si valuta attraverso i criteri ESG, ovvero i fattori *Environmental, Social e Governance* che permettono di verificare l'impatto etico di un investimento, cioè il suo effetto sul pianeta, sulle persone e sull'economia.

Lo studio di questa tesi è incentrato sul cambiamento climatico e su come la finanza sostenibile può influenzare le scelte degli investitori.

La crescente disuguaglianza, la natura mutevole del lavoro e le continue violazioni dei diritti umani sono solo alcuni dei principali rischi che la società globale e il settore finanziario che la sostiene devono affrontare. Alla radice di molti di questi problemi c'è il breve termine: le imprese e le organizzazioni finanziarie cercano un ritorno a breve termine, ignorando le esternalità delle loro decisioni.

La sostenibilità aziendale oggi è considerata un punto di partenza fondamentale per un nuovo approccio al business. Per raggiungere questi obiettivi sono intervenuti anche i governi, introducendo delle normative e regolamentazioni internazionali. Gli investimenti hanno un ruolo fondamentale nel contrastare i problemi ambientali.

Nel primo capitolo la tesi si concentra sugli aspetti generali della sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* e sui criteri ESG e l'impegno dei governi per la finanza sostenibile.

Nel secondo capitolo sono illustrati i rating ESG, cioè le valutazioni che le agenzie attribuiscono alle società in merito alle performance sostenibili.

Infine, nel terzo capitolo, sono analizzati una serie di questionari posti ad *asset manager* internazionali in relazione ai temi ESG, e valutati i loro approcci all'investimento responsabile. Per valutare in che modo il settore si sta adattando

alle mutevoli preferenze degli investitori e quale gamma di considerazioni viene presa in considerazione nel processo di creazione dei prodotti ESG è stato chiesto ai gestori patrimoniali come operano e in che modo gestiscono la loro offerta di prodotti socialmente responsabili.

L'ascesa di una nuova generazione di investitori che non cercano più di investire semplicemente sulla base del rendimento e della crescita e attribuiscono sempre più importanza alla sostenibilità e agli standard etici aziendali, è stata accompagnata da un forte aumento del numero di prodotti d'investimento etichettati come "sostenibili".

## Capitolo 1

### LA FINANZA PER LO SVILUPPO SOSTENIBILE

#### 1.1 Criteri ESG

I criteri ESG sono usati dalla comunità finanziaria per misurare, valutare, confrontare le performance ambientali, sociali e di governance delle imprese. Sono un insieme di standard operativi a cui si devono ispirare le operazioni di una società per garantire il raggiungimento di determinati risultati aziendali.

L'obiettivo è una gestione societaria ispirata a buone politiche e a principi etici.

Il mondo della finanza ha iniziato a prestare attenzione alla valutazione dei criteri ESG per la gestione di diverse forme di investimento che si ispirano a principi di responsabilità sociale e ambientale e che indirizzano obiettivi legati all'ambiente, alla dimensione sociale e a una governance fondata su principi virtuosi.

È necessaria una valutazione di questi criteri per tutte le aziende a prescindere dalla loro vocazione o missione: molte analisi hanno dimostrato che le aziende con migliori valutazioni ESG sono anche quelle che ottengono maggiori performance e affrontano meglio i rischi legati a emergenze e situazioni di crisi.

L'integrazione dei criteri ESG permette di migliorare le *performance* delle aziende e consente di avere un maggior controllo sui rendimenti dei portafogli finanziari. Essi permettono inoltre di misurare in modo preciso e sulla base di

parametri standardizzati e condivisi le performance ambientali, sociali e di governance di un'azienda.

Gli obiettivi che l'etica ESG persegue sono: consapevolezza dei limiti legati all'ambiente, gestione delle risorse e sostenibilità, cioè il rispetto dell'ambiente in quanto esso ha risorse limitate.

## **1.2 Finanza sostenibile e criteri ESG**

La finanza sostenibile ha l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che tengano in considerazione fattori di tipo ambientale (E), sociale (S) e di governance (G), oltre agli aspetti economico finanziari. Nel processo decisionale in materia di investimenti si tiene conto di questi aspetti per rafforzare la stabilità finanziaria, portando a investimenti a più lungo termine in attività e progetti economici sostenibili.

Più precisamente, le considerazioni ambientali fanno riferimento alla mitigazione dei cambiamenti climatici e alla transizione verso la neutralità climatica<sup>1</sup>, cioè a un'economia a emissioni zero, nonché all'ambiente più in generale, ad esempio la

---

<sup>1</sup> Con neutralità climatica si intende l'equilibrio tra le emissioni nocive di origine antropica e l'assorbimento delle stesse: con l'obiettivo di raggiungere la neutralità climatica si prefigge di raggiungere emissioni nette di CO<sub>2</sub> e gas serra (o altre emissioni nocive) pari a 0. Questo significa che ogni emissione nociva non rimossa dovrà esser compensata con una quantità equivalente, di CO<sub>2</sub> e gas serra, rimossa.

conservazione della biodiversità, la prevenzione dell'inquinamento e l'economia circolare.

La parola *enviromental* fa riferimento all'ambiente, in particolare ai cambiamenti climatici, alle emissioni di anidride carbonica (CO<sub>2</sub>), all'inquinamento dell'aria e dell'acqua, agli sprechi e alla deforestazione.

Le considerazioni di ordine sociale possono fare riferimento a questioni di ineguaglianza<sup>2</sup>, inclusività, rapporti di lavoro, investimenti in capitale umano e nelle comunità, nonché questioni relative ai diritti umani. Le considerazioni di ordine ambientale e sociale sono spesso interconnesse.

La *governance* svolge un ruolo fondamentale nel garantire l'inclusione delle considerazioni ambientali e sociali nel processo decisionale. Con *governance* si intendono gli aspetti di governo societario dell'impresa, quindi le politiche di controllo sui comportamenti degli organi di vertice, le relazioni con i dipendenti e la modalità di remunerazione dei dirigenti.

La finanza sostenibile si riferisce agli strumenti finanziari con i quali si favorisce uno sviluppo ecosostenibile, in particolare, la transizione energetica<sup>3</sup> e la lotta al riscaldamento globale. Gli investitori e le istituzioni finanziarie possono infatti contribuire a contrastare il cambiamento climatico, orientando gli investimenti

---

<sup>2</sup> Si presta particolare attenzione alla parità di genere nei rapporti lavorativi.

<sup>3</sup> La transizione energetica è il passaggio dall'utilizzo di fonti energetiche non rinnovabili a fonti rinnovabili.

verso imprese e progetti con obiettivi legati alla transizione energetica e alla tutela dell'ambiente.

La finanza sostenibile è in grado di generare valore economico e sociale nel lungo periodo grazie all'impiego di logiche sia finanziarie che ambientali, sociali e di governance nella determinazione delle scelte di investimento e cessione del credito. Essa consiste in un approccio congiunto allo sviluppo dei servizi finanziari che integra le dimensioni ESG attraverso pratiche di mercato, prodotti e misure normative. Comporta un impegno nel lungo termine, nonché pazienza e fiducia nel valore degli investimenti che hanno bisogno di tempo perché il loro valore si concretizzi.

Il mercato ha dimostrato di premiare i comportamenti ritenuti eticamente sostenibili. Una strategia rivolta alla sostenibilità garantisce numerosi vantaggi, mentre sottovalutare tali aspetti può esporre sia le imprese sia le banche a rischi di diversa natura.

Il settore finanziario ha un ruolo chiave da svolgere nel raggiungimento di tali obiettivi. Può orientare gli investimenti verso tecnologie e imprese più sostenibili, finanziare la crescita in modo sostenibile nel lungo termine e contribuire alla creazione di un'economia circolare a basse emissioni di carbonio<sup>4</sup>, resiliente ai cambiamenti climatici.

---

<sup>4</sup> Le emissioni di anidride carbonica nell'atmosfera terrestre sono la principale causa dell'effetto serra e del surriscaldamento globale.

### 1.3 Strategie di investimento sostenibile

Le tematiche riguardanti l'ambiente, i diritti umani e la *corporate governance* sono fattori sempre più determinanti negli investimenti. Le imprese sono il *driver* principale mediante il quale si riescono a ottenere risultati migliori in relazione alla sostenibilità ambientale, perciò è aumentata l'importanza delle imprese socialmente responsabili.

Gli investitori, in considerazione di tali parametri, selezionano investimenti non soltanto rispetto ai guadagni che ne possono trarre nel lungo termine, ma anche che consentano impatti sociali positivi. Si fa allora riferimento al *socially responsible investing* (SRI), quindi un approccio che esclude determinati titoli, quali ad esempio i titoli relativi a produttori di armi, alcool e tabacco o relativi a giochi d'azzardo, e vengono privilegiate le aziende impegnate nella giustizia sociale, nella sostenibilità ambientale e nello sviluppo di energie alternative e tecnologie pulite.

Esempi di criteri ESG utilizzati dagli investitori includono la determinazione dell'impatto di un'azienda sul cambiamento climatico, l'utilizzo dell'acqua, le politiche di anticorruzione, la diversità dei consigli di amministrazione, gli sforzi per i diritti umani e lo sviluppo della comunità.

Gli investimenti sostenibili si sono sviluppati anzitutto nell'ambito del comparto azionario, per poi estendersi al segmento dei titoli a reddito fisso. Gli investitori

che desiderano acquistare titoli che sono stati vagliati in base ai criteri ESG possono farlo attraverso fondi comuni di investimento socialmente responsabili e fondi negoziati in borsa.

### **1.3.1 Socially Responsible Investments (SRI)**

Gli investimenti socialmente responsabili comportano un approccio d'investimento orientato al lungo termine che integra i fattori ESG nel processo di ricerca, analisi e selezione dei titoli all'interno di un portafoglio di investimento. Combina l'analisi fondamentale e l'impegno con una valutazione dei fattori ESG al fine di cogliere meglio i rendimenti a lungo termine per gli investitori e di avvantaggiare il sistema influenzando il comportamento delle società<sup>5</sup>.

Questa definizione fa riferimento dunque a un approccio di lungo periodo che mira sia al rendimento finanziario per l'investitore sia alla creazione di valore per la società, grazie all'impegno a orientare il comportamento degli emittenti verso la considerazione dei fattori ESG e la *disclosure* non finanziaria.

Il mercato finanziario è lo strumento che orienta le imprese a muoversi maggiormente verso la sostenibilità. Quando si tratta di garantire investimenti socialmente responsabili per un'economia efficiente nell'impiego delle risorse ed

---

<sup>5</sup> Fonte: EUROSIF (2018).

una crescita sostenibile, gli investitori istituzionali rappresentano una forza economica considerevole ed una fonte di finanziamento per l'economia.

L'obiettivo è la stabilità e la salute dei sistemi economici ed ambientali. Mediante questo approccio gli investitori cercano sempre più di indirizzare i propri capitali verso imprese che consentano di raggiungere tali obiettivi, quali ad esempio imprese che riducono le emissioni di CO<sub>2</sub>.

### **1.3.2 Corporate Social Responsibility (CSR)**

La *corporate social responsibility* (CSR) è la responsabilità sociale d'impresa, cioè l'attenzione che una società dimostra verso la comunità e l'ambiente.

Essa si traduce nell'attuazione, da parte dell'impresa, di una *governance* e di una politica aziendale che siano in grado di perseguire, contestualmente agli obiettivi economici, anche obiettivi in termini di sostenibilità dell'ambiente e rispettosi di alcuni principi etici e normativi.

Le imprese sono chiamate a rispettare determinate regole, che riguardano ad esempio la riduzione del numero di processi che inquinano o la partecipazione a programmi educativi<sup>6</sup> e sociali. Il maggior impegno delle imprese su questo fronte è un fattore di maggiore attrattività per i capitali.

---

<sup>6</sup> Progetti che hanno lo scopo di educare allo sviluppo sostenibile ed incoraggiare cambiamenti nelle conoscenze, valori e comportamenti per consentire una società più sostenibile e giusta.

Tali obblighi e imposizioni normative hanno spinto le aziende verso una maggiore e necessaria *compliance* a livello sociale. Queste regole variano di paese in paese, anche in relazione alle condizioni del mercato e ad aspetti legati alla cultura aziendale.

#### **1.4 Rischi e vantaggi**

In passato le esigenze relative alle scelte di investimento erano indirizzate solamente al raggiungimento di un guadagno economico elevato. Le questioni relative alle relazioni aziendali e ai caratteri sociali erano secondarie rispetto all'ottenimento di ritorni sugli investimenti.

Oggi il panorama societario è cambiato, si presta attenzione ai guadagni per gli azionisti di minoranza, alle responsabilità verso il benessere dei dipendenti e a una visione per il bene comune. Un investimento ambientale, sociale e di governance col tempo ha assunto un significato sempre maggiore<sup>7</sup>.

Gli investimenti ESG racchiudono l'idea che le società debbano usare anche fattori non finanziari per influenzare e sfidare i propri impatti ambientali, come l'uso di energia e materiali; gli impatti sociali, che includono la salute, la

---

<sup>7</sup> Nell'ultimo decennio la considerazione dei temi ambientali è aumentata a causa delle evidenti ripercussioni che il riscaldamento globale ha causato e la concentrazione di gas serra in costante aumento nell'atmosfera, dovuta principalmente dalla combustione di carburanti fossili. (Fonte: WWF).

sicurezza e la diversità della forza lavoro; e gli attributi di *governance*, come gli aspetti etici, i diritti degli azionisti di minoranza e le politiche di remunerazione dei manager.

I rischi ambientali, sociali e di *governance* influiscono sulla crescita effettiva e potenziale dell'economia. I profili ambientali figurano tra le categorie a rischio più elevato e possono avere impatti potenziali significativi sulla posizione economico finanziaria delle imprese.

#### **1.4.1 Il cambiamento climatico e i rischi per il sistema finanziario**

I rischi climatici sono comunemente classificati in due tipologie: i rischi fisici e i rischi di transizione.

I rischi fisici derivano dagli effetti fisici del cambiamento climatico, ovvero quelli derivanti dall'intensificarsi di fenomeni naturali estremi dovuti ai cambiamenti climatici. Questi fenomeni possono essere cronici, come il progressivo aumento della temperatura media globale e del livello dei mari o delle precipitazioni, oppure acuti, che fanno riferimento al verificarsi di singoli eventi che hanno bassa probabilità di manifestarsi ma che hanno un impatto significativo sui territori colpiti, quali ad esempio alluvioni, uragani, ondate di calore, siccità e incendi che danneggiano la produzione e le vendite delle imprese.

Gli impatti potenziali sulle attività economiche sono significativi, si pensi ad esempio alle variazioni permanenti delle condizioni meteorologiche e agli effetti sulla produzione agricola di un'area. Le imprese danneggiate da eventi climatici avversi possono subire un potenziale deprezzamento delle azioni e delle obbligazioni da loro emesse con conseguenti perdite per gli intermediari e i risparmiatori che li detengono.

Vi sono poi i rischi di transizione derivanti dal passaggio a sistemi di produzione e consumo dell'energia che consentono una riduzione delle emissioni di gas serra<sup>8</sup>.

I rischi di transizione possono comportare diversi livelli di rischio finanziario e reputazionale con eventuali impatti sulla performance economica delle imprese. Per esempio, le misure adottate dalle autorità pubbliche per garantire la transizione verso un'economia con basse emissioni di CO<sub>2</sub>, se non ben pianificate, possono penalizzare l'attività di imprese che operano in settori economici più esposti, come l'industria energetica o quella automobilistica, con potenziali ripercussioni sugli intermediari che le finanziano e, di conseguenza, sugli investitori.

Alla transizione si associano ulteriori rischi. Il rischio di *policy*<sup>9</sup> si riferisce alle politiche di contrasto al cambiamento climatico promosse da governi e istituzioni.

---

<sup>8</sup> La transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio può comportare ingenti cambiamenti politici, legali, tecnologici e di mercato per venire incontro ai requisiti di mitigazione e adattamento, come è stato osservato nel caso del Piano d'Azione sulla finanza per la crescita sostenibile della Commissione UE.

Il rischio legale esprime la possibilità di essere coinvolti in cause legali relative al tema climatico. Il rischio tecnologico si associa ai potenziali oneri derivanti dall'applicazione di nuove tecnologie mirate a contenere i cambiamenti climatici<sup>10</sup>. Il rischio di mercato si riferisce agli effetti sull'offerta e sulla domanda di prodotti e si lega anche al rischio reputazionale, dovuto alla cattiva percezione da parte dei consumatori delle imprese ad alto impatto climatico.

I rischi connessi alla transizione verso un'economia *green* spiegano l'attenzione crescente al tema delle maggiori banche centrali e delle Autorità di vigilanza che hanno individuato una serie di raccomandazioni tese a mitigare l'impatto del rischio fisico e del rischio di transizione sul sistema finanziario<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Il rischio di *policy* è tra gli ambiti più rilevanti, riguarda il prezzo delle emissioni di anidride carbonica, considerato ancora troppo basso per orientare efficacemente i comportamenti degli attori di mercato verso il raggiungimento degli obiettivi di decarbonizzazione definiti nei trattati internazionali. Tale prezzo può emergere sia dalle dinamiche di un mercato delle emissioni di CO<sub>2</sub> attivato dal regolatore pubblico, sia dall'applicazione volontaria da parte delle stesse imprese di un prezzo interno alle proprie emissioni. Nonostante questo il prezzo delle emissioni rimane ancora troppo lontano da quello ritenuto necessario per eliminare le esternalità e troppo eterogeneo tra imprese e aree geografiche. (Fonte: CONSOB. *“Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione Europea”*, pag. 57).

<sup>10</sup> Si pensi all'approvvigionamento di energia elettrica da fonti sostenibili in sostituzione di quelle fossili.

<sup>11</sup> Fonte: *“The Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System”* (NGFS).

Questi rischi possono accrescere le vulnerabilità del sistema finanziario. Per questo motivo è necessario il loro monitoraggio.

#### **1.4.1.1 Greenwashing**

Una criticità per lo sviluppo degli investimenti sostenibili è la bassa conoscenza che gli investitori *retail* hanno della materia e che, in un contesto di forti asimmetrie informative, può concorrere ad alimentare il rischio di *greenwashing*. Il *greenwashing* è la pratica che si verifica nel momento in cui un emittente si presenta come *ESG compliant*<sup>12</sup> quando di fatto non lo è. È una strategia di comunicazione che viene spesso adottata da aziende, da organizzazioni o da istituzioni politiche per attirare consumatori che sono sempre più attenti alla loro impronta ecologica, costruendo un'immagine di sé ingannevolmente positiva sotto il profilo dell'impatto ambientale. Si sfruttano quindi politiche ambientali e *claim* sociali per ricavare profitto. L'alimentazione del *greenwashing* costituisce un ostacolo al contributo che il sistema finanziario può fornire alle politiche di contrasto al cambiamento climatico.

---

<sup>12</sup> Per "*ESG compliant*" si intende un sistema in cui la società è "conforme ai criteri ESG", quindi mette in atto pratiche che rispettano i criteri ambientali, sociali e di governance.

Un fenomeno rilevante riguardo il processo di investimento è il *green paradox*<sup>13</sup>.

Alcune statistiche dimostrano che la considerazione di una quantità eccessiva di fattori ESG, o viceversa il non utilizzo in quantità sufficiente, penalizza potenzialmente la performance di un investimento diversificato.

Il *greenwashing* può essere evitato, dagli investitori più preparati, attraverso l'*active ownership*<sup>14</sup>, approccio trasversale con cui si esercita influenza su una società per spingerla ad intraprendere approcci ESG reali.

È inoltre importante sviluppare attività di “educazione sostenibile” dirette agli investitori *retail*. È necessario lo sviluppo di un ecosistema di informazione efficiente, che permetta di mitigare il rischio di *greenwashing* e di gestire le opportunità e i rischi collegati ai fattori ESG.

#### **1.4.2 Vantaggi**

Uno dei motivi principali per l'integrazione dei fattori ESG nelle proprie scelte di investimento è che questi possono ridurre il rischio e migliorare i rendimenti.

Questo approccio consente di prendere in considerazione rischi aggiuntivi al di là

---

<sup>13</sup> “*Green Paradox*” è anche il libro dell'economista *Hans Werner Sinn*, il quale si riferisce a un effetto indesiderato delle misure ambientali, la cui eccessiva attenzione porta ad accelerare il cambiamento climatico.

<sup>14</sup> Si tratta della “partecipazione attiva”, cioè la volontà di esercitare la propria influenza per promuovere e raggiungere gli obiettivi prefissati, uno degli elementi essenziali è il dialogo, ovvero la discussione attiva con le aziende.

di quelli strettamente finanziari, e introduce importanti valutazioni nel processo di investimento.

L'essere un'impresa con buone performance ESG comporta numerosi benefici. Orientare i propri investimenti in questo senso rappresenta un'iniziativa positiva per l'ambiente, per la società e per il proprio guadagno. Questo aspetto può migliorare i risultati economici dell'impresa e trarne vantaggi. Le imprese sostenibili hanno più possibilità di rendimento a lungo termine e controllano in maniera più efficiente i rischi grazie al fatto che operano in modo più cauto.

L'utilizzo di fattori ESG permette di evitare rischi di carattere non finanziario, come i cambiamenti climatici, ma anche di natura reputazionale come casi di corruzione o di false comunicazioni. Con l'utilizzo di criteri ESG si ottengono risultati in linea con i rendimenti e con una minore volatilità, perciò si ha un'ottimizzazione dell'investimento.

Molte ricerche<sup>15</sup> dimostrano come effettivamente le imprese che meglio riescono ad implementare le pratiche ESG nella propria attività ottengono anche migliori risultati economici. Essere sostenibili consente di ottenere un miglioramento dell'immagine dell'impresa agli occhi degli investitori, migliorando dunque la solidità percepita dell'impresa stessa.

---

<sup>15</sup> Tra le tante, si vedano: MSCI: *"Foundations of ESG Investing in Corporate Bonds"*, Novembre 2020. MSCI: *"Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance"*, Luglio 2019. Deutsche Bank Research: *"ESG markets review: October 2021"*.

In secondo luogo, le imprese con migliori performance dal punto di vista della *Corporate Social Responsibility* divulgano maggiormente le proprie attività in materia di sostenibilità e in tal modo risultano più trasparenti e responsabili.

Le società che contribuiscono a risolvere i problemi ambientali hanno maggiori opportunità di crescere nel tempo. L'attenzione a queste tematiche da parte delle aziende implica minori rischi di cause legali e risarcimenti costosi: questo determina un aumento dell'interesse verso queste aziende e quindi un incremento del loro valore.

Le aziende possono intervenire per attenuare i problemi relativi all'ambiente. Ad esempio, è possibile adottare un piano per diventare un'azienda a zero emissioni. Questo obiettivo richiede di tenere conto degli impatti sul clima del proprio processo produttivo e di ridurli. Questo è ottenibile investendo in maniera efficiente: acquistare energia rinnovabile<sup>16</sup> e compensare le emissioni di CO<sub>2</sub>.

Oggi l'ESG è uno standard di riferimento per gli investitori: non bisogna separare i rischi climatici dai rischi d'impresa. Nelle decisioni di investimento bisogna valutare non solo il costo dell'investimento ESG, il quale è più alto ma è compensato da un maggiore ritorno nel lungo periodo, ma anche il costo nel non investire responsabilmente.

L'integrazione dei fattori ESG può portare quindi a una riduzione del rischio di investimento e a un contemporaneo miglioramento del rendimento, consentendo

---

<sup>16</sup> Fonti di energia non soggette ad esaurimento e con un limitato impatto ambientale.

di selezionare solo gli investimenti in aziende che mostrano una migliore preparazione e adattabilità ai criteri ESG.

### **1.5 Regolamentazione: l'impegno dell'UE per una Finanza Sostenibile**

La transizione verso un sistema economico più sostenibile passa principalmente attraverso gli investimenti, questi perciò devono essere orientati verso progetti ecosostenibili e meno impattanti. È quindi necessario un modello di crescita efficiente, per rafforzare la sostenibilità delle imprese e per incentivare l'attenzione ai temi ambientali, sociali e di governance di queste ultime, ridurre sprechi e aumentare l'utilizzo di energie rinnovabili.

Il ruolo principale nel contrastare il cambiamento climatico e i rischi ESG spetta ai governi. L'Unione Europea ha fatto sì che le considerazioni relative alla sostenibilità venissero integrate nel quadro normativo con l'obiettivo di creare regole più definite per la finanza sostenibile in ambito europeo. L'obiettivo è quello di sostenere gli investimenti e rafforzare la fiducia degli investitori in prodotti finanziari sostenibili.

L'Unione europea sostiene fermamente la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, più efficiente sotto il profilo delle risorse e sostenibile ed è intervenuta per costruire un sistema finanziario che sostenga la crescita

sostenibile. A questo proposito sono state introdotte delle misure normative per rispondere all'urgenza di contenere il cambiamento climatico e di conseguire gli obiettivi energetici a lungo termine dell'Unione, perciò integrare i criteri ESG nelle politiche di investimento e nelle attività di *stewardship*<sup>17</sup> da parte degli investitori istituzionali.

Gli obiettivi della Commissione Europea per raggiungere un'economia più sostenibile prestano particolare attenzione alla trasparenza quando si tratta di rischi legati a fattori ESG che possono avere un impatto sul sistema finanziario, con lo scopo di ridurre le asimmetrie informative; a orientare le preferenze individuali e le funzioni obiettivo degli *stakeholders*<sup>18</sup> a sostegno della transizione verso un sistema economico più sostenibile e di una migliore protezione degli investitori (ad esempio in riferimento al rischio di *greenwashing*).

I fattori ESG sono stati integrati nel mercato finanziario europeo a seguito degli accordi internazionali su clima e sostenibilità ambientale.

A seguito dalla sottoscrizione dell'Agenda 2030, effettuata dalle Nazioni Unite il 25 settembre del 2015, l'Unione Europea avvia il suo percorso di inclusione delle tematiche sostenibili nel mondo finanziario, firmando l'Accordo di Parigi il 12

---

<sup>17</sup> Gestione etica e responsabile delle risorse.

<sup>18</sup> Con il termine “*stakeholder*” si intende il portatore di un interesse, sia in riferimento a un'attività aziendale che a un progetto, con interessi legati all'attività di riferimento. Se parliamo di una società, per esempio, gli stakeholder sono i clienti, i fornitori, i finanziatori, i dipendenti, gli azionisti, i residenti di aree limitrofe alla società e le amministrazioni locali.

dicembre dello stesso anno<sup>19</sup>. Da qui si impegna nella transizione verso modelli di crescita includenti tematiche ambientali, che portano nel marzo 2018 al lancio del Piano d’Azione per finanziare la crescita sostenibile, in cui vengono delineate le strategie e le misure da adottare per incrementare gli investimenti in progetti sostenibili e promuovere l’integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance nella gestione dei rischi da parte degli operatori finanziari<sup>20</sup>. L’accordo di Parigi è il primo trattato universale e giuridicamente vincolante sui cambiamenti climatici, con cui la comunità internazionale si è impegnata a ridurre la concentrazione di gas serra nell’atmosfera, mediante la riconversione dei settori produttivi verso un modello a basse emissioni<sup>21</sup>.

L’11 dicembre 2019 la Commissione Europea ha presentato il Green Deal europeo, una strategia di crescita volta ad avviare il percorso di transizione verso un’economia a impatto climatico zero, resiliente ai cambiamenti climatici ed efficiente sotto il profilo delle risorse. L’obiettivo è quello di rendere l’Europa il primo continente climaticamente neutro entro il 2050<sup>22</sup>.

---

<sup>19</sup> Fonte: CONSOB, “*Finanza sostenibile*”.

<sup>20</sup> Fonte: CONSOB: “*Il piano di azione della finanza sostenibile*”.

<sup>21</sup> L’accordo prevede un rigido percorso di decarbonizzazione volto a contenere la crescita delle temperature entro i 2°C rispetto ai valori preindustriali e proseguire l’azione per limitare tale incremento a 1.5°C.

<sup>22</sup> Fonte: CONSOB, “*Il green Deal europeo*”.

La Commissione Europea ha adottato una proposta di regolamento relativa alla “Tassonomia” delle attività ecosostenibili, un sistema di certificazione e classificazione comune dei prodotti e servizi considerati sostenibili in base alla loro capacità di mitigare o adattarsi ai cambiamenti climatici. La Tassonomia consente quindi di individuare imprese, progetti e investimenti sostenibili.

Inoltre è stata aggiornata la MiFID II<sup>23</sup> che richiede agli intermediari di tenere conto obbligatoriamente delle preferenze della clientela per i fattori ESG nella prestazione dei servizi di investimento.

Al fine di eliminare le asimmetrie informative sono presenti obblighi informativi e di rendicontazione di carattere non finanziario, relativi ai prodotti e servizi classificati come “etici” o “socialmente responsabili”, che rientra nel modello di informativa SFDR<sup>24</sup> sulla gestione dei fattori ESG.

La declinazione di questi approcci comporta un’evoluzione dei processi decisionali. Il settore finanziario ha un ruolo fondamentale nel raggiungimento di tali obiettivi: riorientare gli investimenti verso tecnologie e imprese più sostenibili, finanziare la crescita in modo sostenibile nel lungo termine,

---

<sup>23</sup> Direttiva 2014/65/UE.

<sup>24</sup> “*Sustainable Finance Disclosure Regulation*”, che estende gli obblighi di *non financial reporting*. Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

contribuire alla creazione di un'economia circolare a basse emissioni di carbonio e resiliente ai cambiamenti climatici.

### **1.5.1 Gli accordi di Parigi**

L'accordo di Parigi è un trattato internazionale stipulato tra gli stati membri dell'UNFCCC<sup>25</sup> riguardo la riduzione di emissione di gas serra. È necessario agire collettivamente per ottenere un impatto positivo sul cambiamento climatico. Il contenuto dell'accordo è stato negoziato nel 2015 dai rappresentanti di 197 stati<sup>26</sup> durante la 21° Conferenza delle Parti dell'UNFCCC a Parigi. Esso costituisce la prima intesa mondiale sul clima per adattare e rafforzare la resilienza ai cambiamenti climatici e per limitare il riscaldamento climatico a un valore inferiore a 2°C.

I paesi dell'UE sostengono l'accordo di Parigi e il relativo obiettivo di mantenere il riscaldamento globale entro livelli sicuri. La normativa europea sul clima ha introdotto nella legislazione l'obiettivo dell'UE di raggiungere l'impatto climatico

---

<sup>25</sup> “*United Nations Framework Convention on Climate Change*”: Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, trattato internazionale ambientale prodotto dalla Conferenza sull'Ambiente e sullo Sviluppo delle Nazioni Unite.

<sup>26</sup> L'Unione Europea ha aderito agli accordi il 21 aprile 2016 (ratifica il 5 ottobre 2016), con la firma di Sharon Dijksma, allora Presidente del Consiglio europeo, e Maros Sefcovic, ex vicepresidente della Commissione Europea.

zero entro il 2050, impegnandosi a ridurre le sue emissioni di almeno il 55% entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990. Ciò significa che entro il 2050 l'UE ridurrà drasticamente le sue emissioni di gas a effetto serra e individuerà modalità per compensare le emissioni rimanenti e inevitabili. Il conseguimento di un saldo netto di emissioni pari a zero può permettere di limitare i cambiamenti climatici e i loro effetti.

L'accordo ha un obiettivo di lungo termine, cioè raggiungere un impatto climatico nullo entro il 2050.

Per raggiungere questo obiettivo è necessario aumentare la capacità di adattamento agli effetti negativi dei cambiamenti climatici promuovendo la resilienza climatica e lo sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra, con modalità che non minaccino la produzione alimentare<sup>27</sup>. Le conseguenze dei cambiamenti climatici possono essere ridotte mantenendo l'aumento della temperatura media globale al di sotto di 2°C rispetto ai livelli preindustriali e proseguendo l'azione volta a limitare tale aumento a 1,5 °C.

I paesi maggiormente sviluppati, specialmente i paesi membri dell'UE, forniscono finanziamenti per il clima ai paesi in via di sviluppo per agevolare la loro transizione ecologica, ridurre le emissioni e contrastare gli effetti negativi dei cambiamenti climatici<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> Fonte: Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, "Accordo di Parigi".

<sup>28</sup> Fonte: Consiglio Europeo, "Cambiamenti climatici: il contributo dell'UE".

La transizione verso la neutralità climatica offrirà opportunità significative in termini di crescita economica, mercati, posti di lavoro e sviluppo tecnologico.

I governi sono tenuti a comunicare periodicamente i rispettivi piani d'azione in materia di sostenibilità ambientale e i risultati raggiunti al fine di garantire trasparenza e controllo<sup>29</sup>.

Attualmente, i paesi aderenti all'accordo sono ancora lontani dall'obiettivo di mantenere l'aumento delle temperature al di sotto di 1,5°C. Gli stati che sono maggiormente in linea con l'accordo di Parigi sono Marocco, Gambia, India e Costa Rica<sup>30</sup>. L'Unione Europea non sta presentando dei buoni risultati, contrariamente alle aspettative dovute alle disponibilità economiche e all'avanzamento tecnologico. Questo perché la crisi climatica non è gestita in maniera corretta<sup>31</sup>, soprattutto a causa di interessi economici legati al petrolio<sup>32</sup>.

---

<sup>29</sup> Fonte: Consiglio Europeo, *“Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici”*.

<sup>30</sup> Studio *“Aligning national and international climate targets”*.

<sup>31</sup> Nel 2021 il riscaldamento globale è stato di +1.11°C.

<sup>32</sup> Fonte: Eurostat, *“Europa e Agenda 2030: l'analisi Eurostat sui singoli obiettivi in UE”*.

### **1.5.2 Agenda 2030**

L'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile è un programma d'azione sottoscritto nel settembre 2015 dai governi dei 193 Paesi membri dell'ONU. È un documento che si basa sui principi di crescita economica, inclusione sociale e tutela dell'ambiente. Questo programma si realizza attraverso 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (sinteticamente indicati dalla sigla SDGs)<sup>33</sup> che rientrano in un programma più ampio contenente 169 target. I paesi aderenti si impegnano a raggiungerli entro il 2030.

Per ottenere uno sviluppo sostenibile è importante armonizzare tre elementi fondamentali: la crescita economica, l'inclusione sociale e la tutela dell'ambiente. I 17 obiettivi dell'Agenda 2030 rappresentano obiettivi comuni che riguardano pianeta, persone, prosperità, pace e collaborazione.

Gli obiettivi previsti dal piano mirano a contrastare la povertà nel mondo, assicurare la salute e il benessere, fornire un'educazione inclusiva, raggiungere l'uguaglianza di genere, incentivare una crescita economica sostenibile, garantire pace, giustizia e buone istituzioni.

---

<sup>33</sup> L'acronimo SDGs indica le parole inglesi "*Sustainable Development Goals*", cioè obiettivi di sviluppo sostenibile.

Figura 1.1: I 17 obiettivi dell'agenda 2030.



Fonte: Centro Regionale di Informazione delle Nazioni Unite (UNRIC).

Per raggiungere questi obiettivi è necessario sia l'intervento dei governi che un uso responsabile delle risorse da parte di ogni individuo, che può gestire il proprio consumo in maniera più efficiente e cercare di ridurre l'impronta ecologica<sup>34</sup>.

Ogni anno viene elaborato un report in cui si analizzano le situazioni di tutti gli stati membri in relazione agli obiettivi dell'Agenda 2030.

---

<sup>34</sup> L'impronta ecologica rappresenta la quantità di risorse consumate rispetto alle capacità della terra di rigenerarle. Più si consuma, più aumenta l'impronta ecologica. Nel 2020 l'impronta ecologica era stimata a 160%.

### **1.5.3 Action Plan on Sustainable Finance**

L'8 marzo 2018 la Commissione Europea ha pubblicato l'"Action Plan Financing Sustainable Growth" (SFAP)<sup>35</sup>, dopo un'attenta analisi condotta dal gruppo di esperti di alto livello sulla finanza sostenibile (HLEG)<sup>36</sup>.

Il piano d'azione per la finanza sostenibile è un importante obiettivo politico dell'Unione Europea che mira a promuovere investimenti sostenibili. Lo scopo è quello di rendere l'economia europea più competitiva e allo stesso tempo rispettosa dell'ambiente e delle risorse che offre. Esso indica gli obiettivi e le attività da realizzare con il coinvolgimento di tutti gli attori del mercato finanziario (investitori, gestori e intermediari) al fine di raggiungere gli obiettivi suggeriti dall'HLEG.

L'SFAP persegue tre obiettivi principali: riorientare i flussi di capitali verso investimenti responsabili al fine di garantire una crescita sostenibile e inclusiva, gestire i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, dall'esaurimento delle risorse e dal degrado ambientale, promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine delle attività economico finanziarie. È chiaro che l'intenzione

---

<sup>35</sup> Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile.

<sup>36</sup> Questo gruppo si è impegnato a fornire indicazioni su come riuscire a indirizzare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili, identificare le tappe che gli istituti finanziari dovrebbero intraprendere per proteggere il sistema finanziario dai rischi della sostenibilità e fare in modo che queste politiche vengano adottate in tutta l'Unione Europea.

dell'Unione Europea è quella di trovare un equilibrio tra le esigenze finanziarie e la necessità di salvaguardare le risorse ambientali.

Queste tre categorie prevedono diversi obiettivi al loro interno. Per orientare i capitali verso un'economia più sostenibile è stato necessario promuovere gli investimenti in progetti sostenibili, creare uno standard UE ed etichette per le obbligazioni e per i prodotti finanziari *green*, stabilire una Tassonomia<sup>37</sup> dell'UE chiara e dettagliata e un sistema di classificazione delle attività sostenibili. Inoltre sono stati sviluppati parametri di riferimento relativi alle emissioni di carbonio per la sostenibilità che forniscono agli investitori migliori informazioni sull'impronta di carbonio dei loro investimenti. La valutazione delle prestazioni ESG delle imprese contribuisce a un'allocazione più sostenibile del capitale e ad un migliore flusso di informazioni fra gli emittenti e gli investitori. La sostenibilità va integrata nella consulenza finanziaria: a tale riguardo la Commissione ha pubblicato un progetto di norme relative ai fattori di sostenibilità che i consulenti in materia di investimenti e i distributori di prodotti assicurativi devono tenere conto quando forniscono consulenza ai clienti.

In secondo luogo, per inserire la sostenibilità nella gestione del rischio serve una migliore integrazione dei fattori ESG nelle valutazioni e nelle ricerche di mercato

---

<sup>37</sup> Regolamento riguardo: uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine, economia circolare, prevenzione e riduzione dell'inquinamento e protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

ed è necessario chiarire gli obblighi dei gestori patrimoniali e degli investitori istituzionali in materia di sostenibilità. Nel 2019 è entrato in vigore il regolamento sull'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari<sup>38</sup>. Banche, imprese di assicurazione e fondi pensione sono sempre più esposti ai rischi legati a uno sviluppo economico non sostenibile. L'obiettivo della Commissione è perciò quello di istituire requisiti patrimoniali che comprendano anche i rischi legati alle attività sostenibili detenute dagli istituti finanziari. Si fa quindi riferimento alla MiFID II e alla IDD<sup>39</sup>, che richiedono agli intermediari di tenere conto obbligatoriamente delle preferenze della clientela per i fattori ESG nella prestazione dei servizi di investimento. L'UE ha rafforzato i requisiti di sostenibilità della MiFID per l'informativa finanziaria e gli OICVM<sup>40</sup> per le registrazioni dei fondi.

Per promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine occorre rafforzare la divulgazione della sostenibilità e la regolamentazione contabile. Bisogna

---

<sup>38</sup> Il 27 novembre 2019 il Parlamento europeo e il Consiglio hanno adottato il Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

<sup>39</sup> Direttiva 2016/97/UE. “*Insurance Distribution Directive*”: è la Direttiva Europea sulla distribuzione dei prodotti assicurativi. L'obiettivo della IDD è la tutela dell'assicurato, in modo simile a quanto fatto dalla MiFID II per i prodotti finanziari.

<sup>40</sup> “Organismo di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari”: intermediari finanziari specializzati nell'investimento collettivo in valori mobiliari.

comunicare le informazioni di carattere non finanziario e la strategia per consolidare le basi per gli investimenti sostenibili. È essenziale la trasparenza nelle comunicazioni in modo che gli attori del mercato finanziario possano valutare correttamente sia gli investimenti che i rischi della sostenibilità.

L'educazione finanziaria ha un ruolo fondamentale per garantire la comprensione di questo approccio della finanza sostenibile ed incoraggiare gli investimenti socialmente responsabili.

Il Piano di azione del 2018 ha l'obiettivo di agevolare l'integrazione nei processi decisionali degli attori del sistema economico finanziario e orientare le preferenze individuali e le funzioni obiettivo dei vari *stakeholders* in funzione sia di una migliore protezione degli investitori sia di una maggiore canalizzazione di risorse finanziarie a sostegno della transizione verso un sistema economico più sostenibile.

### **1.5.3.1 Tassonomia UE**

Nel giugno del 2020 è stata approvata la “Tassonomia” della Commissione Europea<sup>41</sup>. La Tassonomia delle attività economiche sostenibili è un documento

---

<sup>41</sup> Regolamento UE 2020/852.

redatto dal TEG<sup>42</sup>, un gruppo di esperti incaricati dalla Commissione Europea di fornire raccomandazioni riguardo le nuove normative per una finanza sostenibile.

La Tassonomia indica le regole per stabilire quali attività economiche possano definirsi sostenibili, in base alla loro capacità di mitigare o di adattarsi ai cambiamenti climatici. È quindi un sistema di classificazione con cui le attività possono essere definite compatibili con le esigenze legate alla tutela dell'ambiente. Il loro compito è quello di individuare le attività economiche in grado di contribuire alla riduzione delle emissioni di gas serra.

La regolamentazione aspira a fornire alle aziende e agli investitori le definizioni di ciò che è considerato ambientalmente sostenibile. Vengono classificati i principali settori economici: quelli già ambientalmente sostenibili (*low carbon*), quelli che inquinano ma la cui attività è indispensabile (*transition*)<sup>43</sup>, e quelli che sono utili alle due categorie e consentono ad altre attività di avere performance *low carbon* o una significativa riduzione delle emissioni (*enabling*). Per ognuno sono previsti rigidi criteri per verificarne la sostenibilità<sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> “*Technical Expert Group on Sustainable Finance*”: gruppo di esperti compost da 35 membri e oltre 100 consulenti chiamati a fornire raccomandazioni relative alle attività economiche in grado di contribuire agli obiettivi.

<sup>43</sup> Attività inquinanti ma necessarie al sistema economico, come ad esempio i trasporti urbani, la generazione di energia elettrica, la produzione di cemento o di acciaio. Attività che non possono essere evitate nonostante producono un impatto negativo sull'ambiente.

<sup>44</sup> Fonte: Eticasgr, “*Finanza sostenibile. Che cos'è la Tassonomia e come funziona?*”.

Attraverso la Tassonomia la Commissione Europea ha fissato sei obiettivi ambientali e climatici: mitigazione e adattamento al cambiamento climatico, uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine, transizione verso un'economia circolare, con riferimento anche alla riduzione e al riciclo dei rifiuti, prevenzione e riduzione dell'inquinamento, protezione della biodiversità e della salute degli ecosistemi. Un'attività economica è considerata sostenibile se contribuisce ad almeno uno degli obiettivi senza danneggiare gli altri, e soddisfa le garanzie minime di salvaguardia dei diritti umani e sociali.

La Tassonomia comprende quindi una lista di attività economiche che vengono selezionate in base al loro impatto ambientale e al livello di contributo ai sei obiettivi ambientali identificati dalla Commissione Europea.

Alle società finanziarie è chiesto di indicare quanti dei loro prodotti sono allineati alla Tassonomia e quali finanziamenti offrono a sostegno della mitigazione o dell'adattamento al cambiamento climatico. I soggetti che offrono prodotti finanziari devono fornire informazioni relative all'attinenza alla Tassonomia dei prodotti che offrono. Chi propone investimenti sostenibili deve indicare la percentuale di allineamento alla tassonomia del proprio portafoglio investito.

Il regolamento definisce le norme specifiche per le imprese finanziarie, le imprese non finanziarie, i gestori di attività finanziarie, gli enti creditizi e le imprese di assicurazione: queste dovranno rendere nota la quota di finanziamenti

ecosostenibili sul totale delle attività da loro complessivamente gestite, quindi il *Green Asset Ratio* (GAR)<sup>45</sup>.

Le imprese devono comunicare i *Key Performance Indicator* (KPIs)<sup>46</sup> e la metodologia con cui si stabilisce che le attività economiche sono allineate alla Tassonomia.

Un elemento di criticità del Regolamento Tassonomia può essere individuato nella circostanza che la disciplina si concentra in modo prevalente sul fattore ambientale, sottovalutando le tematiche di natura sociale, nonostante l'importanza: un'attività economica potrebbe essere considerata sostenibile ai sensi della Tassonomia perché in linea con i criteri ambientali da essa specificati, pur non essendo sufficientemente sostenibile da un punto di vista sociale. Si è data priorità ai cambiamenti climatici ma è stata comunque avviata l'estensione della Tassonomia al fattore sociale, in quanto è fondamentale nella transizione verso un sistema economico più sostenibile.

Secondo le regole dettate dalla Tassonomia si è presa in considerazione l'inclusione del gas tra le fonti energetiche al centro della transizione ecologica. Il

---

<sup>45</sup> Coefficiente di attivi *green* che indica la quota di esposizioni relative ad attività allineate alla Tassonomia rispetto agli attivi totali di tali enti creditizi.

<sup>46</sup> Indicatori di prestazione fondamentali: sono indicatori chiave quantificabili dei progressi verso un risultato desiderato. I KPI forniscono un focus per il miglioramento strategico e operativo, creano una base analitica per il processo decisionale e aiutano a focalizzare l'attenzione su ciò che conta di più.

Parlamento europeo ha respinto la proposta di inclusione di gas e nucleare nella lista delle attività economiche ecosostenibili<sup>47</sup>. Il gas è stato escluso dai combustibili di transizione data la bassa soglia di emissioni<sup>48</sup> che è stata fissata per ottenere l'etichetta *green*. Anche il nucleare è stato escluso dalle attività definite sostenibili dalla Tassonomia<sup>49</sup>, non tanto per le emissioni di CO<sub>2</sub> prodotte, ma per l'impatto ambientale legato allo smaltimento dei rifiuti radioattivi<sup>50</sup>.

La Tassonomia porterà quindi le imprese ad avviare cambiamenti nelle politiche di valutazione del merito creditizio per contribuire agli obiettivi ambientali. Per effetto della transizione ecologica, le imprese non allineate vengono penalizzate<sup>51</sup>. Il raggiungimento di questi obiettivi è volto ad incentivare le attività sostenibili e ad impedire alle aziende il *greenwashing* dei loro prodotti.

---

<sup>47</sup> Fonte: WeWealth, "UE, gas e nucleare "green": cosa significa per gli investitori". 13 Luglio 2022.

<sup>48</sup> 100 grammi di CO<sub>2</sub> equivalente per chilowattora.

<sup>49</sup> Fonte: Lavalibera, "Tassonomia UE, gli esperti ribadiscono il no all'etichetta "verde" per gas e nucleare". 24 Gennaio 2022.

<sup>50</sup> Con "radioattivo" si indica ogni materiale derivante dall'uso dell'energia nucleare, contenente isotopi radioattivi di cui non è previsto il seguito utilizzo.

<sup>51</sup> Fonte: Crowe, "La nuova Tassonomia europea sui fattori ESG: Inquadramento normativo e paradigma operativo". 24 Gennaio 2022.

La Tassonomia è altresì complementare agli obblighi di informativa attinente alla sostenibilità da parte delle società e degli intermediari finanziari nonché agli obblighi di considerazione delle preferenze ESG nella prestazione di consulenza finanziaria.

### **1.5.3.2 Market in Financial Instruments Directive (MiFID II)**

A partire dal 2 agosto 2022 è entrata in vigore la revisione della MiFID II<sup>52</sup> che impone agli intermediari finanziari di integrare le preferenze di sostenibilità dei clienti nel processo di valutazione di adeguatezza dell'offerta. Le società d'investimento sono tenute a integrare i rischi ESG nei processi decisionali e a raccogliere le preferenze di sostenibilità dei loro clienti nella profilazione delle preferenze<sup>53</sup>.

La Commissione Europea ha aggiornato la direttiva MiFID II per integrare i fattori di sostenibilità. I clienti quando vengono sottoposti al questionario MiFID II devono dare indicazioni sulle conoscenze e preferenze in campo ESG.

---

<sup>52</sup> MiFID II è la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari. La MiFID II è entrata in vigore il 3 gennaio 2018 e ha sostituito la MiFID I. La MiFID II modifica il modo in cui viene retribuita l'attività di ricerca sugli investimenti, la modalità in cui vengono documentate le transizioni e il modo in cui i broker condividono le informazioni. Le autorità di regolamentazione ritengono che la MiFID II protegge gli investitori, aumenta la trasparenza e ricostruisce la fiducia trattando l'investitore in modo corretto ed equo in ogni momento.

<sup>53</sup> Regolamento (UE) 2019/2088. Articolo 3, comma 1.

Rispetto alla prima MiFID<sup>54</sup>, la MiFID II insiste sul tema della trasparenza informativa e della tutela per l'investitore. Maggior trasparenza quindi sui costi degli strumenti finanziari, ma anche sulle transazioni proposte all'investitore.

L'obiettivo è quello di introdurre nuovi obblighi di *disclosure* per gli investitori istituzionali (gestori patrimoniali, compagnie di assicurazione, fondi pensionistici e consulenti finanziari) in merito alle modalità di integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance nei processi decisionali cui vengono delegati dai loro clienti.

Il nuovo Regolamento prevede che le imprese di consulenza in materia di investimenti, nel fornire al cliente le informazioni sugli strumenti finanziari, li informino in merito ai fattori di sostenibilità considerati nel processo di selezione degli strumenti finanziari. Inoltre devono verificare che le raccomandazioni di investimento siano adeguate agli obiettivi del cliente e alla sua tolleranza al rischio in materia di sostenibilità.

I consulenti finanziari devono valutare l'adeguatezza degli investimenti in base alle preferenze di sostenibilità raccolte in fase di acquisizione delle informazioni della clientela, selezionare un ampio spettro di strumenti finanziari tenendo conto dei fattori di sostenibilità, adeguare l'informativa alla clientela sui fattori di sostenibilità considerati nella selezione degli strumenti oggetto di

---

<sup>54</sup> Direttiva 2014/39/EC. Disciplina i mercati finanziari dell'UE.

raccomandazione e rendere *Esg compliant* i contratti di consulenza e i questionari di adeguatezza.

Queste misure contribuiscono a rafforzare il flusso di investimenti verso attività sostenibili in tutta l'Unione Europea e a contrastare il *greenwashing*.

### **1.5.3.3 Rendicontazione ESG**

La *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) è la legislazione dell'Unione Europea che impone a tutte le grandi aziende di pubblicare relazioni periodiche sulle loro attività di impatto ambientale e sociale<sup>55</sup>.

La rendicontazione ESG è la divulgazione di dati ambientali, sociali e di corporate governance che ha lo scopo di far luce sulle attività di sostenibilità ESG di un'azienda, migliorando la sua trasparenza verso gli investitori. Aiuta le aziende a comunicare le loro iniziative e gli investitori a valutare la performance e il rischio dell'azienda.

È stato introdotto l'obbligo di informativa aziendale non finanziaria relativa ai temi ESG per le società quotate in mercati regolamentati e le società con determinate caratteristiche<sup>56</sup>. Gli investitori e tutti gli operatori di mercato

---

<sup>55</sup> Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022.

<sup>56</sup> Le grandi imprese dell'UE (>500 dipendenti), le loro filiali e le società quotate in mercati regolamentari, già soggette alla direttiva 2014/95/UE. Le grandi imprese con >250 dipendenti e >40 milioni di euro di fatturato o 20 milioni di euro di totale attivo, nonché le imprese extra UE

necessitano di informazioni trasparenti, comparabili e credibili per compiere scelte realmente in linea con un approccio economico più sostenibile senza rischiare di finanziare aziende che mettono in atto pratiche di *greenwashing*. La pubblicazione del prospetto di *Corporate Sustainability Reporting* deve accompagnare il bilancio per consentire un'analisi integrata.

Le aziende devono fornire un'adeguata rendicontazione sulla sostenibilità delle proprie attività, con particolare riguardo al rispetto dei diritti umani, sociali e ambientali sulla base di criteri comuni, definiti a livello comunitario. I rapporti annuali ESG devono specificare in che modo i fattori di sostenibilità influenzano lo sviluppo e le prestazioni dell'azienda.

*Le informazioni devono essere armonizzate, comparabili e basate su indicatori uniformi, che forniscano indicazioni specifiche per le singole società e non mettano a repentaglio la posizione commerciale dell'impresa.*

*La rendicontazione non finanziaria descrive: il modello strategico aziendale per la sostenibilità (analisi dei rischi, prevenzione e mitigazione), i piani aziendali per la transizione ecologica, gli obiettivi di sostenibilità aziendale e rendicontazione dei relativi progressi, il ruolo degli organi amministrativi, la gestione e il controllo delle tematiche ESG, i principali rischi per l'azienda legati ai temi della*

---

che fatturano >150 milioni di euro nell'UE e vi hanno almeno una filiale nell'UE, banche e assicurazioni europee quotate e non quotate.

sostenibilità, le informazioni sui beni immateriali, incluso il capitale intellettuale, umano, sociale e relazionale.

I report includono informazioni qualitative e quantitative relative all'area ambientale, sociale e di governance. Per mostrare cosa sta facendo la società per tutelare l'ambiente bisogna considerare in che modo l'azienda sta combattendo il cambiamento climatico, quindi le azioni volte a ridurre le emissioni di carbonio, come sta preservando la biodiversità, migliorando la qualità dell'aria e dell'acqua, combattendo la deforestazione<sup>57</sup> o gestendo responsabilmente i suoi rifiuti e come sta usando responsabilmente le risorse. Per quanto riguarda l'area sociale, si presta attenzione a come l'azienda fa crescere il personale, al coinvolgimento dei dipendenti dell'azienda, al rispetto dei diritti umani e degli standard lavorativi. Inoltre sono fondamentali i controlli interni dell'azienda, la lotta contro la corruzione, i diritti degli azionisti, le remunerazioni dei dirigenti e la struttura del comitato di controllo.

Le aziende devono fornire delle informazioni minime relative alla descrizione del modello di business dell'impresa, i principali rischi legati alle operazioni dell'impresa e come vengono gestiti, i risultati delle politiche aziendali e indicatori di prestazione chiave non finanziari.

---

<sup>57</sup> Negli ultimi 30 anni la superficie forestale a livello mondiale si è ridotta di oltre 420 milioni di ettari, con un ritmo che dal 2010 è di circa 4.7 milioni di ettari all'anno. (Dati WWF).

Attualmente le aziende possono presentare le informazioni ESG nel modo che ritengono più utile, ma si raccomanda l'uso di framework riconosciuti.

La divulgazione di documenti ESG è una strategia per le aziende che vogliono attrarre investitori e finanziamenti, dato che la sostenibilità è diventata una delle considerazioni più rilevanti degli investitori. Il *reporting* è anche un modo efficace per avvalorare che l'azienda sta raggiungendo gli obiettivi e che i progetti in materia di sostenibilità sono autentici, dimostrando una buona reputazione agli occhi del pubblico<sup>58</sup>.

#### **1.5.4 Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)**

L'Europa è intervenuta attivamente a disciplinare la finanza sostenibile: nel maggio 2018 è stato introdotto l'*Action Plan*. Un pilastro chiave dell'*Action Plan* è il regolamento UE 2019/2088 sulla *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), entrato in vigore il 10 marzo 2021, con l'obiettivo di garantire la tutela degli investitori, attraverso una maggiore trasparenza in materia di investimenti socialmente responsabili.

L'SFDR ha l'obiettivo di standardizzare e rendere più trasparenti le informazioni sui prodotti ESG, così da facilitare il confronto tra gli strumenti finanziari che incorporano la sostenibilità nella propria politica di investimento; impone a

---

<sup>58</sup> Fonte: Esgnews, “ISBB, obiettivi e sviluppi dello standard di rendicontazione ESG”. 19 Agosto 2022.

soggetti come banche, società di gestione del risparmio, assicurazioni e consulenti finanziari una serie di obblighi formativi su come gli elementi legati all'ambiente, società, governance incidono sul valore dell'investimento. Impone requisiti di informativa sulla sostenibilità che coprono un'ampia gamma di metriche ESG sia a livello di entità che di prodotto. In particolare la SFDR indica le modalità con cui deve essere comunicata l'informativa precontrattuale, quella periodica e l'informativa sul sito web per fare chiarezza sugli investimenti sostenibili e riconoscere la sostenibilità rispetto a strategie di marketing ed evitare comportamenti opportunistici.

Il Regolamento SFDR viene applicato a tutti i prodotti gestiti da società d'investimento con sede nell'Unione Europea, ma influisce soprattutto sulle strategie che cercano di applicare criteri ESG nel processo decisionale del portafoglio.

L'SFDR suddivide gli strumenti finanziari in tre categorie, a seconda del livello di integrazione dei fattori ESG. Nell'articolo 6 del Regolamento rientrano le strategie che si limitano a considerare i rischi legati alla sostenibilità nel proprio processo di investimento<sup>59</sup>. L'articolo 8 fa un passo ulteriore: comprende i fondi che promuovono migliori caratteristiche ambientali e sociali e investono solo nelle società con il miglior profilo ESG. Infine l'articolo 9 racchiude i fondi più

---

<sup>59</sup> Investimenti che possono riguardare tutti i settori.

virtuosi, il cui obiettivo di investimento è direttamente legato alla sostenibilità, come gli *impact fund*<sup>60</sup>, che mirano ad ottenere sia un rendimento finanziario positivo, sia un impatto ambientale e sociale positivo e misurabile.

Grazie al Regolamento SFDR, gli Asset Manager dichiarano quale percentuale del patrimonio affidato alla loro gestione si classifica ai sensi dell'Articolo 6, dell'Articolo 8 o dell'Articolo 9. Per i prodotti che rientrano nell'ambito di applicazione dell'Articolo 8 o dell'Articolo 9 i requisiti sono più specifici, e impongono agli Asset Manager di fornire dettagli in relazione all'integrazione delle caratteristiche ESG nelle strategie di investimento.

Al fine di assicurare maggiore trasparenza al mercato e per consentire agli investitori di distinguere e consultare più facilmente i prodotti ESG disponibili, la SFDR stabilisce che i partecipanti al mercato finanziario devono comunicare come vengono integrati i rischi di sostenibilità nei processi di investimento, redigere una dichiarazione annuale sui principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, fornire maggior trasparenza sul grado in cui i prodotti finanziari considerano caratteristiche ambientali o sociali, se investono in attività sostenibili o se hanno degli obiettivi di sostenibilità.

---

<sup>60</sup> Questi prodotti mirano a ridurre, per quanto possibile, eventuali effetti negativi di ordine ambientale, sociale o di governance, integrando nelle decisioni di investimento il rispetto dei diritti umani e la lotta alla corruzione.

L'SFDR dell'UE richiede ai gestori patrimoniali e ai consulenti finanziari informative specifiche a livello aziendale sulle modalità adottate per rispondere a due temi chiave: i rischi di sostenibilità e i principali effetti negativi. In questo modo l'SFDR vuole rendere l'investitore più consapevole della natura dei propri investimenti e della possibilità di contribuire attivamente allo sviluppo sostenibile del pianeta.

Alle società di gestione è richiesto di assicurare una maggiore trasparenza sul grado di sostenibilità dei prodotti finanziari offerti, in modo da consentirne la comparazione. L'informativa dovrà considerare i rischi di sostenibilità, i potenziali impatti ambientali e sociali avversi delle loro partecipazioni e gli investimenti sostenibili in attività economiche che contribuiscono a conseguire obiettivi ambientali o sociali.

I gestori patrimoniali sono tenuti a spiegare in modo specifico e quantificabile il modo in cui considerano i principali effetti negativi, facendo riferimento ad indicatori relativi al clima e all'ambiente e ad indicatori relativi ad aspetti sociali<sup>61</sup>. Di conseguenza, i gestori e i consulenti d'investimento devono dimostrare come i principali effetti negativi vengono presi in considerazione in un investimento.

---

<sup>61</sup> Nella SFDR i partecipanti ai mercati finanziari devono divulgare 18 indicatori obbligatori e scegliere almeno due tra 46 indicatori opzionali. Questi indicatori sono basati sul *Principal Adverse Sustainability Impacts Statement* (PAIS), la dichiarazione sui principali impatti negativi sulla sostenibilità, e richiedono alle aziende una notevole quantità di analisi dei dati.

Il regolamento SFDR dell'UE mira a riorientare il capitale verso una crescita sostenibile e ad aiutare i clienti nell'assumere migliori strategie, disponendo delle informazioni sufficienti per confrontare le opzioni di investimento sostenibili per poi valutare se sono in linea con gli obiettivi di investimento individuali.

La SFDR impatta in modo molto significativo sulla comunicazione agli investitori attraverso la divulgazione delle informazioni non finanziarie.

### **1.5.5 Green Deal**

Nel dicembre 2019 la Commissione Europea ha presentato il *Green Deal*: “una tabella di marcia per rendere sostenibile e competitiva l'economia dell'Unione Europea rendendo la transizione giusta e inclusiva, dotata di un'economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse”<sup>62</sup>. L'obiettivo è ridurre le emissioni del 55% entro il 2030 e raggiungere la neutralità climatica entro il 2050. Affinché ciò avvenga, è necessario decarbonizzare il sistema energetico dell'Unione Europea, con il fine di ottenere zero emissioni di gas serra entro tale data, condizione necessaria per contenere gli aumenti di temperatura in linea con l'accordo di Parigi.

Tutti i leader dell'UE hanno sottoscritto il *Green Deal* europeo tranne la Polonia, che ha dichiarato che non riuscirà a raggiungere la neutralità climatica entro il

---

<sup>62</sup> Fonte: Commissione Europea, “*Comunicazione della Commissione: Il Green Deal Europeo*”. Bruxelles, 11.12.2019.

2050 a causa della dipendenza dal carbone come principale fonte di energia. A tale riguardo gli stati europei puntano a nuovi meccanismi per una transizione che mira ad aiutare i paesi che dipendono dal carbone e i paesi in difficoltà a diventare più rispettosi dell'ambiente.

Il *Green Deal* è una strategia di crescita per rendere più sostenibili e meno dannosi per l'ambiente la produzione di energia e lo stile di vita dei cittadini europei. Non comprende solo una campagna di carattere tecnico per la riduzione delle emissioni dei gas serra, ma anche soprattutto una pianificazione di crescita dell'Unione Europea sostenibile ed inclusiva.

*Questo piano stabilisce come ridurre le emissioni, ripristinare la salute dell'ambiente naturale, proteggere la fauna selvatica, creare nuove opportunità economiche e migliorare la qualità della vita dei cittadini.* Sono state indicate iniziative legislative e non legislative che aiutano l'Unione Europea a raggiungere questo obiettivo. Tali azioni coinvolgono tutti i settori dell'economia, in particolare l'inquinamento idrico, l'agricoltura, l'edilizia e le industrie<sup>63</sup>, i trasporti e la mobilità<sup>64</sup>, la giustizia, l'energia e la finanza, oltre alle specifiche

---

<sup>63</sup> Industrie come l'acciaio, il cemento, la tecnologia dell'informazione e delle comunicazioni, i tessili e i prodotti chimici.

<sup>64</sup> Il 25% delle emissioni di gas serra deriva dai mezzi di trasporto. Sono previsti determinati standard di emissione per i veicoli con motore a combustione.

problematiche ambientali, prestando particolare attenzione alla protezione della biodiversità<sup>65</sup>.

La transizione è sostenuta attraverso un piano di investimenti nazionali e privati. I settori che beneficiano di questi interventi sono: le energie rinnovabili, la cui quota per la generazione di energia elettrica deve aumentare entro il 2050 dall'attuale 20% sino all'85%, in gran parte coperta da eolico e solare; la mobilità elettrica, prevedendo un aumento di veicoli elettrici; e l'efficientamento dei processi produttivi industriali.

L'Europa è responsabile di quasi un terzo delle emissioni mondiali di gas che riducono l'ozono, per intervenire su questo fronte il piano include tasse sul carbonio per i paesi che non riducono le loro emissioni di gas serra.

Per incentivare la riduzione dello spreco di materiali sono state introdotte politiche che mirano a rafforzare i processi di riciclo e garantire il riutilizzo dei prodotti come tessuti, materie plastiche, componenti elettronici e materiali per l'edilizia. Inoltre le attività industriali devono garantire al loro interno ambienti privi di sostanze tossiche: i materiali e prodotti chimici dannosi, come le micriplastiche e i prodotti farmaceutici, che minacciano l'ambiente, vanno sostituiti per raggiungere l'obiettivo inquinamento zero.

---

<sup>65</sup> Le popolazioni di specie selvatiche sono diminuite in media di oltre il 50% nelle ultime due generazioni. (Dati WWF).

L'Unione Europea è anche il terzo maggiore emettente di gas serra (dopo Cina e Stati Uniti)<sup>66</sup>, ma allo stesso tempo è il principale pianificatore della transizione verso un'economia a zero emissioni nette.

Il *Green Deal* indica la necessità di una cooperazione internazionale per raggiungere la neutralità climatica a livello globale, incentivi che accelerino il processo e sanzioni che colpiscano chi non contribuisce. Il *Green Deal* rappresenta una strategia di sviluppo a lungo termine in cui l'UE ha definito la neutralità climatica come obiettivo strategico. L'Unione europea ha mobilitato risorse e definito un piano di investimenti dettagliato che include un quadro legislativo e nuove istituzioni che sono responsabili dell'attuazione del piano<sup>67</sup>.

Il *Green Deal* europeo promuove l'uso efficiente delle risorse passando a un'economia pulita e circolare per arrestare i cambiamenti climatici, invertire la perdita di biodiversità e ridurre l'inquinamento, mantenendo al contempo la crescita economica. Delinea gli investimenti necessari e gli strumenti di finanziamento disponibili e spiega come garantire una transizione giusta e inclusiva<sup>68</sup>.

---

<sup>66</sup> L'UE è stata responsabile del 7.46% delle emissioni globali nel 2020. Nello specifico, le emissioni di gas serra in Italia nel 2021 sono aumentate del 4.8% rispetto al 2020.

<sup>67</sup> Fonte: Commissione Europea, “*Il nuovo patto verde europeo*”. Febbraio 2020.

<sup>68</sup> Fonte: Commissione Europea, “*Comunicazione della Commissione: Il Green Deal Europeo*”. Bruxelles, 11.12.2019.

## Capitolo 2

### I RATING ESG

#### **2.1 Come viene valutata la sostenibilità dalle aziende**

È possibile misurare il grado di sostenibilità delle imprese analizzando i tre fattori che caratterizzano l'ESG: *environmental*, *social* e *governance*. Valutare gli aspetti ESG permette di restituire un'informazione sulle prospettive di sostenibilità di un'attività economica e sulla sua capacità di generare valore a lungo termine.

Gli investitori sono sempre più interessati alla performance ESG di un'azienda, che quindi integra considerazioni di natura non finanziaria, per valutare la profittabilità dei propri investimenti, e necessitano quindi di valutare i rischi e le opportunità relative ai concetti ESG.

Valutare la sostenibilità di un investimento significa valutare quanto la singola azienda, che è sottostante all'investimento, rispetti l'ambiente e le norme sul lavoro dal punto di vista sociale e rispetti anche un equilibrato sistema di *governance*.

Un aspetto cruciale degli investimenti socialmente responsabili è come poter valutare i titoli adatti a essere inseriti nei portafogli dei fondi che seguono i criteri

ESG, vista la grande complessità degli elementi da considerare e l'assenza di una metodologia condivisa e uniforme<sup>69</sup>.

Un'azienda è definita sostenibile se crea valore in maniera duratura, se misura le decisioni di business analizzando sia gli effetti economici che quelli non economici che determinano, e comunica gli impatti di sostenibilità delle decisioni per ciascun fattore ESG, contribuendo ad indirizzare i capitali verso la transizione ecologica<sup>70</sup>.

Alla luce della crescente attenzione, anche istituzionale, nei confronti delle tematiche riguardanti la sostenibilità, è sorta l'esigenza di raccogliere informazioni su come un'azienda contribuisce al raggiungimento degli obiettivi internazionali in materia di clima e sostenibilità<sup>71</sup>.

Le principali fonti di informazione sulle prestazioni ESG delle società sono i rating ESG. I rating ESG danno una valutazione su quanto un'azienda è sostenibile e riflettono l'impatto dei rischi climatici e ambientali sul sistema finanziario.

---

<sup>69</sup> Fonte: MilanoFinanza, “*Rating ESG: 5 istruzioni per l'uso*”. 2020.

<sup>70</sup> Fonte: Italia ESG, “*I rating di sostenibilità ESG*”.

<sup>71</sup> Uno dei *framework* di riferimento è l'Agenda 2030 e i relativi 17 SDGs delle Nazioni Unite.

La sostenibilità per molte società non è vista solo come “dovere” etico e sociale nei confronti del pianeta e delle persone, ma anche come strategia di posizionamento competitivo e reputazionale.

## **2.2 Cosa sono i rating ESG**

Il rating ESG è il risultato di una valutazione effettuata da agenzie di rating sul sistema aziendale tenendo conto delle attività e delle misure adottate sotto il profilo ambientale, sociale e di *governance*. Il Rating ESG punta a individuare il livello di sostenibilità di un’impresa in base alle tre dimensioni ESG.

Fornisce pertanto un’informazione di sintesi, attribuendo un punteggio in base al grado di *compliance* con le direttive internazionali in materia di sostenibilità, all’impatto ambientale generato dall’attività economica, al rispetto dei valori sociali e alla *governance* societaria, o al grado di rischio cui una società è sottoposta in relazione a tali fattori<sup>72</sup>.

Un rating ESG elevato riflette alte prestazioni a livello di *Corporate Social Responsibility* (CSR) e può aiutare ad incrementare il valore della società.

I punteggi ESG vengono considerati nel processo di *screening* degli investimenti.

I rating ESG misurano l’esposizione ai rischi ESG di una società, il modo in cui gestiscono tali rischi rispetto alle società concorrenti e le opportunità ESG finanziariamente rilevanti.

---

<sup>72</sup> Fonte: ESG News, “*Che cos’è il Rating ESG e come si calcola?*”. 2022.

Avere un buon punteggio ESG significa per l'azienda un'efficiente gestione delle risorse aziendali in relazione ai problemi climatici<sup>73</sup>.

I rating ESG sono stati applicati principalmente alle attività di gestione finanziaria, ma sono stati estesi a tutte le tipologie di attività imprenditoriale<sup>74</sup> con l'obiettivo di salvaguardare un futuro sostenibile.

La sostenibilità è un tema chiave nel mondo degli investimenti finanziari, ma manca ancora una definizione chiara dei criteri con cui attribuire i rating ESG. È necessaria innanzitutto una maggiore trasparenza da parte delle aziende nel fornire tutte le informazioni in maniera tale da attribuire un rating adeguato e veritiero. L'ambito dei giudizi ESG necessita cioè di una più stringente standardizzazione<sup>75</sup>. È molto importante per le aziende ottenere un buon rating ESG. In particolare, essere socialmente responsabili può consentire di migliorare l'immagine dell'impresa stessa, attirando investimenti.

Le società che non riescono a gestire i rischi ESG presentano costi del capitale più elevati, maggiore volatilità e irregolarità contabili.

---

<sup>73</sup> Ad esempio, un'azienda emette una quantità molto ridotta di CO<sub>2</sub>, rispetta le norme relative al lavoro e di protezione dei diritti umani, ha buone politiche sociali e ha un buon sistema di *governance*.

<sup>74</sup> Aziende, associazioni, scuole, banche, enti pubblici.

<sup>75</sup> Fonte: Wall Street Italia, “*Rating ESG: cos'è e come si calcola*”. 2020.

*La misurazione dei rating ESG offre diversi vantaggi. Un buon rating ESG aiuta le aziende ad attrarre investimenti e ridurre i costi di finanziamento. Ha inoltre effetti in molti altri ambiti strategici: migliora la capacità di misurazione delle performance di sostenibilità, il posizionamento e la leva commerciale, porta ad un miglior monitoraggio dei parametri di efficienza e di produttività, incrementa le opportunità di investimento e fa sì che l'azienda mantenga un vantaggio competitivo<sup>76</sup>.*

Il rating ESG propone una mappatura dei principali dati necessari per le analisi economiche e finanziarie dei rischi climatici, passando poi a valutare quelli richiesti agli intermediari finanziari dalla normativa e dai supervisori.

Valutare le aziende da una prospettiva ESG non è semplice. Mentre i rating di credito si basano su dati finanziari e di bilancio che rispettano standard riconosciuti e condivisi<sup>77</sup>, i rating ESG vengono elaborati su una reportistica non ancora omogenea e standardizzata. Per gli score ESG le grandezze osservabili sono molteplici, sia di natura quantitativa sia qualitativa, e per ciascun criterio (ambientale, sociale, di *governance*) si osservano numerose caratteristiche.

È fondamentale sviluppare standard omogenei e comuni e che permettano di collegare gli obiettivi, i rischi e le opportunità aziendali riguardo gli aspetti

---

<sup>76</sup> Fonte: Emerald Insight, *“Towards a more ethical market: the impact of ESG rating on corporate financial performance”*.

<sup>77</sup> I principi contabili internazionali: IAS/IFRS.

ambientali, sociali e di *governance* a parametri oggettivi, quantificabili e misurabili.

### **2.3 Le agenzie di rating ESG**

Lo sviluppo della finanza sostenibile favorisce la comparsa di agenzie di rating ambientali, sociali e di *governance* come fornitori di informazioni e strumenti ESG per misurare il contributo delle aziende allo sviluppo sostenibile.

Le agenzie di rating di sostenibilità sono centri di ricerca specializzati nella raccolta ed elaborazione di informazioni sul profilo ambientale, sociale e di *governance* delle imprese, al fine di fornire agli investitori le informazioni utili a prendere decisioni di investimento consapevoli<sup>78</sup>.

La crescente importanza che ha assunto la sostenibilità nel mondo degli investimenti finanziari ha portato al bisogno di società che valutino effettivamente il rating ESG di ogni singola azienda. L'agenzia di rating effettua una valutazione rispetto all'attuazione della strategia di *Corporate Social Responsibility* da parte dell'impresa oggetto dell'analisi, nel suo insieme o con riferimento ad un aspetto sociale o ambientale specifico<sup>79</sup>.

---

<sup>78</sup> Definizione di Borsa Italiana.

<sup>79</sup> Fonte: Euronext Corporate Services, “*Perché il rating ESG è sempre più importante*”. 2021.

La funzione principale delle agenzie di rating ESG è quella di fornire una valutazione delle imprese, dietro richiesta degli investitori, interessati alla valutazione ESG dei loro portafogli.

Ciascuna agenzia di rating ha una propria metodologia per tali classificazioni e per questo motivo gli investitori tendono a consultare più di un rating ESG. Le metodologie utilizzate per attribuire rating ESG sono ancora in corso di definizione, a differenza dei rating creditizi che vengono dati a partire da dati finanziari. Per aumentare la solidità e la trasparenza delle valutazioni è fondamentale sviluppare standard omogenei e metodologie condivise per la quantificazione e la misurazione dei benefici verso l'ambiente, la società e la *governance* legati agli investimenti<sup>80</sup>.

A elaborare i rating ESG sono una pluralità di agenzie: possono contarsi più di 600 rating ESG a livello globale<sup>81</sup>.

Tra le più importanti agenzie di rating ESG abbiamo: MSCI ESG Ratings, Sustainalytics (Morningstar), Refinitiv, Standard Ethics, Vigeo Eiris, EcoVadis, KLD, RobecoSAM. Ogni agenzia di rating svolge analisi mediante procedure differenti rispetto alle altre agenzie, assegnando maggior peso ad alcuni fattori

---

<sup>80</sup> Fonte: We Wealth, “*Dati e rating: le sfide più importanti dell’universo ESG*”.

<sup>81</sup> Come evidenziato da uno studio dell’*ESG European Institute*.

rispetto che ad altri. Non esiste un metodo univoco per l'elaborazione del voto ESG.

Secondo un'analisi del *Mit Sloan School of Management*<sup>82</sup> le votazioni di cinque agenzie che forniscono rating ESG (KLD, Sustainalytics, Video-Eiris, Asset4 e RobecoSAM) sono correlate al 61%<sup>83</sup>.

La correlazione tra i punteggi ESG forniti da diverse agenzie di rating può scendere a valori molto bassi<sup>84</sup>.

---

<sup>82</sup> Fonte: SSNR, *“Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”*.

<sup>83</sup> Per fare un paragone, i rating sul credito fra Moody's e S&P risultano correlati al 99%.

<sup>84</sup> CSRHub ha dimostrato che la correlazione tra i punteggi ESG forniti dalle diverse agenzie di rating può scendere anche a 0.3, un livello che indica una chiara mancanza di coerenza, e lo studio condotto dal *Massachusetts Institute of Technology* (MIT) ha confermato questa discrepanza. Ciò dimostra che i punteggi ESG non sono propriamente oggettivi, anche a causa delle diverse metodologie applicate.

*Tabella 2.1: Correlazioni tra i rating ESG a livello aggregato (ESG) e a livello ambientale (E), sociale (S), e di governance (G) utilizzando un campione comune<sup>85</sup>.*

	KL SA	KL MO	KL SP	KL RE	KL MS	SA MO	SA SP	SA RE	SA MS	MO SP	MO RE	MO MS	SP RE	SP MS	RE MS	Average
ESG	0.53	0.49	0.44	0.42	0.53	0.71	0.67	0.67	0.46	0.7	0.69	0.42	0.62	0.38	0.38	0.54
E	0.59	0.55	0.54	0.54	0.37	0.68	0.66	0.64	0.37	0.73	0.66	0.35	0.7	0.29	0.23	0.53
S	0.31	0.33	0.21	0.22	0.41	0.58	0.55	0.55	0.27	0.68	0.66	0.28	0.65	0.26	0.27	0.42
G	0.02	0.01	-0.01	-0.05	0.16	0.54	0.51	0.49	0.16	0.76	0.76	0.14	0.79	0.11	0.07	0.30

Fonte: SSRN, “*Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*”.

### 2.3.1 MSCI

MSCI è un fornitore leader di strumenti e servizi di supporto alle decisioni per la comunità di investimento internazionale. MSCI ESG Ratings valuta le società su una scala da AAA a CCC in base alla loro esposizione ai rischi e alle opportunità ESG rilevanti per il settore e alla loro capacità di gestire tali rischi e opportunità rispetto ai *competitors*.

MSCI, con il supporto di oltre 200 analisti pubblica rating ESG su 8.500 società a livello globale. La sua attività principale è la compilazione di indici di borsa da concedere in licenza alle società di gestione degli investimenti.

<sup>85</sup> SA, SP, MO, RE, KL e MS sono le abbreviazioni, rispettivamente, di: Sustainalytics, S&P Global ESG Ratings, Moody’s ESG, Refinitiv, KLD e MSCI.

### **2.3.2 Sustainalytics**

Sustainalytics<sup>86</sup>, con oltre 200 analisti, pubblica valutazioni ESG su oltre 13.000 società, è una delle principali società indipendenti di ricerca, valutazione e analisi ESG e di *corporate governance* che supporta gli investitori nello sviluppo e nell'implementazione di strategie di investimento responsabili, incorporando informazioni e valutazioni di sostenibilità nei processi di investimento.

### **2.3.3 Refinitiv**

Refinitiv<sup>87</sup> si avvale di oltre 700 analisti e calcola i punteggi ESG di 11.800 società. Il punteggio ESG di Refinitiv misura la performance ESG dell'azienda sulla base di dati di dominio pubblico. Cattura e calcola oltre 630 misure ESG a livello aziendale, di cui un sottoinsieme di 186 tra le più comparabili e rilevanti per settore determina la valutazione complessiva dell'azienda e il processo di assegnazione del punteggio.

### **2.3.4 Standard Ethics**

Standard Ethics fornisce valutazioni non finanziarie alle entità che vogliono essere esaminate e non fornisce consulenza agli investitori. Lo schema di Standard

---

<sup>86</sup> Nel 2020 Sustainalytics è stata acquisita da Morningstar.

<sup>87</sup> *Rebranding* del fornitore di dati ThomsonReuters, Refinitiv è un'azienda del LSEG (*London Stock Exchange Group*).

Ethics comprende un processo di rating guidato dagli analisti della durata mediamente di sei/otto settimane. Le valutazioni variano su una scala di nove gradi, in cui il punteggio più alto è EEE mentre il più basso è F.

### **2.3.5 Vigeo Eiris**

Vigeo Eiris è nata nel 2005 dalla fusione tra due agenzie di rating, cioè Vigeo ed Eiris<sup>88</sup>. L'universo ESG di Vigeo Eiris copre più di 4800 aziende, il cui rating assegna un punteggio da 0 a 100, appartenenti a sei aree tematiche: ambiente, *corporate governance*, diritti umani, risorse umane, condotta di business e coinvolgimento della comunità. Maggiore è il punteggio, maggiori sono le performance ESG dell'impresa oggetto della valutazione.

### **2.3.6 Eco Vadis**

Eco Vadis è stata lanciata nel 2007 a Parigi, vanta ora 600 dipendenti e sedi in tutto il mondo. La sua metodologia è costruita su standard internazionali di sostenibilità, tra cui la *Global Reporting Initiative* (GRI)<sup>89</sup>, il *Global Compact*

---

<sup>88</sup> Eiris è nata nel 1983 ed è stata un'agenzia di rating ESG del Regno Unito, mentre Vigeo nacque nel 2002 in Francia.

<sup>89</sup> Il GRI è un ente internazionale che ha lo scopo di definire gli standard di rendicontazione della performance sostenibile delle aziende.

delle Nazioni Unite (UNGC)<sup>90</sup> e l'ISO 26000<sup>91</sup>. La *Sustainability Scorecard* illustra la performance ESG attraverso 21 indicatori per quattro temi: ambiente, lavoro e diritti umani, etica, acquisti sostenibili<sup>92</sup>.

### 2.3.7 KLD

KLD è uno dei primi fornitori di dati e informazioni sulle prestazioni ESG delle aziende. A differenza della maggior parte delle altre valutazioni, KLD non fornisce un punteggio ESG aggregato per ogni azienda, né punteggi separati rispettivamente sull'aspetto ambientale, sociale e di *governance*. Invece, classifica le prestazioni ESG in tredici diverse categorie<sup>93</sup>.

---

<sup>90</sup> L'UNGC è un patto nato per incoraggiare le aziende ad adottare politiche sostenibili e osservanti la responsabilità sociale d'impresa. Le aree da considerare sono: diritti umani, lavoro, sostenibilità ambientale e lotta alla corruzione.

<sup>91</sup> Guida alla responsabilità sociale: fornisce indicazioni su concetti e definizioni relativi alla responsabilità sociale.

<sup>92</sup> Fonte: ESG News, "Cos'è il rating ESG e come si calcola?". 2022.

<sup>93</sup> Le sette categorie principali sono: ambiente, comunità, diversità, relazioni con i dipendenti, diritti umani, prodotto, *corporate governance*. Le sei categorie minori invece sono: alcol, gioco d'azzardo, armi da fuoco, militari, nucleare, tabacco.

### **2.3.8 RobecoSAM**

RobecoSAM è stata fondata nel 1995 come prima società di investimento al mondo focalizzata esclusivamente sui temi della sostenibilità e ha circa 100 dipendenti. La società tiene conto di criteri economici, ambientali e sociali nelle sue strategie di investimento. Nel 2006 RobecoSAM ha introdotto una divisione chiamata “servizi di sostenibilità” che fornisce report di *benchmarking* sulla sostenibilità alle aziende.

### **2.4 Come vengono assegnati i punteggi ESG e i fornitori di dati non finanziari**

Dal processo di analisi delle pratiche ambientali, sociali e di *governance* si ottiene il rating ESG, mediante il quale gli investitori possono valutare i rischi e le opportunità relativi ai concetti ESG e confrontare le pratiche sostenibili messe in atto dalle varie imprese. Gli investitori necessitano di dati comparabili di punteggio, e informazioni qualitative relative a questi temi.

In conseguenza a questo, si osserva un aumento costante da parte dei gestori patrimoniali dell'utilizzo dei rating di sostenibilità nelle analisi e nella gestione dei portafogli.

Per differenti tipologie di investitori<sup>94</sup> le principali fonti di informazione sulle prestazioni ESG delle società sono i rating ESG, l'*engagement* diretto, la reportistica legata alla sostenibilità oltre che le ricerche personali<sup>95</sup>.

I maggiori fornitori di dati non finanziari e relativi alle tematiche ESG sono: Bloomberg, MSCI<sup>96</sup> e Thomson Reuters. Le agenzie di rating ESG utilizzano poi ulteriori informazioni provenienti da altre fonti, tra le quali dati disponibili pubblicati dalle imprese stesse: le agenzie si basano sui report non finanziari e altri documenti pubblici delle imprese in questione, dati e informazioni prodotti da organizzazioni governative o sindacati, ovvero inviano questionari e svolgono interviste alle imprese oggetto di analisi per raccogliere i dati e le informazioni necessarie. Gli stessi analisti finanziari, accanto alle analisi meramente finanziarie, offrono anche analisi non finanziarie, con riferimento in particolare alle pratiche ESG messe in atto dalle imprese. Queste informazioni relative alle

---

<sup>94</sup> *Asset manager*, fondi pensione, compagnie di assicurazione, gestori e consulenti di investimento e investitori retail.

<sup>95</sup> Fonte: ESG News, “*Cos'è il rating ESG e come si calcola*”. 2022.

<sup>96</sup> MSCI è un fornitore *leader* di strumenti e servizi di supporto alle decisioni di investimento che consentono ai clienti di comprendere e analizzare i fattori chiave del rischio e del rendimento e di costruire portafogli più efficaci. I clienti utilizzano questi dati per ottenere informazioni e migliorare la trasparenza in tutto il processo di investimento.

pratiche ESG vengono poi collegate ai dati finanziari per un'analisi approfondita<sup>97</sup>.

#### **2.4.1 Come si calcola il rating ESG**

Esistono diverse modalità per calcolare un rating ESG, in quanto ogni agenzia adotta criteri differenti.

Nel caso del rating proposto da Standard Ethics la valutazione riguarda il grado di *compliance* di un'azienda alle strategie e alle indicazioni internazionali in ambito di sostenibilità definite dalle istituzioni<sup>98</sup>. Sustainalytics, invece, misura quanto il valore economico di un'azienda è a rischio a causa di fattori ESG<sup>99</sup>. Nel caso di MSCI, invece, essa osserva non solo i rischi ESG di un'azienda, ma anche le opportunità. Il rating quantifica l'esposizione ai rischi e alle opportunità materiali e quanto efficientemente l'azienda li gestisce<sup>100</sup>.

---

<sup>97</sup> Fonte: Novethic 2014, “*Overview of ESG rating agencies*”.

<sup>98</sup> Le istituzioni di riferimento sono UE, ONU e OCSE.

<sup>99</sup> Più tecnicamente, misura l'entità dei rischi ESG non gestiti da un'azienda, attribuendo valutazioni migliori in ambito ESG quanto minore è il rischio non gestito.

<sup>100</sup> In particolare, si fa riferimento a rischi e opportunità ESG materiali che sono determinati da tendenze su larga scala, come ad esempio il cambiamento climatico, la scarsità di risorse, i cambiamenti demografici e dalla natura delle operazioni dell'azienda. Un rischio è considerato rilevante per un settore quando è probabile che le aziende che vi fanno parte incorrano in costi

In generale i fattori che determinano la qualità di un rating ESG sono la qualità e la trasparenza della metodologia, il focus su questioni rilevanti e sostanziali, la credibilità delle fonti dei dati, l'esperienza e la competenza del team di ricerca, la partecipazione dell'azienda valutata e degli *stakeholder* al processo di valutazione e infine l'utilizzo comune del rating.

## 2.5 L'analisi ESG delle imprese

Ogni area (*environmental, social, governance*) viene misurata rispetto a più aspetti quali, ad esempio, per quanto riguarda l'ambiente, i consumi di energia, le emissioni di gas serra e informazioni sul mix energetico utilizzato dall'impresa, per capire non solo come si perviene a un dato ammontare di emissioni ma anche quali sarebbero gli effetti di un aumento del costo di una specifica fonte energetica sulle condizioni economiche e finanziarie dell'impresa.

È fondamentale considerare le emissioni dirette di gas a effetto serra e le emissioni di altri inquinanti atmosferici<sup>101</sup>. Viene misurata l'impronta di carbonio e l'andamento delle emissioni in relazione agli obiettivi di cambiamento climatico.

---

sostanziali in relazione ad esso. Al contrario, un'opportunità è rilevante per un settore quando è probabile che le aziende possano capitalizzarla per trarne profitto.

<sup>101</sup> Anidride carbonica (CO<sub>2</sub>), metano (CH<sub>4</sub>), protossido di azoto (N<sub>2</sub>O), esafluoruro di zolfo (SF<sub>6</sub>), gas fluorurati (PFC), idrofluorocarburi (HFC) e trifluoruro (NF<sub>3</sub>).

Le agenzie di rating si sono concentrate sempre più sulle politiche adottate dalle imprese per ridurre le emissioni, esse valutano la percentuale dell'intensità carbonica. Gli scenari climatici si basano su modelli matematici e combinano le possibili evoluzioni di due insiemi di variabili: da un lato quelle socio-economiche, ad esempio la crescita della popolazione e l'effetto economico del cambiamento climatico (come ad esempio il PIL pro capite), dall'altro variabili climatiche quali, ad esempio, la concentrazione di gas serra nell'atmosfera<sup>102</sup>.

Nella valutazione effettuata dalle agenzie di rating bisogna capire quale tra i tre fattori (E, S e G) incide di più sullo *score* finale<sup>103</sup>: i fattori più difficili da quantificare e identificare preventivamente, ma che spesso incidono fortemente sulla qualità creditizia dell'impresa, sono quelli sociali.

Mediante l'analisi di questi aspetti le agenzie di rating giungono ad un giudizio per ciascuna delle tre aree ESG e, successivamente, mettendo assieme questi risultati, ottengono il rating ESG a livello aggregato<sup>104</sup>.

Per ottenere il rating ESG a livello aggregato le agenzie assegnano pesi diversi ai vari fattori misurati e presi in considerazione, che possono differire anche a seconda di qual è il settore di competenza dell'impresa analizzata.

---

<sup>102</sup> Fonte: Banca d'Italia: "*Dati e metodi per la valutazione dei rischi climatici e ambientali in Italia*". 2022.

<sup>103</sup> PRI (2017), rilevazione mediante un confronto con le principali agenzie di rating.

<sup>104</sup> In alcuni casi i rating relativi ai tre aspetti vengono anche forniti separatamente.

Per effettuare il confronto tra le varie imprese è però necessario che venga utilizzato, per ciascuna di esse, solo il rating fornito da una delle agenzie di rating ESG. Questa accortezza è necessaria sempre in conseguenza della mancanza di standardizzazione di tali procedure e la non piena comparabilità dei rating ottenuti.

Per la valutazione quantitativa dell'impatto dei rischi climatici e ambientali sul sistema finanziario è necessario che i dati di riferimento siano accessibili e disponibili: un ruolo fondamentale è quindi rivestito da enti e organismi pubblici affinché raccolgano e rendano fruibili le informazioni necessarie per monitorare sia i rischi legati al sistema finanziario sia gli impatti determinati dal cambiamento climatico e dal passaggio a una nuova economia sostenibile<sup>105</sup>.

## **2.6 Rating MSCI ESG**

Gli MSCI ESG Ratings misurano come una società gestisce i rischi e le opportunità ESG finanziariamente rilevanti rispetto ai concorrenti. È un modello che mira a identificare i problemi chiave E, S e G che sono più rilevanti per un

---

<sup>105</sup> Fonte: Banca d'Italia: *“Dati e metodi per la valutazione dei rischi climatici e ambientali in Italia”*. 2022.

settore. Questi rating ESG vanno da leader (AAA, AA)<sup>106</sup>, medio (A, BBB, BB)<sup>107</sup> a ritardatario (B, CCC)<sup>108</sup>.

I rischi e le opportunità ESG possono variare in base al settore e all'azienda. Il modello MSCI ESG Ratings identifica i rischi ESG (chiamati *Key Issues*) che sono più rilevanti per un sottosettore o settore GICS<sup>109</sup>. MSCI è stato il primo fornitore ESG a valutare le società in base alla materialità del settore.

Vengono utilizzati i rating ESG MSCI per analisi fondamentali e quantitative<sup>110</sup>, per gestire il rischio nella costruzione di un portafoglio<sup>111</sup>, per lo sviluppo di

---

<sup>106</sup> Un'azienda *leader* del proprio settore nella gestione dei rischi e delle opportunità ESG significativi.

<sup>107</sup> Un'azienda con un *track record* misto o non eccezionale di gestione dei rischi e delle opportunità ESG significativi del settore in relazione ai competitor.

<sup>108</sup> Un'azienda in ritardo rispetto al suo settore in base alla sua elevata esposizione e mancata gestione dei rischi ESG significativi.

<sup>109</sup> *Global Industry Classification Standard*: è una tassonomia di settore. La struttura GICS è composta da 11 settori, 24 gruppi industriali, 69 industrie e 158 sottosectori.

<sup>110</sup> Rating ESG utilizzati per l'analisi delle posizioni, per la selezione dei titoli o nell'ambito di strategie sistematiche, per identificare le tendenze a lungo termine e le opportunità di arbitraggio e adeguare i modelli di flusso di cassa scontati.

<sup>111</sup> Cioè identificare leader e ritardatari per sostenere la costruzione di un portafoglio, utilizzare rating e punteggi sottostanti per informare *l'asset allocation*, stress test e analisi di attribuzione del rischio e delle prestazioni ESG come fattori nei modelli azionari globali.

prodotti basati su indici<sup>112</sup>, per la rendicontazione per le autorità di regolamentazione e le parti interessate<sup>113</sup> e per il coinvolgimento e la *leadership* di pensiero<sup>114</sup>.

MSCI raccoglie migliaia di dati per ogni azienda, ma ci sono una serie di questioni chiave che sono considerate rilevanti dal punto di vista finanziario. Le questioni chiave ambientali sono cambiamento climatico, risorse naturali, inquinamento e rifiuti, opportunità ambientali. Dal punto di vista sociale abbiamo capitale umano, responsabilità per danno da prodotti difettosi, opposizione delle parti interessate, opportunità sociali. Dal lato della governance invece si presta attenzione al governo d'impresa e al comportamento aziendale.

## **2.7 La divergenza dei rating ESG**

Gli investitori si affidano ai rating ESG. I rating ESG di diversi fornitori spesso non coincidono. Nel documento “*Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*” (SSNR) si indaga la divergenza dei rating ambientali, sociali e di

---

<sup>112</sup> I rating MSCI ESG sono utilizzati in molti dei 1500 indici azionari fissi di MSCI, per selezionare la norma o il *benchmark* delle prestazioni, sviluppare fondi negoziati in borsa e altri prodotti basati su indici.

<sup>113</sup> Effettuare comunicazioni normative ai clienti e dimostrare trasparenza e *leadership* ESG.

<sup>114</sup> Questi rating contribuiscono al coinvolgimento delle aziende e degli *stakeholder* esterni, a fornire trasparenza attraverso la segnalazione dei clienti, a condurre ricerche tematiche o di settore.

governance. Sulla base dei dati di sei importanti agenzie di rating (KLD, Sustainalytics, Vigeo Eiris, RobecoSAM, Refinitiv e MSCI) viene scomposta la divergenza in tre fonti: diverso ambito, diversa misurazione e diversi pesi delle categorie.

Considerando queste sei agenzie, le correlazioni tra i rating sono in media 0,54 e vanno da 0,38 a 0,71<sup>115</sup>. Ciò significa che le informazioni ricevute dalle agenzie di rating ESG sono relativamente rumorose. Ne consegue che è meno probabile che la performance ESG si rifletta sui prezzi delle azioni e delle obbligazioni societarie.

È necessario capire cosa determina le divergenze tra i rating di sostenibilità. Per fare questo si specifica che i rating sono costituiti da tre elementi fondamentali: un ambito, che si riferisce all'insieme di attributi che descrivono la performance ESG di un'azienda, indicatori che producono misure numeriche degli attributi, e una regola di aggregazione che combina gli indicatori in un unico rating.

Su questa base si identificano tre distinte fonti di divergenza. La divergenza di ambito si riferisce alla situazione in cui i rating si basano su diversi insiemi di attributi<sup>116</sup>. La divergenza di misura si riferisce a una situazione in cui le agenzie

---

<sup>115</sup> Fonte: SSNR, "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings".

<sup>116</sup> Attributi come emissioni di carbonio, le pratiche di lavoro e le attività di *lobbying* possono, ad esempio, essere inclusi nell'ambito di una valutazione. Un'agenzia di rating può includere attività di *lobbying* mentre un'altra può non farlo, causando la divergenza dei due rating.

di rating misurano lo stesso attributo utilizzando indicatori diversi<sup>117</sup>. Infine, la divergenza dei pesi emerge quando le agenzie di rating hanno opinioni diverse sull'importanza relativa degli attributi<sup>118</sup>.

I contributi di ambito, misurazione e divergenza di ponderazione sono tutti intrecciati, il che rende difficile interpretare la divergenza dei rating aggregati.

La divergenza di misura è il principale motore della divergenza di rating, seguita dalla divergenza di ambito, mentre la divergenza dei pesi gioca un ruolo minore. Inoltre, un'azienda che riceve un punteggio elevato in una categoria ha maggiori probabilità di ricevere punteggi elevati in tutte le altre categorie dello stesso valutatore.

Le correlazioni della dimensione ambientale sono leggermente inferiori alle correlazioni complessive, con una media di 0,53. La dimensione sociale è mediamente correlata a 0,42 e la dimensione di governance ha la correlazione più

---

<sup>117</sup> Ad esempio le pratiche di lavoro di un'azienda potrebbero essere valutate sulla base del *turnover* della forza lavoro o dal numero di casi giudiziari relativi al lavoro intrapresi contro l'azienda. Entrambi catturano aspetti delle pratiche di lavoro degli attributi, ma è probabile che portino a valutazioni diverse. L'attributo della parità di genere potrebbe essere misurato dalla percentuale di donne nel consiglio di amministrazione o dal divario retributivo di genere all'interno della forza lavoro. Entrambi gli indicatori sono un *proxy* per l'uguaglianza di genere, ma è probabile che si traducano in valutazioni diverse. Gli indicatori possono concentrarsi sulle politiche, come l'esistenza di un codice di condotta, o sui risultati, come la frequenza degli incidenti.

<sup>118</sup> Ad esempio, l'indicatore delle pratiche di lavoro può entrare nella valutazione finale con un peso maggiore rispetto all'indicatore di *lobbying*.

bassa, con una media di 0,30. C'è una grande eterogeneità nel livello di disaccordo tra le imprese, le agenzie di rating sono d'accordo su alcune aziende e non sono d'accordo su altre. KLD e MSCI mostrano le correlazioni più basse con altri valutatori, sia per il rating che per le singole dimensioni<sup>119</sup>.

Infine, viene misurata la divergenza dei risultati quando i valutatori utilizzano diverse funzioni di aggregazione per tradurre più indicatori in un unico rating ESG<sup>120</sup>.

Le differenze nella funzione di aggregazione portano a valutazioni diverse<sup>121</sup>, anche se l'ambito e la misurazione sono identici.

Questi diversi approcci rendono difficile capire come e perché diversi valutatori esaminano la stessa azienda in modi diversi.

Da un lato, ci sono categorie che sono considerate da tutti e sei i valutatori, indicando una sorta di minimo comune denominatore delle categorie incluse in un rating ESG. Questi sono biodiversità, sviluppo dei dipendenti, energia, prodotti verdi, salute e sicurezza, pratiche di lavoro, sicurezza dei prodotti, remunerazione,

---

<sup>119</sup> Fonte: SSNR, *“Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”*.

<sup>120</sup> La funzione di aggregazione potrebbe essere una semplice media ponderata, ma potrebbe anche essere una funzione più complessa che coinvolge termini non lineari o contingenze su variabili aggiuntive come l'affiliazione al settore.

<sup>121</sup> Un'agenzia di rating che è più interessata alle emissioni di gas serra che ai campi elettromagnetici assegna pesi diversi rispetto a un'agenzia di rating che si preoccupa allo stesso modo di entrambe le questioni.

catena di approvvigionamento e acqua. Le categorie che hanno peso zero per tutti i valutatori sono studi clinici e multe ambientali, OGM e gas che riducono lo strato di ozono. Ciò suggerisce che queste categorie non hanno alcuna rilevanza per nessuna delle valutazioni aggregate<sup>122</sup>.

Le società dovrebbero collaborare con le agenzie di rating per stabilire standard di divulgazione aperti e trasparenti e garantire che i dati che esse stesse divulgano siano accessibili al pubblico. In primo luogo, le agenzie di rating ESG dovrebbero comunicare chiaramente la loro definizione di performance ESG in termini di ambito degli attributi e regola di aggregazione. In secondo luogo, le agenzie di rating dovrebbero diventare molto più trasparenti per quanto riguarda le loro pratiche e metodologie di misurazione. Una maggiore trasparenza sui metodi consentirebbe agli investitori e alle altre parti interessate di valutare e controllare le misurazioni delle agenzie.

Adottando queste misure, le società valutate avrebbero segnali più chiari su ciò che ci si aspetta dalle agenzie di rating e gli investitori potrebbero determinare con maggiore precisione se i rating ESG sono allineati ai loro obiettivi.

### **2.7.1 Indici SRI**

Gli indici di sostenibilità o SRI sono indici sintetici che monitorano l'andamento di un paniere di imprese secondo criteri non solo finanziari, ma anche non

---

<sup>122</sup> Fonte: SSNR, *“Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”*.

finanziari, cioè con riferimento agli aspetti ambientali, sociali e di buon governo d'impresa. La maggior parte di questi indici SRI sono stabiliti proprio dalle stesse agenzie di rating ESG, le quali, mediante le proprie procedure di analisi, selezionano le imprese e gli emittenti da includere in tali indici.

Questi indici possono essere utilizzati come *benchmark*<sup>123</sup>, ad esempio da parte dei gestori di portafogli, per confrontare le performance relative agli aspetti ESG dei loro portafogli, ovvero possono essere utilizzati per creare fondi per indici SRI.

Gli indici SRI sono molto importanti per le imprese stesse, in quanto possono andare ad influenzare la strategia ESG messa in atto dall'impresa con l'obiettivo di rientrare in tali indici. Anche in questo caso, quindi, per le imprese rientrare negli indici SRI consente di migliorare la propria immagine e ridurre il rischio reputazionale. I principali indici sono indicati nella tabella 2.2.

---

<sup>123</sup> Per *benchmark* si intende un parametro di riferimento per confrontare le performance di un portafoglio rispetto all'andamento del mercato.

Tabella 2.2: I principali indici forniti dalle corrispondenti agenzie di rating.

Main Indices	
Providers	Indices or families of indices
Calvert	The Calvert Social Index
CRD Analytics	Global Sustainability Index, Cleantech 100, Life Sciences
Domini	Domini 400 Social Index
ECPI	ECPI Indices
FTSE	FTSE4Good Index Series
EthiFinance	Gaia Index
Maplecroft	Climate Innovation Indexes
MSCI	MSCI ESG Indices and Barclays MSCI (Fixed Income Indices)
oekom research	Global Challenges Index
OWW	Responsibility Malaysia SRI Index, Responsibility Singapore SRI Index
RobecoSAM	DJSI
Sustainalytics	Jantzi Social Index, STOXX Global ESG Leaders Indices
Vigeo	ASPI Eurozone, Ethibel Sustainability Index, Euronext Vigeo
Thomson Reuters	Thomson Reuters Index

Fonte: Novethic 2014, “*Overview of ESG rating agencies*”, p. 8.

## 2.8 Canali di trasmissione economica e questioni chiave ESG

Esistono molti modi per costruire il rating ESG di un'azienda, che coinvolge diverse combinazioni di input finanziari e non finanziari.

Innanzitutto l'orizzonte temporale utilizzato ha un impatto importante sul significato degli indicatori. A breve termine, si ritiene che la *Governance* sia il pilastro dominante perché riflette fortemente i rischi di eventi, come le frodi. A lungo termine, invece, gli indicatori ambientali e sociali sono diventati più importanti perché questioni come le emissioni di carbonio e di gas serra tendono ad essere più cumulative, presentando rischi di erosione per le prestazioni a lungo termine. Tuttavia, il rating ESG aggregato mostra una maggiore riduzione del

rischio rispetto ai singoli pilastri, il che suggerisce un approccio olistico ai fattori ESG rispetto a un approccio a singolo pilastro<sup>124</sup>.

Sono stati identificati tre canali di trasmissione economica dalle caratteristiche ESG al rischio finanziario<sup>125</sup>: il flusso di cassa, il rischio idiosincratico e il canale di rischio sistematico.

Per quanto riguarda il canale *cash-flow*, le società con rating ESG elevato sono più competitive e possono generare rendimenti elevati e stabili, con conseguente aumento della redditività e dei pagamenti dei dividendi. Dal lato del canale di rischio idiosincratico, le società con elevati rating MSCI ESG hanno storicamente mostrato frequenze di *drawdown* finanziario<sup>126</sup> più basse, controllando le dimensioni e il settore. Si ritiene che le società con rating ESG MSCI elevati siano state in grado di gestire e mitigare meglio i rischi specifici dell'azienda rispetto ai concorrenti, di conseguenza i loro prezzi azionari mostrano rischi idiosincratici più bassi. Dal punto di vista del rischio sistematico, le società con rating ESG

---

<sup>124</sup> Fonte: Foundations of ESG Investing in Corporate Bonds, “*How ESG Affected Corporate Credit Risk and Performance*” (MSCI). 2020.

<sup>125</sup> Si tratta di canali che spiegano come le informazioni ESG possono influenzare il rischio finanziario.

<sup>126</sup> Per *drawdown* finanziario si intende la distanza osservata tra il picco più alto e quello più basso di una serie storica in un intervallo di tempo considerato, ed è diverso da una perdita. Il *drawdown* esprime una “correzione di mercato”, ovvero una discesa dei prezzi derivante da un precedente massimo relativo o assoluto.

elevato tendono ad avere un livello inferiore di esposizione a fattori di rischio sistematico<sup>127</sup>.

### 2.8.1 Key Issues

Considerando il punteggio ESG totale e i singoli punteggi dei pilastri E, S e G si possono comprendere meglio i *driver* di performance nel tempo. Per fare questo si può prendere in considerazione l'analisi svolta dall'agenzia MSCI, che ha utilizzato un set di dati di almeno tredici anni che dimostrano rilevanza economica<sup>128</sup>.

All'interno della metodologia di ricerca MSCI ESG, i punteggi delle questioni chiave (*key issues*) sono alla base dei rating. Sono stati testati questi fattori ESG considerando i loro canali di trasmissione economica alle variabili finanziarie e la performance delle azioni a lungo termine.

Nella metodologia di rating ESG di MSCI, le questioni chiave sono ponderate e contribuiscono ai punteggi ESG di una società. Le questioni chiave più comunemente utilizzate nel calcolo del rating ESG di un'azienda sono, per quanto riguarda il pilastro E: emissioni di carbonio, stress idrico, emissioni tossiche e

---

<sup>127</sup> Fonte: Foundations of ESG Investing in Corporate Bonds, “*How ESG Affected Corporate Credit Risk and Performance*” (MSCI). 2020.

<sup>128</sup> Fonte: The Journal of Portfolio Management, “*Deconstructing ESG Ratings Performance: Risk and Return for E, S, and G by Time Horizon, Sector, and Weighting*” (MSCI). 2021.

rifiuti; nel pilastro S: gestione del lavoro, salute e sicurezza, sviluppo del capitale umano e *privacy* e sicurezza dei dati; per il pilastro G: *corporate governance*, etica aziendale, corruzione e instabilità e pratiche anticoncorrenziali.

Nel complesso, la *corporate governance* ha evidenziato l'esposizione attiva più significativa in tutti i settori e canali di trasmissione, seguita dal punteggio ambientale e poi sociale, questo perché gli incidenti legati alla *governance*, come le violazioni dell'etica, hanno avuto un impatto immediato sui prezzi delle azioni, e le società con una solida *corporate governance* hanno avuto una redditività significativamente migliore.

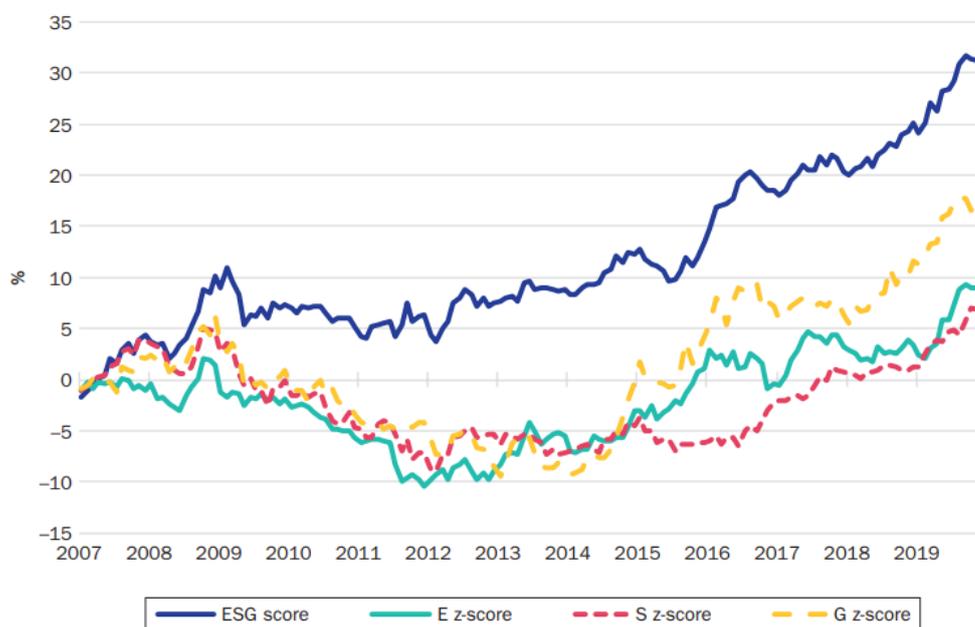
Il pilastro S ha mostrato risultati più significativi per settori come l'energia e le *utility*. In questi settori, le questioni sottostanti che hanno contribuito ai punteggi del pilastro S erano legate alla sicurezza dei lavoratori o ai rapporti di lavoro e alla *privacy* e sicurezza dei dati.

Il pilastro ambientale, invece, ha mostrato risultati significativi nei settori dell'energia e dei materiali, dove i rischi ambientali sono emersi da eventi quali incidenti o fuoriuscite di petrolio; le emissioni di carbonio e lo stress idrico hanno avuto un peso elevato in questo pilastro.

Secondo l'analisi svolta, il peso maggiore è attribuito al pilastro *Governance* e il più contenuto al pilastro *Social*. La *Governance* ha il più alto livello di rilevanza

finanziaria con un peso medio settoriale del 48%, il pilastro *Environmental* ha un peso del 29%, e il *Social* il più basso con un peso del 23%<sup>129</sup>.

Figura 2.1: Punteggio ESG aggregato e punteggi E, S e G nel periodo di 13 anni.

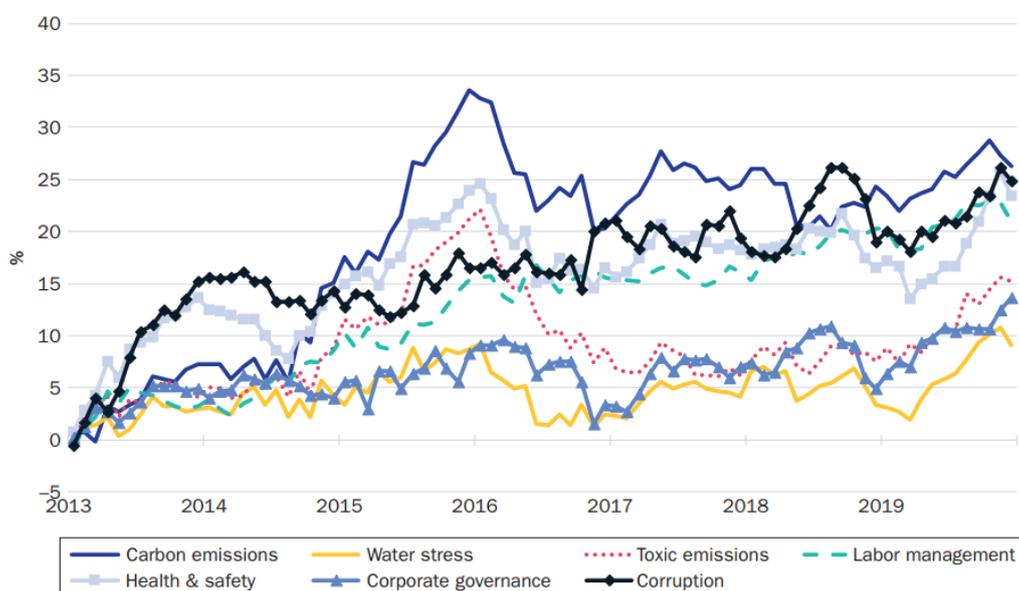


Fonte: The Journal of Portfolio Management, “*Deconstructing ESG Ratings Performance: Risk and Return for E, S, and G by Time Horizon, Sector, and Weighting*” (MSCI). 2021.

<sup>129</sup> Quando si utilizzano rating ESG incentrati su rischi finanziariamente rilevanti è importante considerare l'orizzonte temporale. La stessa analisi orientata al breve termine avrebbe portato a pesi differenti, con una ponderazione del 25%, 5% e 70% dei pilastri E, S e G, rispettivamente. Fonte: The Journal of Portfolio Management, “*Deconstructing ESG Ratings Performance: Risk and Return for E, S, and G by Time Horizon, Sector, and Weighting*” (MSCI). 2021.

Vi sono chiare differenze nella ponderazione relativa delle questioni chiave E, S e G all'interno del rating ESG. I settori dei servizi pubblici e dei materiali hanno avuto un peso elevato sulle questioni ambientali, in relazione a emissioni tossiche ed emissioni di carbonio. Inoltre, il punteggio E è stato un elemento di differenziazione significativo nei settori dei materiali, dell'assistenza sanitaria e dell'energia. I settori finanziario e sanitario hanno avuto una maggiore attenzione alle questioni di *governance*. Mentre il punteggio S è stato significativo soprattutto nei settori dell'energia, delle *utility* e dei servizi di comunicazione.

Figura 2.2: Performance delle principali questioni chiave.



Fonte: The Journal of Portfolio Management, “*Deconstructing ESG Ratings Performance: Risk and Return for E, S, and G by Time Horizon, Sector, and Weighting*” (MSCI). 2021.

Come si può osservare nella figura 2.2, le emissioni di carbonio (pilastro E) hanno mostrato la performance più significativa di tutte le questioni chiave, seguiti dalla corruzione (pilastro G) e da salute e sicurezza e gestione del lavoro (entrambi pilastro S).

Il settore delle *Utilities* (in particolare della produzione di energia elettrica) e dei materiali sono stati i settori con la più alta quantità di emissioni di carbonio.

A livello settoriale, i settori delle telecomunicazioni, dei materiali e dell'energia hanno mostrato i risultati più significativi (in termini di relazione tra *key issues* e performance finanziarie). I beni di consumo di base hanno mostrato il livello più basso di rilevanza finanziaria.

Dei tre canali di trasmissione, il canale di rischio idiosincratico ha presentato i risultati empirici più significativi. Inoltre, le questioni chiave classificate nell'ambito del pilastro *Governance* hanno mostrato i risultati più rilevanti in tutti e tre i canali di trasmissione, il che significa che le società con una forte *corporate governance* hanno avuto una copertura del punteggio ESG significativamente migliore. D'altra parte, il governo societario è l'unica questione chiave rilevante per il 100% delle società coperte<sup>130</sup>.

I punteggi dei pilastri vengono quindi combinati in un punteggio MSCI ESG aggregato, che viene utilizzato nella creazione di rating ESG di MSCI.

---

<sup>130</sup> Fonte: The Journal of Portfolio Management, “*Deconstructing ESG Ratings Performance: Risk and Return for E, S, and G by Time Horizon, Sector, and Weighting*” (MSCI). 2021.

### **2.8.2 Key Performance Indicator: misurare la sostenibilità con gli indicatori**

Alcuni aspetti della sostenibilità non sono direttamente misurabili, per questo è importante individuare degli indicatori, chiamati anche KPI (*Key Performance Indicators*) che producano dati misurabili attraverso strumenti e sistemi chiari e condivisibili.

I cinque indicatori principali<sup>131</sup> per misurare la sostenibilità di un'azienda sono: la conformità, che contiene i dati relativi al rispetto delle leggi e delle normative nazionali, internazionali e standard di settore<sup>132</sup>; l'uso dei materiali e performance, che si riferisce ai risultati dell'azienda in termini energetici e idrici, rifiuti ed emissioni<sup>133</sup>; gli effetti che l'azienda produce a livello sia sociale che ambientale<sup>134</sup>; la catena di fornitura e il ciclo di vita del prodotto, nel quale rientrano gli aspetti che vanno oltre i confini aziendali e che includono la *supply*

---

<sup>131</sup> Fonte: GreenTire: “*Indicatori di performance per la sostenibilità*”.

<sup>132</sup> Ad esempio, un indicatore potrebbe essere rappresentato dalla quantità di multe ricevute per infrazioni.

<sup>133</sup> Misura le quantità di risorse e materie prime utilizzate, la quantità di rifiuti e le emissioni che ne derivano.

<sup>134</sup> Il livello relativo agli impatti dell'azienda sull'ambiente naturale e umano. Un esempio concreto è quello della salute e sicurezza sul lavoro, infortuni ed incidenti.

*chain*<sup>135</sup>, la distribuzione, l'uso e lo smaltimento del prodotto<sup>136</sup>; infine il sistema sostenibile, che rappresenta come l'azienda si inserisce nel contesto sociale, valuta i rapporti nazionali ed internazionali e l'impatto sul territorio locale, ed è un indicatore che mostra anche l'impatto sulla qualità di vita dei propri lavoratori e della comunità locale.

Questi KPI sono difficilmente individuabili a livello aziendale ed è per questo che sono emanati a livello nazionale o internazionale<sup>137</sup>.

## **2.9 Rating ESG e rating del credito**

In ambito creditizio, il rating rappresenta la valutazione, riferita a un dato orizzonte temporale, effettuata sulla base di tutte le informazioni disponibili, di natura quantitativa e qualitativa. Il rating è un metodo utilizzato per valutare sia i titoli obbligazionari, sia le imprese stesse, in base al loro rischio finanziario e rischio di insolvenza.

---

<sup>135</sup> Per *supply chain* si intende la catena di approvvigionamento, cioè il processo che permette di portare sul mercato un prodotto o servizio, trasferendolo dal fornitore fino al cliente.

<sup>136</sup> Per questo è utile conoscere, ad esempio, se i fornitori utilizzano fonti di energia rinnovabile, la quantità di CO<sub>2</sub> emessa per il trasporto del prodotto, o se il prodotto può essere riciclato o riutilizzato.

<sup>137</sup> Questa gerarchia degli indicatori deriva dal *Lowell Center for Sustainable Production*.

Le valutazioni sono emesse dalle agenzie di rating, ognuna con il suo sistema di classificazione (il grado più basso indica le aziende o stati quasi sicuramente insolventi). La valutazione è espressa mediante una classificazione su scala ordinale delle capacità del soggetto di onorare gli obblighi contrattuali. Ad ogni classe di rating è associata una probabilità di *default*<sup>138</sup>. Attraverso il sistema di rating viene attribuito al debitore il grado del merito creditizio.

I rating creditizi sono periodicamente pubblicati da agenzie specializzate, principalmente Standard & Poor's e Moody's. Il rating viene espresso attraverso un voto in lettere. Nel caso di Standard & Poor's le valutazioni partono da AAA, che indica il livello più alto di qualità creditizia, quindi un emittente con livello minimo di rischio ed elevata capacità di ripagare il debito, mentre D è la valutazione peggiore che indica una società insolvente. Le valutazioni di Moody's invece partono da AAA fino a C, che indica il massimo rischio di insolvenza di un emittente.

Le agenzie di rating creditizio considerano sempre di più i fattori ESG nelle loro analisi, le agenzie infatti valutano ogni fattore che può influenzare il merito creditizio delle imprese, e tra questi vi sono anche i fattori ambientali, sociali e in particolare di *governance*.

---

<sup>138</sup> La probabilità di *default* fornisce una stima della probabilità che un debitore non sia in grado di far fronte alle proprie obbligazioni.

I fattori ESG possono influire sui flussi di cassa dei debitori e, dunque, sulla probabilità che essi possano risultare inadempienti alle proprie obbligazioni<sup>139</sup>.

Le agenzie di rating creditizio effettuano valutazioni prendendo in considerazione la probabilità di *default*, la *loss given default* e l'*exposure at default*<sup>140</sup>. Le agenzie di rating valutano anche in che modo i fattori ESG influenzano la capacità di un emittente di convertire le attività in liquidità, l'impatto che la variazione dei rendimenti, a causa di un evento ESG, può avere nel costo del capitale e la misura in cui i costi relativi all'ESG intaccano la capacità di un emittente di generare profitti e aumentare i rischi di rifinanziamento.

Non tutti i fattori ESG vengono presi in considerazione, ma solo quelli che incidono sulla performance finanziaria dell'emittente e vanno ad influenzare la sua probabilità di insolvenza.

I rating creditizi sono differenti rispetto ai rating ESG, che misurano la qualità della *governance* o della sostenibilità sociale e ambientale di un'emittente, e non vanno ad analizzare come questi fattori impattano poi sulla performance complessiva dell'impresa. I rating creditizi, invece, sono rating regolamentati che vanno ad indagare sulla solvibilità dell'emittente.

---

<sup>139</sup> Dover rispettare i criteri ESG può portare a preoccupazioni legate al fatto che non si possano utilizzare determinate risorse perché contribuiscono all'inquinamento e al cambiamento climatico.

<sup>140</sup> La *loss given default* è la perdita al momento del default, l'*exposure at default* è l'esposizione al momento del default. Esse (assieme alla probabilità di *default*) determinano la misura del rischio di recupero dei crediti da parte di una banca.

Mentre la determinazione dei rating creditizi è regolamentata, non vi è una definizione completamente univoca dei fattori ESG, ogni agenzia di rating utilizza approcci diversi e considerazioni che possono differire da un'agenzia all'altra. Il rating ESG non ha standard quantitativi e qualitativi universalmente riconosciuti, mentre per il rating creditizio esistono regolamenti e *authority*<sup>141</sup>.

Anche le agenzie di rating stanno sempre di più inglobando i fattori ESG non solo per la loro rilevanza sui fattori SRI specifici ma anche per il loro impatto sul rischio di credito.

In conclusione, quindi, adottare politiche socialmente responsabili consente di ridurre i vincoli di capitale, il che comporta una maggior facilità da parte dell'impresa di poter ottenere fonti di finanziamento, consente di ridurre il costo del debito e di poter aumentare il valore dell'impresa stessa. In tal modo quindi questi effetti positivi possono poi riflettersi sulla qualità creditizia dell'impresa<sup>142</sup>.

---

<sup>141</sup> Come ad esempio l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) nel caso dell'Europa.

<sup>142</sup> Fonte: The journal of impact&ESG investing, “*How ESG Affected Corporate Credit Risk and Performance*”. MSCI. 2021

### **2.9.1 Le agenzie di rating creditizio: Moody's Rating e S&P Global Ratings**

Moody's e S&P Global Ratings sono due tra le più importanti agenzie di rating creditizio a livello globale e sono anche tra le più attente ai temi ESG e a come questi influenzano il rischio creditizio.

L'approccio di Moody's cambia a seconda di qual è il settore di appartenenza dell'impresa e il paese preso in considerazione. Nell'assegnare il rating, Moody's fa riferimento ai fattori che possono andare ad influenzare in qualche modo i futuri flussi di cassa o far aumentare i costi futuri dell'impresa, non include nella propria valutazione ogni singolo rischio ESG, ma solo quelli tangibili e che impattano le performance finanziarie e il merito creditizio. Inoltre, i rischi vengono valutati non singolarmente ma a livello aggregato.

S&P Global Ratings ha dimostrato un forte interesse alle tematiche ESG. Nell'assegnare i rating creditizi anche S&P Global Ratings dà sempre più rilevanza ai fattori ESG, cerca di inglobare nelle proprie analisi i fattori ESG rispetto a un orizzonte temporale che sia il più ampio possibile. S&P Global Ratings considera i fattori ESG che possono incidere sulla performance finanziaria dell'impresa e che possono influenzare la capacità e la volontà dell'emittente di far fronte agli impegni assunti.

## Capitolo 3

# GLI APPROCCI DEGLI ASSET MANAGER ALL'INVESTIMENTO RESPONSABILE

### 3.1 Investimenti responsabili

L'investimento responsabile è essenziale per mitigare i rischi, scoprire le opportunità di investimento e considerare i rendimenti a lungo termine per i clienti. L'obiettivo è creare un futuro migliore e ottenere risultati benefici attraverso l'investimento responsabile<sup>143</sup>.

La sostenibilità è intesa come driver di sviluppo globale, capace di creare competitività e di attrarre finanziamenti, attraverso prodotti e servizi che garantiscano una maggiore inclusione sociale e il supporto alle aziende per affrontare la transizione energetica<sup>144</sup>.

I clienti oggi vogliono che i loro investimenti producano un reale impatto positivo e un ritorno, e i gestori patrimoniali devono definire come intendono farlo e devono essere attenti e chiarire le motivazioni presenti dietro le loro strategie.

---

<sup>143</sup> Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile, *“Risparmiatori italiani e transizione energetica”*, LGIM.

<sup>144</sup> Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile, *“Risparmiatori italiani e transizione energetica”*, BPER Banca.

La storia della gestione patrimoniale negli ultimi anni presenta l'emergere di fondi incentrati sulla sostenibilità e sull'ambiente, la società e la *governance*. Sulla scia di consistenti afflussi in questi prodotti, i fondi esistenti sono stati rimarchiati per essere ESG *compliant*.

Ogni gestore patrimoniale deve verificare la presenza di rischi ESG. Questo obiettivo tuttavia, è molto più difficile da realizzare, e richiede un grande impegno e organizzazione. I gestori patrimoniali devono operare in modo diverso rispetto al passato, e per fare questo sono richieste nuove competenze.

Per avere un'influenza significativa sulle imprese e sui responsabili politici, i gestori patrimoniali devono collaborare con altri attori del settore o ONG<sup>145</sup> e dimostrare una competenza approfondita sulle questioni ambientali. Ad esempio, Climate Action 100+<sup>146</sup> è un movimento guidato dagli investitori che lavora per assicurarsi che le principali società globali che emettono gas serra adottino misure per combattere i cambiamenti climatici. I gestori patrimoniali devono disporre

---

<sup>145</sup> ONG: organizzazione non governativa, senza scopo di lucro.

<sup>146</sup> Azione per il clima 100+ è un'iniziativa degli investitori per garantire che i maggiori produttori di gas serra nel mondo adottino le misure necessarie in materia di cambiamento climatico. È un'iniziativa annuale guidata da investitori per coinvolgere emettitori di gas serra di importanza sistemica e altre aziende in tutta l'economia globale che hanno significative opportunità di guidare la transizione verso l'energia pulita e contribuire a raggiungere gli obiettivi dell'accordo di Parigi. Gli investitori chiedono alle aziende di migliorare la *governance* sui cambiamenti climatici, ridurre le emissioni e rafforzare le informazioni finanziarie sul clima.

delle conoscenze tecniche e finanziarie necessarie sia per il settore che per contribuire a spingere queste società verso impegni *net-zero*<sup>147</sup>.

I gestori patrimoniali hanno il compito di spiegare le motivazioni delle proprie scelte in ogni fase e non essere influenzati da ciò che è di tendenza o da prodotti di imitazione, e devono andare oltre le dichiarazioni di marketing. Se i messaggi di marketing di un gestore patrimoniale non sono supportati da azioni concrete legate a risultati ESG misurabili, i clienti percepiscono queste azioni come non autentiche<sup>148</sup>.

I dati sono uno strumento per misurare se le ambizioni ESG del gestore patrimoniale vengono raggiunte. Ma data la natura qualitativa degli obiettivi sostenibili, si ritiene che i fattori ESG non sono pienamente quantificabili<sup>149</sup>.

### **3.2 Gli approcci dei più grandi asset manager al mondo all'investimento responsabile**

La crescente disuguaglianza, la natura mutevole del lavoro e le continue violazioni dei diritti umani sono solo alcuni dei principali rischi che la società

---

<sup>147</sup> Gli obiettivi net-zero consistono in impegni nel ridurre le emissioni nocive fino ad azzerarle.

<sup>148</sup> Per distinguere gli autentici gestori patrimoniali sostenibili si può verificare se gli obiettivi ESG vengono seguiti, se i membri del consiglio di amministrazione hanno esperienza nella sostenibilità, notare la percentuale del patrimonio che costituisce asset ESG.

<sup>149</sup> Fonte: CFA Institute, “*ESG Asset Managers: Define the Why*”. 24 agosto 2021.

globale e il settore finanziario che la sostiene devono affrontare. Perciò gli investitori devono agire per migliorare gli standard del lavoro, affrontare la crisi climatica e la perdita di biodiversità.

Gli investitori si classificano valutando tre settori finanziari: assicuratori, fondi pensione pubblici e gestori patrimoniali.

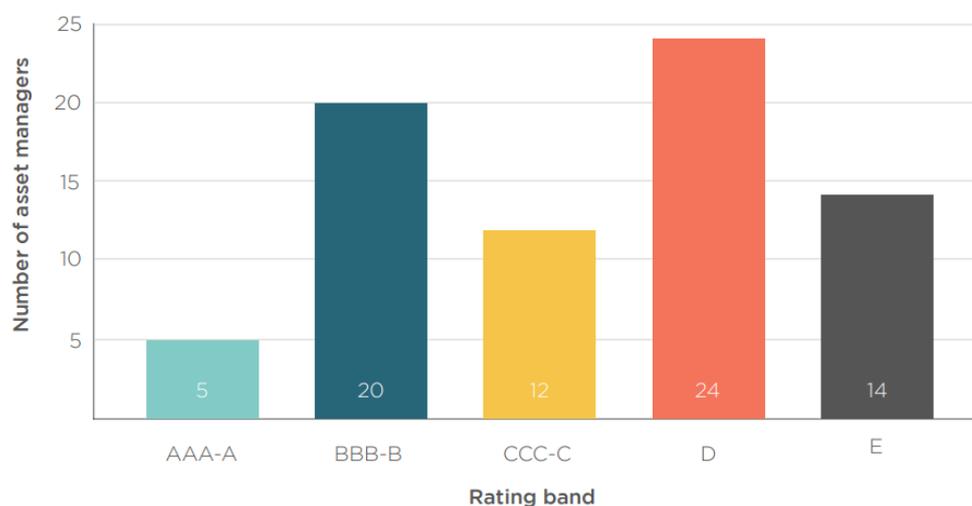
Il denaro però non è gestito nel migliore dei modi. È preoccupante che il patrimonio in gestione combinato dei gestori patrimoniali che hanno ottenuto un punteggio scarso nel loro approccio agli investimenti responsabili (quelli nelle categorie D - E) sia il 64% del patrimonio totale dei gestori valutati. Non un singolo gestore patrimoniale ha ottenuto un rating AAA o AA dimostrando una pratica *leader* in tutte le aree di valutazione<sup>150</sup>.

Tuttavia, ci sono anche molti gestori patrimoniali che mostrano approcci innovativi per affrontare i problemi climatici.

---

<sup>150</sup> Fonte: ShareAction, “*Point of No Returns: A ranking of 75 of the world’s largest asset managers’ approaches to responsible investment*”.

Figura 3.1: Numero di asset manager valutati in ciascuna fascia di rating<sup>151</sup>.



Fonte: ShareAction, *“Point of No Returns: A ranking of 75 of the world’s largest asset managers’ approaches to responsible investment”*.

È chiaro che garantire la sostenibilità a lungo termine per il portafoglio e il pianeta richiede una revisione del modo in cui gli investitori si avvicinano all'investimento responsabile. I gestori patrimoniali e gli altri investitori istituzionali devono dare priorità all'adozione di un approccio olistico<sup>152</sup> per affrontare i rischi sistemici.

---

<sup>151</sup> Su un totale di 75 gestori.

<sup>152</sup> Per approccio olistico si intende una metodologia secondo cui i fenomeni vanno analizzati considerandoli nella loro interezza, non analizzando specifici aspetti di essi.

### 3.2.1 Posizionamento e prestazioni in tutte le aree geografiche

Gran parte dei maggiori gestori patrimoniali del mondo dimostra un approccio scadente all'investimento responsabile. Il 51% dei gestori patrimoniali ha un approccio debole alla gestione dei rischi e degli impatti ESG, ricevendo un rating D o E, mentre il 16% ha un approccio limitato (valutazioni CCC – C). Nessun gestore patrimoniale valutato dimostra *leadership* in tutto il suo approccio di investimento responsabile. Solo il 33% degli *asset manager* mostra una forte performance, arrivando nella banda AAA<sup>153</sup>.

Attualmente gli *asset manager* non riescono a cogliere la minaccia sistemica rappresentata dalla perdita di biodiversità. Sebbene i gestori patrimoniali abbiano compiuto progressi sul tema dei cambiamenti climatici, molti non stanno ancora adottando le misure di base per gestire adeguatamente i rischi climatici.

I sei maggiori gestori patrimoniali del mondo sono tutti classificati nelle categorie D ed E, come mostrato nella tabella 3.1 seguente.

---

<sup>153</sup> Fonte: ShareAction, “*Point of No Returns: A ranking of 75 of the world’s largest asset managers’ approaches to responsible investment*”.

*Tabella 3.1: I sei maggiori asset manager del mondo ordinati per AUM<sup>154</sup> con associata fascia di valutazione.*

Asset Manager	Rating	AUM (US\$bn)
BlackRock	D	6,377,75
Vanguard	E	4,907,45
State Street Global Advisors	D	2,779,52
Fidelity Investments (FMR)	E	2,403,65
Capital Group	D	1,805,02
J.P. Morgan Asset Management	E	1,765,27

Fonte: ShareAction, “*Point of No Returns: A ranking of 75 of the world’s largest asset managers’ approaches to responsible investment*”. 2020.

I maggiori gestori patrimoniali dimostrano una debole performance di investimento responsabile, mentre alcuni gestori più piccoli mostrano leadership. Non è stato assegnato alcun rating AAA o AA. Nessun gestore patrimoniale dimostra le migliori pratiche in tutto il suo approccio. I gestori che mostrano performance deboli (rating D – E) rappresentano il 64% del patrimonio totale in gestione.

### **3.2.2 Prestazioni regionali**

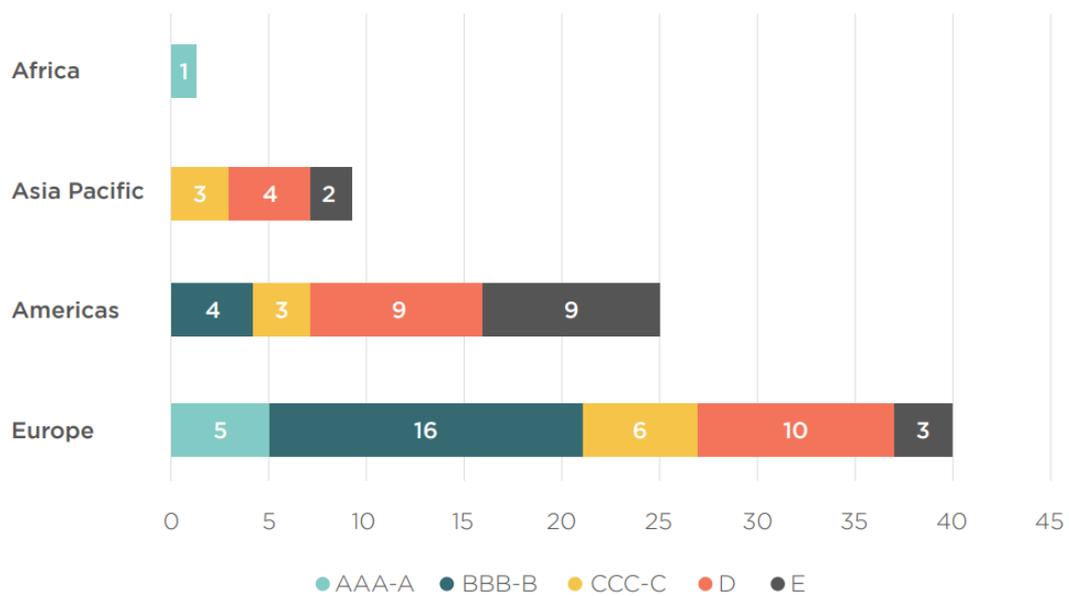
I gestori patrimoniali europei sono *leader* negli investimenti responsabili, mentre i gestori degli Stati Uniti e dell'Asia e Pacifico sono generalmente in ritardo rispetto

---

<sup>154</sup> AUM indica “Asset Under Management”, cioè la quantità di denaro che rappresenta il valore di mercato di tutti i fondi gestiti da un’istituzione finanziaria per conto dei propri clienti o investitori.

al 53% dei gestori europei valutati rientrano nelle bande AAA – B, mentre solo il 15% dei gestori statunitensi valutati rientra nelle bande AAA – B. In Europa, i gestori patrimoniali di Paesi Bassi, Francia e Regno Unito hanno la performance media più alta nella classifica. Mentre alcuni gestori statunitensi mostrano *leadership*, la maggior parte dimostra una debole performance degli investimenti responsabili (rating D - E).

Figura 3.2: Numero di gestori patrimoniali in ciascuna fascia di rating ordinati per regioni.



Fonte: ShareAction, “*Point of No Returns: A ranking of 75 of the world’s largest asset managers’ approaches to responsible investment*”.

### **3.2.3 Governance**

Per quanto riguarda la *governance*, è importante il ruolo di solidi meccanismi di *governance* nella supervisione appropriata dei rischi sistemici ESG, come i cambiamenti climatici. Una forte supervisione e responsabilità a livello di consiglio di amministrazione, sostenuta da incentivi finanziari e formazione completa, integra i fattori ESG nella cultura organizzativa e garantisce una forte performance di investimento responsabile.

Una scarsa performance sull'investimento responsabile potrebbe essere dovuta alla mancanza di una formazione completa sull'investimento responsabile.

È evidente che, all'interno del settore della gestione patrimoniale, resta ancora molto lavoro da fare per elevare lo standard dell'investimento responsabile. Sebbene alcuni gestori patrimoniali dimostrino *leadership* in particolari aree, nessuno sta ottenendo risultati positivi in ciascuno degli argomenti inclusi nella metodologia da seguire per una finanza sostenibile. La maggior parte dei gestori patrimoniali non sta ancora adottando misure adeguate sui cambiamenti climatici.

## **3.2 I più grandi gestori di fondi di investimento al mondo**

I primi dieci gestori di fondi al mondo gestiscono un patrimonio di 44.000 miliardi di dollari, e otto dei primi dieci sono di origine statunitense. Tuttavia, ci sono operatori del settore che mantengono la loro posizione dominante anno dopo

anno in termini di asset in gestione: un terzo degli asset in gestione è nelle mani dei primi dieci gestori di fondi<sup>155</sup>.

Secondo l'ultimo rapporto *World's Top Asset Management Firms* di *ADV Ratings*, BlackRock nel 2022 ha continuato a guidare la classifica dei maggiori gestori di fondi al mondo, seguita da Vanguard. Ogni gestore patrimoniale adotta un approccio differente dall'altro. BlackRock è il *leader* mondiale, Vanguard invece è il secondo *asset manager* più grande del mondo.

Nell'immagine 3.1 sono elencati i maggiori gestori di fondi comuni di investimento al mondo nel 2022 in termini di patrimonio gestito.

---

<sup>155</sup> Fonte: FundsPeople, “*Le dieci società di gestione più grandi al mondo*”. 2021.

Tabella 3.2 : Lista dei maggiori gestori di fondi di investimento del mondo.

	Gestore (dal più piccolo al più grande)	Paese	Attivi in gestione (AUM)
10	Goldman Sachs AM	USA	2,39 bilioni di euro
9	Capital group	USA	2,70 bilioni di euro
8	Allianz Group	Germania	2,76 bilioni di euro
7	J.P. Morgan AM	USA	2,96 bilioni di euro
6	Morgan Stanley	USA	3,32 bilioni di euro
5	State Street Global Advisors	USA	4,02 bilioni di euro
4	Fidelity Investments	USA	4,28 bilioni di euro
3	UBS Group	Svizzera	4,38 bilioni di euro
2	Vanguard AM	USA	8,10 bilioni di euro
1	BlackRock	USA	9,57 bilioni di euro

Fonte: *ADV Ratings* (31 marzo 2022).

### 3.3.1 BlackRock

BlackRock è la più grande società di investimento nel mondo con sede a New York. Gestisce un patrimonio totale di più di nove **mila miliardi di dollari**<sup>156</sup> di cui un terzo in Europa. Quotata alla Borsa di New York, offre soluzioni d'investimento nel reddito fisso, nel segmento azionario e monetario, investimenti alternativi e settore immobiliare.

---

<sup>156</sup> Fonte: *ADV Ratings*. 2022.

BlackRock opera a livello globale con settanta uffici in trenta paesi e clienti in cento paesi. A causa delle dimensioni e della portata delle sue attività finanziarie, esercita una forte influenza negli Stati Uniti e in Europa<sup>157</sup>.

### **1.3.1.1 Investimenti ambientali, sociali e di corporate governance**

Nel 2017, BlackRock ha ampliato la propria presenza negli investimenti sostenibili e nella *governance* ambientale, sociale e societaria (ESG) con nuovo personale e prodotti sia negli Stati Uniti che in Europa con l'obiettivo di guidare l'evoluzione del settore finanziario in questa direzione.

BlackRock ha iniziato a sfruttare la sua rilevanza e influenza per attirare l'attenzione sulle questioni ambientali e della diversità attraverso lettere ufficiali agli amministratori delegati e ai voti degli azionisti insieme a investitori attivisti o reti di investitori, come il *Carbon Disclosure Project*<sup>158</sup>, che nel 2017 ha sostenuto una risoluzione degli azionisti di successo per ExxonMobil<sup>159</sup> per agire sui cambiamenti climatici. Nel 2018, ha chiesto alle aziende Russel 1000<sup>160</sup> di

---

<sup>157</sup> BlackRock è così influente che la sua divisione di consulenza si è aggiudicata il contratto per la gestione del programma di stimolo economico della Federal Reserve nell'aprile 2020.

<sup>158</sup> Il CDP è un'organizzazione internazionale senza scopo di lucro che aiuta le aziende a rivelare il loro impatto ambientale.

<sup>159</sup> ExxonMobil è una delle principali compagnie petrolifere statunitensi di importanza mondiale.

<sup>160</sup> Il Russel 1000 è un elenco delle 1000 maggiori aziende pubbliche statunitensi

abbattere la diversità di genere nel loro consiglio di amministrazione chiedendo di inserire almeno due donne.

Nel 2018 BlackRock ha introdotto due nuovi fondi negoziati in borsa (ETF) che escludono le azioni dei produttori e dei grandi rivenditori di armi, e rimuovendo le azioni dai loro sette fondi ESG esistenti per offrire una scelta più ampia ai clienti che cercano di escludere le società di armi da fuoco dai loro portafogli.

L'ex dirigente di BlackRock ha affermato che le istituzioni finanziarie credono che i prodotti ESG hanno commissioni più elevate e che a loro volta aumentano i profitti aziendali<sup>161</sup>.

Secondo *il New York Times*, l'enfasi di BlackRock sulle tematiche ESG, ha attirato alcune critiche. È stata accusata di incentivare interessi *anti business*, o anche di fare campagne di marketing senza un'azione effettiva. Inoltre, attivisti e gruppi ambientalisti hanno attaccato l'azienda per non aver disinvestito dalle compagnie di combustibili fossili e da altri grandi contributori al cambiamento climatico<sup>162</sup>.

---

<sup>161</sup> Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile, “*BlackRock*”.

<sup>162</sup> Fonte: *The New York Times*, “*Larry Fink difende il capitalismo degli stakeholder*”. 2022.

### 3.3.2 Vanguard Asset Management

Vanguard Asset Management è il secondo fondo di investimento più grande del mondo, con una gestione di 7.000 miliardi di dollari statunitensi nel gennaio 2021, ben al di sopra di UBS.

Ha sede a Malvern, in Pennsylvania. È il più grande fornitore di fondi comuni di investimento e il secondo (dopo iShares<sup>163</sup> di BlackRock) di fondi negoziati in Borsa (ETF), noti anche come fondi indice<sup>164</sup> o fondi *low cost*. Offre anche servizi di intermediazione, contabilità, pianificazione finanziaria, gestione di patrimoni, servizi fiduciari. È di proprietà dei fondi gestiti dalla società<sup>165</sup>.

Questo gestore di fondi è caratterizzato da un forte approccio di gestione passiva<sup>166</sup>. È stata fondata da Bogle<sup>167</sup> nel 1975. I successori di Bogle hanno ampliato l'offerta di prodotti, proponendo sia ETF che fondi a gestione attiva<sup>168</sup>.

---

<sup>163</sup> iShares è il marchio che contraddistingue una famiglia di ETF, commercializzati e gestiti da BlackRock. I fondi iShares possono essere acquistati da investitori sia istituzionali sia privati. Ogni fondo rappresenta un portafoglio di titoli, ideato per replicare i rendimenti complessivi di un indice.

<sup>164</sup> Infatti Vanguard è il principale gestore di fondi indicizzati.

<sup>165</sup> A differenza di altri gestori di fondi, Vanguard non è quotata in borsa o di proprietà di una serie di soci: è di proprietà dei titolari di quote. In altre parole, è di proprietà dei fondi e degli ETF. A loro volta, i fondi sono il patrimonio comune degli investitori. In questo modo gli interessi del gestore di fondi sono allineati a quelli dei suoi clienti.

<sup>166</sup> La gestione passiva è una strategia di investimento in cui il trading viene condotto seguendo il movimento su un indice di mercato.

### 3.3.2.1 Investimenti ambientali, sociali e di corporate governance

Vanguard è una società che mira ad avere i costi più contenuti possibili, abbassare il grado di complessità per gli investitori e rappresentare al meglio il mercato, e sostiene che non potrebbe raggiungere questi obiettivi se seguisse il vincolo di applicare i criteri ESG ai suoi prodotti<sup>169</sup>.

Vanguard ha affermato di non avere obiettivi che vadano oltre i rendimenti, sebbene abbia indicato che il cambiamento climatico potrebbe influire sulla performance finanziaria.

Nel 2021 Vanguard ha aderito all'iniziativa *Net Zero Asset Managers*. Secondo l'azienda queste iniziative di settore possono favorire un dialogo costruttivo, ma a volte possono anche generare confusione sulle opinioni delle singole società di investimento. Questo è ciò che è accaduto in questo caso, in particolare per quanto riguarda l'applicabilità degli approcci *net-zero* ai fondi indicizzati ampiamente diversificati preferiti da molti investitori di Vanguard.

In un comunicato pubblicato sul sito web della società, Vanguard ha annunciato il ritiro della propria adesione all'iniziativa *Net Zero Asset Managers*, dichiarando

---

<sup>167</sup> Bogle è l'uomo che ha progettato il primo fondo indicizzato.

<sup>168</sup> La gestione attiva indica una metodologia secondo cui si acquistano e vendono i singoli titoli nel momento migliore, cambiando frequentemente l'*asset allocation* del proprio portafoglio per raggiungere una performance superiore rispetto a quella dell'indice di riferimento.

<sup>169</sup> Fonte: *Financial Times*, "Le attività di Vanguard hanno raggiunto il record di sette trilioni di dollari". 2021.

che questa decisione è legata alla sua volontà di chiarire il suo ruolo di fornitore di fondi indicizzati, dimostrare indipendenza e chiarire le sue opinioni agli investitori<sup>170</sup>.

Questa presa di posizione di Vanguard sembra connessa alla questione delle pressioni verificatesi nell'ultimo anno negli Stati Uniti da parte di gruppi conservatori e repubblicani di spicco sulle società di servizi finanziari affinché abbandonino gli obiettivi ESG<sup>171</sup>. L'uscita dall'iniziativa di Vanguard, è un duro colpo per gli sforzi per organizzare le industrie per allontanarsi dai combustibili fossili.

### 3.3.3 Fidelity Investments

Fidelity Investments è una multinazionale statunitense fondata nel 1946 e con un patrimonio gestito di oltre 4 mila miliardi di dollari di asset in gestione, è una delle maggiori società del settore, molto vicina alla terza posizione, attualmente detenuta da UBS Group<sup>172</sup>.

---

<sup>170</sup> Fonte: ESG News, “*Vanguard si ritira dalla Net Zero Asset Managers initiative*”.

<sup>171</sup> Ad esempio, la Florida e il Texas hanno introdotto leggi e regole per impedire ai fondi statali di investire in società con un approccio ESG.

<sup>172</sup> UBS Group è un *asset manager* globale, con *business* altamente diversificati fra loro. È una delle maggiori case di investimento in Europa, il maggiore gestore di fondi in Svizzera e uno dei più grandi gestori di *Hedge Fund* e *Real Estate* al mondo.

Grazie alla distribuzione attiva di fondi e ai servizi di consulenza, è ampiamente riconosciuta come uno dei migliori gestori di fondi esistenti, è un gestore patrimoniale globale che fornisce i suoi prodotti e la sua assistenza a clienti privati e istituzionali, ricercando sempre la migliore soluzione a lungo termine.

### **3.3.3.1 Investimenti ambientali, sociali e di corporate governance**

Lo scopo di Fidelity International è quello di costruire un futuro finanziario migliore. Si concentra sull'importanza della collaborazione per la sua attività, e sottolinea anche la grande attenzione ai risultati sostenibili e a lungo termine.

Fidelity incorpora la sostenibilità nelle operazioni commerciali e nel processo di investimento. Valuta criticamente le pratiche e gli standard di *governance* per garantire la gestione delle operazioni e prende decisioni aziendali in modo trasparente, solido ed etico che soddisfi le migliori pratiche del settore e sia pienamente conforme alle leggi e ai regolamenti in tutte le giurisdizioni in cui la società opera.

Fidelity mira a condurre le operazioni commerciali in modo sostenibile per contribuire a creare un futuro migliore per l'ambiente. Il suo quadro di sostenibilità ambientale è progettato per garantire la prevenzione dell'inquinamento, la riduzione del carbonio, la minimizzazione dei rifiuti, l'uso

responsabile delle risorse e il rispetto della legislazione attraverso buone pratiche e miglioramento continuo<sup>173</sup>.

Fidelity offre diversi modi per investire in modo sostenibile: investe in società che si allineano a temi legati alla sostenibilità e investe in società che soddisfano un'ampia gamma di criteri ambientali, sociali e di *corporate governance*.

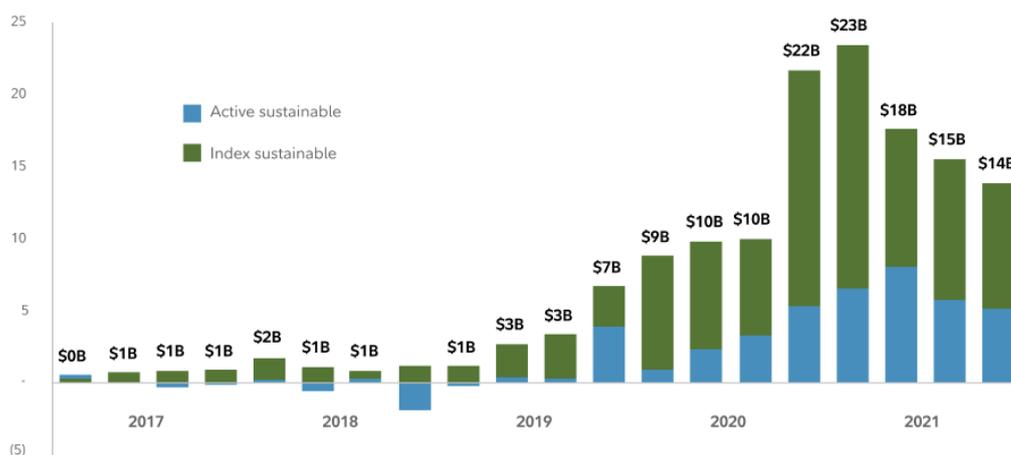
Fidelity Investments crede che investire in società con elevati standard di sostenibilità possa proteggere e migliorare i rendimenti degli investimenti a lungo termine e quindi contribuire all'obiettivo aziendale di costruire un futuro finanziario migliore per i suoi clienti.

La crescente attenzione ai temi ambientali, sociali e di *governance* ha influito sulle scelte di investimento. Come si può notare dal grafico 3.3 di seguito, i flussi di investimento sostenibile continuano a registrare uno slancio anno su anno.

---

<sup>173</sup> Fonte: *Fidelity International*, “*Corporate Sustainability*”.

Grafico 3.3: Crescita sostenibile degli investimenti: flussi dell'industria statunitense.



Fonte: Morningstar Direct e Fidelity Investments. 31 gennaio 2022.

### 3.4 Analisi svolta su questionari posti ad asset manager internazionali

La gestione legata ai fattori ESG sta diventando un elemento di differenziazione molto importante nella selezione dei gestori patrimoniali<sup>174</sup>.

Per valutare in che modo il settore si sta adattando alle mutevoli preferenze degli investitori e quale gamma di considerazioni viene presa in considerazione nel processo di creazione dei prodotti ESG è stato chiesto ai gestori patrimoniali come operano e in che modo gestiscono la loro offerta di prodotti ESG.

<sup>174</sup> Come sostenuto dal *Government Pension Investment Fund* (GPIF) giapponese, il più grande proprietario di asset al mondo.

I proprietari di attività e i consulenti di investimento sono avvertiti di eseguire una forte *due diligence* quando selezionano o raccomandano tali prodotti. La gestione dei fattori ESG non solo può contribuire a garantire la sicurezza finanziaria a lungo termine, ma può anche essere una fonte di vantaggio competitivo.

Questa valutazione include l'analisi dei gestori patrimoniali e delle loro prestazioni in materia di *stewardship*, trasparenza e *governance*. I temi trattati nell'indagine includono la *governance* degli investimenti responsabili, i cambiamenti climatici, la biodiversità e i diritti umani e del lavoro.

Attraverso questi questionari si può comprendere quanto siano incorporati i fattori ESG tra i gestori patrimoniali valutati, quanto siano solide le loro strutture di *governance* e quanto sia diffusa la formazione sulle questioni ESG in tutta l'organizzazione.

È stato chiesto ai gestori patrimoniali di chiarire il loro approccio in merito all'offerta di prodotti ESG per valutare in che modo il settore si sta adattando alle mutevoli preferenze degli investitori e quali osservazioni vengono prese in considerazione nel processo di creazione dei prodotti ESG.

#### **3.4.1 Aree di interesse**

L'obiettivo di questa analisi è valutare alcuni approcci concreti adottati dagli *asset manager* europei e internazionali. Il materiale oggetto di analisi è stato fornito da Optima SIM, con cui si è collaborato per la redazione del presente studio. Sono

stati considerati nove gestori patrimoniali, chiamati a rispondere a domande relative al proprio modo di integrare i criteri ESG nelle scelte di investimento.

Attraverso i questionari svolti, in cui sono state poste domande divise per area di interesse (ambientale, sociale e di *governance*), con l'obiettivo di analizzare in che modo si approcciano agli investimenti sostenibili.

Nella prima sezione del questionario le domande sono relative all'adesione ai principi delle Nazioni Unite e il rispetto delle normative relative alla sostenibilità, l'impegno nel rispetto degli standard internazionali, in che modo i criteri ESG influiscono sulle decisioni di investimento, quali fattori sono ritenuti più rilevanti per i gestori di fondi considerati, in che modo sono inseriti i criteri ESG nelle proprie strategie, quanto la società destina, in termini di risorse e finanziamenti, all'attuazione di investimenti SRI e quali strategie di investimento responsabile vengono offerte.

La seconda sezione del questionario è concentrata sull'aspetto *Environmental*. Relativamente al cambiamento climatico è stato chiesto quali sono i principali rischi materiali legati al clima che sono stati identificati, in che modo questi rischi possono influire sull'asset in gestione, quali sono i principali impatti negativi legati al clima dei propri portafogli, come vengono integrati i rischi e le opportunità legati al clima delle proprie decisioni di investimento e informazioni riguardo le politiche di investimento degli *asset manager*. Per quanto riguarda l'impegno della società nell'investire responsabilmente, viene chiesto quali sono

le principali priorità legate al clima quando si interagisce con le società partecipate, quali metriche sono utilizzate per valutare i rischi e le opportunità legate al clima. La biodiversità ha un ruolo molto importante, perciò sono state poste domande relative ai principali rischi materiali identificati legati alla biodiversità e quali sono i suoi principali impatti positivi dei portafogli di investimento identificati.

La terza sezione tratta l'aspetto *Social* della sostenibilità. In relazione ai rischi e opportunità le domande poste riguardano i principali rischi materiali per i diritti umani e del lavoro identificati e il modo con cui questi rischi possono influire sull'asset in gestione, quali sono le opportunità materiali per i diritti umani e del lavoro identificati e in che modo queste opportunità possono influenzare i portafogli gestiti, come vengono integrati i rischi e le opportunità per i diritti umani e del lavoro nelle decisioni di investimento. Inoltre sono state chieste informazioni relative alle politiche di investimento e alle metriche utilizzate per valutare i rischi e le opportunità per i diritti umani e del lavoro.

La quarta sezione pone attenzione sull'aspetto *Governance* della sostenibilità. Le domande poste riguardano i principali impatti positivi e negativi del proprio investimento in *corporate governance* nei portafogli di investimento identificati e come vengono integrati i rischi e le opportunità di *corporate governance* nelle scelte di investimento. In relazione alle politiche di investimento viene chiesto se il gestore di fondi ha una politica di investimento in *corporate governance* che

copre tutti i portafogli gestiti e quali metriche vengono utilizzate per valutare i rischi e le opportunità di *corporate governance*.

### **3.5 Approccio generale**

Tutti gli *asset manager* considerati sono firmatari dei principi delle Nazioni Unite per l'investimento responsabile, cinque a partire dal 2007 mentre solo due dei gestori considerati hanno aderito solamente tra il 2017 e il 2019.

Mentre tutti i gestori patrimoniali affermano di impegnarsi nel rispetto degli standard internazionali del settore, solo un gestore non tiene conto di queste linee guida.

I gestori patrimoniali considerati sono coinvolti in una vasta gamma di iniziative e gruppi di lavoro ESG. La partecipazione a gruppi di lavoro del settore e la condivisione di conoscenze in materia di ESG riflettono le società come fautori attivi della finanza sostenibile.

Sono stati creati diversi progetti di leadership del pensiero e di formazione su argomenti ESG. Tra queste iniziative abbiamo innanzitutto i Principi delle Nazioni Unite per gli investimenti responsabili (PRI<sup>175</sup>), l'Azione per il Clima

---

<sup>175</sup> Il PRI è un insieme di principi volontari e ambiziosi che forniscono un quadro per l'integrazione delle questioni ESG nelle principali decisioni di investimento e pratiche di proprietà. Il PRI è diventato il punto di riferimento preminente per la valutazione dell'impegno degli investitori istituzionali nell'investimento responsabile.

100+ e l'iniziativa *Net Zero Asset Managers* (NZAM<sup>176</sup>), a cui aderiscono almeno sei dei soggetti considerati.

Gli *asset manager* considerati sono membri attivi di ulteriori iniziative: due tra le società considerate aderiscono a IIGC (Gruppo Investitori Istituzionali sui Cambiamenti Climatici), ACGA (*Asian Corporate Governance Association*), PRE1990 (L'Associazione degli Investimenti) e Forum per la Finanza Sostenibile. UNGC (Patto mondiale delle Nazioni Unite) è un progetto supportato da tre associazioni, mentre due aderiscono a ELFA (*European Leverage Finance Association*) e EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*).

Questo risultato mostra come gli *asset manager* si impegnano in progetti a supporto dei criteri ESG, aderendo ad iniziative diverse, ma a supporto della transizione verso una finanza sostenibile. Negli ultimi anni, la sempre più accesa attenzione verso gli aspetti ambientali ha reso l'operatività degli *asset manager* sempre più attiva nell'intervenire a riguardo di questi temi.

Successivamente, ai gestori patrimoniali è stato chiesto quanto sono integrate le considerazioni ESG nel proprio processo di investimento e se possiedono un team specifico coinvolto nella tecnologia ESG.

---

<sup>176</sup> NZAM è un'importante iniziativa del settore degli investimenti sulla lotta ai cambiamenti climatici. Consiste in un gruppo internazionale di gestori patrimoniali impegnati a sostenere l'obiettivo di zero emissioni nette di gas serra entro il 2050 o prima, in linea con gli sforzi globali per limitare il riscaldamento globale.

Gli *asset manager* tengono conto dei fattori ESG nelle scelte di investimento. Non esiste un unico approccio all'integrazione ESG. Il modo in cui le considerazioni di sostenibilità vengono acquisite, valutate e incorporate varia in base all'obiettivo del portafoglio, allo stile di investimento e alla classe di attività.

Per determinare quanto le considerazioni ESG sono integrate nel processo di investimento, alcune società classificano i prodotti in termini di punteggi ESG, sviluppando un modello interno per determinare il rating ESG dei singoli titoli.

Gran parte dei gestori sostiene che l'investimento responsabile sia di grande importanza per tutti gli investimenti e che l'attenzione prestata alle questioni ESG debba essere diffusa e integrata in tutte le classi di attivi e in tutti i team di investimento specializzati. L'ambizione è quella di incorporare e seguire i criteri ESG nelle varie strategie di investimento, di sviluppare fondi di investimento specifici e innovativi, e di mettere in atto soluzioni responsabili per i clienti. Questo può avvenire attraverso la piattaforma ESG RISE, come nel caso di uno dei soggetti intervistati, lanciata nel 2008 e continuamente adattata ed evoluta per rappresentare il miglior mezzo di aggregazione e distribuzione dei dati ESG per i team di investimento.

L'integrazione ESG non implica un "*greening*" di tutti i portafogli o una cessione da parte di determinati asset. Richiede, tuttavia, che l'esposizione ai rischi ESG sia deliberata e coerente con gli obiettivi di un portafoglio. Gli standard di integrazione ESG si concentrano sulla materialità, sul processo di investimento e

sulla trasparenza. La materialità è una considerazione chiave, il che significa che gran parte dei gestori si focalizza sulle questioni ESG più rilevanti per singoli settori e aziende. Essi ritengono che un approccio di integrazione, in cui le questioni ESG sono considerate nel processo di investimento insieme a tutti gli altri fattori materiali, sia più appropriato per affrontare i fattori ESG e i rischi e opportunità a lungo termine.

Emerge inoltre che alcuni gestori hanno intrapreso azioni sull'integrazione ESG, stabilendo un quadro strutturato per identificare aree di rischio ESG potenzialmente elevato nei portafogli e hanno assicurato che gli investitori dispongano degli strumenti necessari per identificare le sezioni di rischio ESG elevato. Questo lavoro è stato portato avanti attraverso tre iniziative chiave: *The Best Practices Compendium*<sup>177</sup>, *The Deputy ESG Partner's Forum*<sup>178</sup>, e *Enhanced Scrutiny Framework for climate transition transition risk*<sup>179</sup>.

---

<sup>177</sup> Il *Best Practise Compendium* (BPC) è un archivio interno e un documento che evidenzia esempi avanzati di strumenti, metodologie, studi di casi e storie di integrazione ESG dal basso provenienti da tutta l'azienda.

<sup>178</sup> Il *Deputy ESG Partner forum* è una riunione periodica di un gruppo di membri del *team* di investimento impegnati in ESG scelti dai nostri *leader* dell'integrazione ESG.

<sup>179</sup> L'*Enhanced Scrutiny Framework* è stato progettato per identificare le aziende che presentano rischi significativi legati al clima, monitorare e mitigare le nostre esposizioni a questi nomi e coordinare i nostri sforzi di impegno attraverso i nostri team di *Investment Stewardship* e *Portfolio Management*.

Tutti i gestori di fondi patrimoniali analizzati possiedono un team centralizzato coinvolto nella tecnologia ESG. Si tratta di esperti di *responsible investment* che sono responsabili delle attività legate agli investimenti sostenibili. L'*ESG Investment Team* è un gruppo specializzato interno focalizzato sull'analisi e la ricerca dei dati ESG. Il team ESG di *asset management* guida e gestisce l'attuazione della politica di investimento responsabile, compresa l'integrazione ESG nei processi di investimento, nelle pratiche di proprietà, nella gestione del rischio e negli strumenti di reporting. Il team coordina le attività di gestione, impegnandosi con le aziende su una serie di questioni, dalla *corporate governance* alla sostenibilità ambientale, insieme ai *team* di investimento. La missione del *team* è promuovere l'integrazione ESG in tutta l'azienda.

### **3.5.1 In che modo i criteri ESG influiscono sulle decisioni di portafoglio e quali sono i fattori più rilevanti nel proprio quadro ESG**

Quando si tratta di costruire portafogli, gli *asset manager* cercano di bilanciare le esposizioni ai fattori ESG. Vengono utilizzati i rating ESG per misurare e analizzare come le aziende stanno affrontando le tendenze a lungo termine. Questo quadro viene utilizzato in combinazione con i dati sull'intensità di carbonio e acqua e con una solida politica di esclusione ESG per fornire una visione olistica di ogni aspetto ESG aziendale. Tali informazioni sono integrate nel processo di investimento nella fase di costruzione del portafoglio, per ottenere

la combinazione rischio-rendimento desiderata e migliora il profilo ESG complessivo del portafoglio rispetto a quello del suo *benchmark*. Di conseguenza, i portafogli sono progettati per dimostrare un punteggio ESG più elevato, una minore intensità di carbonio e acqua rispetto al *benchmark*.

Un principio chiave consiste nel garantire che le informazioni ESG rilevanti siano adeguatamente identificate e considerate nelle pratiche di investimento. Per i soggetti considerati è fondamentale analizzare i rating ESG del portafoglio, la diversità e l'inclusione, i diritti umani, l'impronta di carbonio, il principale impatto negativo sulla sostenibilità e gli indicatori chiave di sostenibilità.

I gestori di portafoglio e gli analisti esaminano ed esplorano l'impatto dei temi e dei rischi ESG sulle partecipazioni di portafoglio e sull'attività di negoziazione.

Per limitare l'esposizione ai rischi di sostenibilità, vengono applicate esclusioni sia a livello di azienda che di fondo. Almeno la metà dei gestori considerati applica esclusioni di settore in base al processo di investimento e alla soglia di reddito. Queste esclusioni sono suddivise in tre livelli, che vengono applicate in tutte le gamme di prodotti ESG<sup>180</sup>.

È stato chiesto ai gestori patrimoniali quali sono i fattori ritenuti più rilevanti nel proprio quadro ESG, e in almeno quattro casi, tra quelli considerati, questo

---

<sup>180</sup> Il livello 1 viene applicato alle strategie integrate ESG classificate come SFDR Articolo 6, il livello 2 viene applicato alle strategie ESG classificate come SFDR Articolo 8 "*Positive Tilt*", il livello 3 viene applicato alle strategie di impatto positivo classificate come SFDR articolo 8 classificare come "*Best In Class*", o articolo 9.

dipende dalla strategia e dell'approccio del *portfolio team* e dell'analista. È responsabilità di ciascun team di investimento interessato cercare di individuare il rischio di sostenibilità rilevante per ciascuna strategia, tenendo conto dei rischi delle industrie, dei settori e delle regioni, compreso l'orizzonte temporale dell'investimento previsto.

Il rischio di sostenibilità fa invece parte dei processi globali di gestione del rischio ed è uno dei molti rischi che, a seconda della specifica opportunità di investimento, possono essere rilevanti per la determinazione del rischio complessivo. La valutazione del rischio di sostenibilità richiede giudizi soggettivi e può includere la considerazione di dati di terzi incompleti o inesatti. Non vi è garanzia che i gestori di portafoglio e gli analisti valutino correttamente l'impatto del rischio di sostenibilità sugli investimenti.

Per gli altri gestori, tutti gli aspetti ESG sono importanti, ma i fattori più rilevanti sono il cambiamento climatico il capitale naturale, la diversità e l'inclusione. Importanti sono anche il modello di *business*, *corporate governance*, etica aziendale, ambiente e criteri sociali.

### **3.5.2 In che modo le strategie degli asset manager sfruttano i dati ESG**

Tra gli *asset manager* valutati, tre utilizzano dati ESG forniti da terzi per sfruttare i dati ESG, mentre il punteggio ESG interno è ancora in costruzione. Essi aumentano le analisi ESG proprietarie e le valutazioni ESG con dati esterni.

Vengono utilizzate combinazioni di analisi ESG da parte di fornitori di dati specializzati, integrate alle proprie ricerche ESG.

Gli altri sei, invece, hanno una piattaforma web che fornisce ai gestori di portafoglio i fattori di rischio ESG (come il "*New Risk Control Module*" di GPA, che determina il fattore di rischio ESG di ogni strumento finanziario, o lo strumento di *front office RI Search*, attraverso il quale i gestori di portafoglio hanno accesso a una vasta gamma di dati ESG) e i punteggi ESG per i singoli titoli e per i portafogli rispetto ai loro *benchmark* comparativi.

Per identificare i fattori ESG materiali che influenzano le aziende, i team *Sustainable Investment* raccolgono informazioni provenienti da diverse fonti, tra cui report aziendali, ricerche di terze parti e, soprattutto, la *ESG Scorecard*<sup>181</sup> proprietaria. La *scorecard* offre una visione mirata dei rischi e delle opportunità ESG ed è il fondamento degli sforzi di integrazione ESG. Il team per gli investimenti sostenibili produce ricerche tematiche multisettoriali e multi regionali<sup>182</sup> e analisi ESG specifiche per la sicurezza, concentrandosi su questioni emergenti che possono avere un impatto sulla valutazione.

---

<sup>181</sup> La *Sustainability Scorecard* illustra la performance ESG attraverso ventuno indicatori per quattro temi: ambiente, lavoro e diritti umani, etica, acquisti sostenibili.

<sup>182</sup> Ad esempio, carenza idrica e sicurezza informatica.

Aladdin<sup>183</sup> è un sistema di monitoraggio dei rischi costruito da *BlackRock Solutions*, nata da una divisione di gestione del rischio della più grande società di gestione degli investimenti. Lo strumento *Aladdin Green Package* offre all'utente la possibilità di iniziare ogni giorno con un'istantanea statica dell'esposizione del portafoglio all'ESG tra i prodotti e le classi di attività, in modo che i team di investimento possano prendere decisioni informate. Nell'ambito del *framework bottom-up*<sup>184</sup> di Aladdin, gli investitori possono analizzare a fondo i report a livello di settore e sicurezza, fornendo loro informazioni su quali settori e titoli stanno aggiungendo o riducendo l'esposizione ESG assoluta e attiva e l'impronta di carbonio.

### **3.5.3 In che misura i principi ESG sono integrati nelle operazioni aziendali e quante risorse sono destinate agli investimenti responsabili**

Per integrare i principi per una finanza sostenibile, le società intervengono con provvedimenti mirati a migliorare l'aspetto ambientale, sociale e di *governance* dell'attività. Tutti i gestori si impegnano a integrare i fattori ESG nella totalità degli asset che gestiscono per conto dei clienti.

---

<sup>183</sup> *Asset, Liability and Debt and Derivative Investment Network.*

<sup>184</sup> Il modello *bottom-up* è una strategia di elaborazione dell'informazione e di gestione delle conoscenze riguardanti il *software*. È un metodo per analizzare situazioni problematiche e costruire ipotesi adeguate alla loro soluzione.

Nella gran parte dei casi la strategia di sostenibilità ambientale si concentra principalmente sulla riduzione delle emissioni, i gestori si impegnano a decarbonizzare il portafoglio e investire in attività che contribuiscono ad accelerare la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. I dipendenti vengono incoraggiati a promuovere la responsabilità, coinvolgendoli in azioni locali<sup>185</sup> e nelle attività aziendali per ridurre l'impronta di carbonio. Trovare modi innovativi per alimentare il *business* con energia pulita, ridurre le emissioni dell'azienda e ridurre gli sprechi riduce l'impatto ambientale della società<sup>186</sup>.

Da un punto di vista sociale le imprese dovrebbero sostenere e rispettare la protezione dei diritti umani proclamati a livello internazionale, e assicurarsi che non siano complici di violazioni dei diritti umani. Le imprese considerate si sforzano per un ambiente di lavoro inclusivo costruito su equità, uguaglianza e benessere in cui le prestazioni e l'occupabilità a lungo termine possono essere coltivate, e cercano di aumentare la rappresentanza delle donne nella gestione esecutiva.

---

<sup>185</sup> Come ad esempio: implementare un ambiente privo di plastica donando bottiglie di metallo ai dipendenti, riduzione dell'energia elettrica attraverso il *relamping* led e purificatori messi a disposizione per la fornitura.

<sup>186</sup> Nel 2020 una delle società valutate ha raggiunto la neutralità delle emissioni di carbonio nelle sue operazioni, ha raggiunto questo traguardo utilizzando strategie di efficienza energetica, raggiungendo l'obiettivo del 100% di energia rinnovabile e compensando le emissioni.

La *governance* in materia di sostenibilità riflette l'impegno a favore di una forte *leadership* e supervisione a livello di *senior management* e di consiglio di amministrazione. Il quadro di *governance* aziendale è un insieme di principi, linee guida e pratiche che supportano performance finanziarie coerenti e creazione di valore a lungo termine per gli azionisti. Gli *asset manager* oggetto dell'analisi sono in accordo su questi principi.

Inoltre, le normative<sup>187</sup> hanno un impatto significativo sugli approcci di *responsible investment* e portano a rivedere ed evolvere continuamente il quadro e gli standard di investimento.

Per attuare investimenti responsabili, le società di gestione patrimoniale allocano risorse e finanziamenti. L'analisi ESG è integrata in tutte le piattaforme di investimento. All'interno di tutti i team di investimento si tiene conto dei fattori ESG e vengono stanziati spese di bilancio per attuare le strategie prefissate.

I team di ricerca prestano attenzione al clima, alla biodiversità e alla salute, nonché al capitale umano e alla *privacy* dei dati. Questi team guidano anche il coinvolgimento degli azionisti su questi temi.

Il miglioramento dei profili di rischio ESG dovrebbe portare a un costo del capitale inferiore. L'investimento in ESG è una priorità, gran parte delle strategie di successo commerciale sono, infatti, focalizzate sulla sostenibilità.

---

<sup>187</sup> Quali SFDR e *Taxonomy*.

### 3.5.4 Strategie di investimento ESG e SRI offerte

In relazione alle strategie di investimento ESG offerte dai gestori patrimoniali, si nota come gli approcci sono comuni per quasi tutti i soggetti considerati. L'approccio più rilevante è costituito dalla strategia basata sulle esclusioni.

Queste strategie applicano delle esclusioni ESG dall'universo di investimento in base alle preferenze di investimento dei clienti. Per contribuire a integrare l'ESG nel processo di investimento e promuovere le caratteristiche ambientali e sociali nel proprio approccio, i fondi escludono gli emittenti che hanno i punteggi ESG più bassi e quelli che non seguono le buone pratiche di *governance*, ritenendo che questo possa potenzialmente ridurre il rischio e aiutare a ottenere rendimenti più alti. Vengono applicate esclusioni sui produttori di tabacco, fosforo bianco<sup>188</sup>, le società che violano le norme e gli standard internazionali. Alcune società applicano politiche di esclusione<sup>189</sup> delle munizioni a grappolo e delle mine antiuomo.

Un ulteriore approccio utilizzato è costituito dalla strategia "*integrate ESG*": essa consiste nell'integrare i fattori ESG nei processi decisionali di investimento. I

---

<sup>188</sup> Il fosforo bianco è utilizzato per le armi chimiche, brucia rapidamente e causa incendi, provoca ustioni gravi e dolorose e ha tempi di reazione rapidi sugli esseri viventi.

<sup>189</sup> Queste politiche di esclusione includono aziende coinvolte nell'industria delle armi, società ritenute in violazione dei principi del *Global Compact* delle Nazioni Unite in materia di diritti umani, lavoro, ambiente e lotta alla corruzione, società attive nel settore del tabacco (produzione, commercio e distribuzione), società che forniscono servizi di gioco d'azzardo.

gestori di portafoglio considerano la sostenibilità dei materiali, i rischi connessi, insieme alle considerazioni di rischio finanziario tradizionali, come strumenti per migliorare la gestione del rischio, la resilienza del portafoglio e le prestazioni a lungo termine. I fondi integrati ESG incorporano informazioni sostenibili nelle decisioni di investimento per contribuire a migliorare i rendimenti corretti per il rischio<sup>190</sup>.

Altre strategie utilizzate sono “*Positive Tilt*” e “*Best in Class*”. Per “*Positive Tilt*” si intende un processo che inclina un fondo o un portafoglio verso una specifica strategia, settore o obiettivo di investimento. Un'inclinazione positiva di solito si riferisce a un portafoglio ponderato verso investimenti con caratteristiche ESG positive<sup>191</sup>. La strategia “*Best in Class*”, invece, è un approccio in cui gli investimenti *leader* o con le migliori performance all'interno di un universo, categoria o classe sono selezionati o ponderati in base a criteri ESG<sup>192</sup>.

---

<sup>190</sup> Un gestore sostiene che al 31 dicembre 2021, il 38% del suo patrimonio aziendale totale era "ESG integrato" e incorpora quindi i fattori ESG.

<sup>191</sup> Fonte: *Sharper Trades*.

<sup>192</sup> Fonte: Borsa Italiana.

### 3.6 Approccio Environmental

Una delle questioni più rilevanti consiste nell'identificare i principali rischi materiali legati al clima e in che modo possono influire sull'asset in gestione. È evidente che i rischi principali legati al clima sono il rischio di transizione<sup>193</sup> e il rischio fisico<sup>194</sup>, come affermato da almeno cinque *asset manager* su nove. Vi sono inoltre molteplici rischi connessi sia al rischio fisico sia al rischio di transizione e il loro impatto è determinato da fattori quali la geografia, il settore e altri elementi che variano in modo significativo a seconda della classe di attività e della strategia di investimento.

---

<sup>193</sup> Il rischio rappresentato dall'esposizione degli emittenti che potrebbe essere influenzata negativamente dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio a causa del loro coinvolgimento nella prospezione, produzione, trasformazione, commercio e vendita di combustibili fossili o della loro dipendenza da materiali ad alta intensità di carbonio, processi, prodotti e servizi. Il rischio di transizione può derivare da diversi fattori, tra cui l'aumento dei costi e la limitazione delle emissioni di gas a effetto serra, i requisiti di efficienza energetica, la riduzione della domanda di combustibili fossili o il passaggio a fonti energetiche alternative, a causa di politiche, normative, cambiamenti tecnologici e della domanda del mercato.

<sup>194</sup> Il rischio fisico comprende i rischi acuti derivanti da eventi meteorologici estremi quali tempeste, inondazioni, siccità, incendi o ondate di calore, e i rischi cronici derivanti da cambiamenti gradualmente del clima, come il cambiamento dei modelli di pioggia, l'innalzamento del livello del mare, l'acidificazione degli oceani, e perdita di biodiversità.

Altri gestori sono convinti che il carbone termico<sup>195</sup>, il petrolio e il gas possono costituire un rischio, legato sia ad un possibile aumento dei prezzi del carbonio che all'evoluzione delle normative e degli standard per le relazioni sul clima. Anche il rischio ambientale ha un ruolo importante, legato all'esaurimento delle risorse naturali<sup>196</sup>.

I rischi fisici, i rischi di transizione e i rischi ambientali possono influire negativamente sul valore degli investimenti riducendo attività, produttività o entrate, o aumentando le passività, le spese in conto capitale, i costi operativi e di finanziamento. Gli impatti fisici includono i potenziali costi economici e le perdite finanziarie derivanti dalla crescente gravità e frequenza degli eventi legati ai cambiamenti climatici estremi, mentre gli impatti della transizione riguardano il processo di adeguamento ad un'economia a basse emissioni di carbonio.

I rischi hanno un impatto sulla gestione attiva dei portafogli: per ridurre l'impatto di questi rischi e mitigarne l'effetto sull'asset in gestione, alcune società hanno elaborato un modello di rating proprietario, che è il principale strumento messo a disposizione dei gestori di portafoglio per operare sui mercati finanziari.

---

<sup>195</sup> Il carbone termico è un tipo di carbone che viene utilizzato principalmente per la produzione di energia elettrica. L'uso è limitato a causa di considerazioni ambientali, e ha un costo elevato.

<sup>196</sup> Il rischio ambientale può derivare dall'inquinamento atmosferico, dall'inquinamento delle acque, dalla produzione di rifiuti, dall'esaurimento delle risorse idriche e marine, dalla perdita di biodiversità o da danni agli ecosistemi.

I gestori di fondi sono responsabili dell'identificazione e della gestione dei rischi per i loro portafogli, gli investitori hanno un ruolo importante da svolgere nell'incoraggiare le imprese a contribuire alla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

### **3.6.1 I principali impatti negativi legati al clima e come vengono integrati nei portafogli di investimento**

Secondo gli *asset manager* considerati, i tre principali impatti negativi legati al clima dei portafogli di investimento sono i seguenti: l'aumento dei prezzi dell'energia, la potenziale mancanza di investimenti da parte delle società partecipate verso gli sforzi di decarbonizzazione a causa del rallentamento globale della domanda e a causa della guerra, e problemi di fornitura che possono influenzare gli investimenti in aziende tecnologiche che sviluppano soluzioni climatiche. Si noti che tutti questi fattori possono danneggiare le prestazioni dei prodotti sostenibili e potrebbero avere un potente impatto negativo per gli investitori. Questi rischi potrebbero portare all'interruzione del modello di *business* e a una scarsa strategia di adattamento.

I rischi e le opportunità legati al clima vengono integrati nelle decisioni di investimento. Questo avviene tenendo conto del rating ESG assegnato al fondo. Con questo approccio, la società, oltre a integrare i rischi di sostenibilità, mira a

garantire che i suoi prodotti raggiungano e mantengano un elevato profilo di sostenibilità.

Un gestore di fondi sostiene di analizzare i rischi climatici tenendo conto, oltre alle caratteristiche finanziarie delle attività, anche di un sistema di classificazione secondo cui ad ogni azienda viene assegnato un "colore clima", dal blu scuro<sup>197</sup> al rosso<sup>198</sup> per verificare la *carbon neutrality* del proprio portafoglio<sup>199</sup>.

*Aladdin Sustainability*, ad esempio, sta potenziando il passaggio agli investimenti sostenibili consentendo agli investitori di comprendere e integrare le metriche ESG. Gli strumenti di *Aladdin* consentono agli investitori di integrare la sostenibilità in tutto il processo di investimento, fornendo un accesso continuo ai dati ESG da parte dei principali fornitori di terze parti e dei modelli interni. I dati ESG vengono integrati in fasi attraverso gli strumenti *Aladdin* che seguono il ciclo di vita dell'investimento dalla ricerca e dalla generazione di idee, alla costruzione del portafoglio e all'analisi e al reporting del portafoglio.

---

<sup>197</sup> Aziende già allineate al livello di settore delle emissioni, compatibili con un'economia mondiale *Net Zero*, basata sui livelli emessi dall'Agenzia Internazionale dell'Energia

<sup>198</sup> “*Climate laggards*”, per le aziende che non hanno mostrato alcuno sforzo di transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

<sup>199</sup> Queste metriche hanno lo scopo di misurare sia i progressi di un'azienda per ridurre la sua impronta di carbonio, sia l'impatto che la riduzione potrebbe avere sul settore o l'economia globale.

Per quanto riguarda un ulteriore gestore, l'impatto ambientale e sociale delle attività di tutte le società viene valutato su base continuativa attraverso l'integrazione PAI (*Principal Adverse Indicators*)<sup>200</sup> a livello aziendale. Questo fondo mira a gestire il rischio connesso al potenziale impatto negativo sulla sostenibilità dei propri investimenti in diversi modi, anche attraverso criteri di *screening* generali, sorveglianza delle violazioni delle norme e il sistema di punteggio ESG proprietario. Inoltre, monitora e valuta una serie di indicatori PAI. La dichiarazione PAI descrive come vengono considerati i principali impatti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità.

Altri gestori sostengono di avere una definizione comune dei rischi di sostenibilità, in cui vengono separati i rischi fisici e di transizione legati al cambiamento climatico dai più ampi rischi ambientali, sociali e di *governance*. Questi rischi sono stati integrati nel *Risk Management Framework* della società per essere attivamente monitorati e segnalati. Inoltre, i rischi legati al cambiamento climatico sono incorporati nella *Scorecard* ESG proprietaria e quindi supportano il processo decisionale degli investimenti<sup>201</sup>.

---

<sup>200</sup> PAI: principali effetti negativi e modelli di prodotto per il regolamento sull'informativa sulla finanza sostenibile.

<sup>201</sup> I team di *Sustainable Investment* valutano i rischi e le opportunità legati al clima, valutando le emissioni di carbonio legate ai portafogli e analizzando i piani di transizione delle aziende in cui si investe, utilizzando strumenti di *carbon analytics* di terze parti.

I fattori ESG, compresi i cambiamenti climatici, devono essere sistematicamente integrati nel processo decisionale di investimento per supportare l'individuazione e la gestione di rischi e opportunità. Tutte le società considerate si impegnano nella piena integrazione delle considerazioni ESG nel portafoglio di investimenti.

### **3.7 Approccio Social**

Il pilastro *Social* della sostenibilità include la protezione dei diritti umani e sociali. Per vedere a che punto sono gli *asset manager* nella gestione di questo aspetto è stato chiesto loro innanzitutto di identificare i principali rischi materiali per i diritti umani e del lavoro sui quali intervenire e in che modo questi possono influire sull'asset in gestione.

I gestori patrimoniali si trovano tutti d'accordo nel definire come principali rischi la violazione dei diritti umani, l'inclusione e la diversità nelle opportunità, e la sicurezza e sanità pubblica.

Il capitale umano è tra le considerazioni ESG più rilevanti. L'inclusione e la diversità sono al centro della *leadership* delle aziende. Vengono fatti sforzi per unificare la cultura, incoraggiare l'innovazione e garantire uno sviluppo, mantenendo e reclutando i migliori talenti. I dipendenti vengono supportati dal punto di vista del benessere fisico, emotivo e finanziario.

La violazione dei diritti umani occupa un ruolo importante tra i rischi che gli *asset manager* stanno gestendo, nel quale vengono presentate questioni relative al

lavoro minorile e sfruttamento, alla scarsa gestione del capitale umano e cattive condizioni di lavoro e alla schiavitù moderna<sup>202</sup>.

Si stima che 40,3 milioni di persone vivono in condizioni di schiavitù moderna, di cui 24,9 milioni di lavoratori forzati, di cui il 71% donne e il 25% bambini<sup>203</sup>. Il G20<sup>204</sup> ha importato 354 miliardi di dollari di prodotti a rischio di essere esposti alla schiavitù moderna, con 18 miliardi di dollari nel Regno Unito<sup>205</sup>.

Inoltre, si stima che ogni giorno 25 milioni di persone sono in lavoro forzato, tra cui 16 milioni nel settore privato. Le aziende dovrebbero aderire alle leggi globali pertinenti, condurre le necessarie valutazioni del rischio dei diritti umani nella catena di fornitura e un'efficace *due diligence* per proteggere e sostenere i diritti dei lavoratori.

Le società che sono coinvolte in violazioni delle leggi internazionali e delle norme sui diritti umani devono affrontare il rapido deterioramento dei fondamentali e il calo dei prezzi della sicurezza. I rischi per i diritti umani e del lavoro possono

---

<sup>202</sup> La schiavitù moderna è un termine generico che descrive la schiavitù, il traffico di esseri umani, il lavoro forzato, la schiavitù del debito, il matrimonio forzato e la vendita e lo sfruttamento dei bambini.

<sup>203</sup> Fonte: PRI, “*The limited partners’ responsible investment due diligence questionnaire*”.

<sup>204</sup> Il G20 è il gruppo dei paesi industrializzati, è un forum dei *leader* dei ministri e delle finanze e dei governatori delle banche centrali creato nel 1999 per favorire l'internazionalità economica e la concentrazione, tenendo conto delle nuove economie in sviluppo.

<sup>205</sup> La prevalenza stimata del Regno Unito è di 2,1 vittime ogni mille abitanti.

ostacolare la capacità delle aziende di ottenere la licenza sociale per operare. Ciò potrebbe quindi influire negativamente sulla loro capacità di generare valore nel lungo periodo riducendo attività, produttività o entrate, o aumentando passività, spese in conto capitale, costi operativi e finanziari.

Il capitale umano è al centro del funzionamento delle imprese. Se non gestiti correttamente, questi rischi possono interrompere la motivazione e le prestazioni dei dipendenti, impattando direttamente le operazioni, quindi la performance finanziaria dell'azienda e degli investimenti. Tali rischi possono anche portare a rischi legali, finanziari o di reputazione, che hanno anche un impatto diretto sulla performance degli asset. Uno dei primi rischi che gravano sulle aziende in questo contesto è quello di dedicare troppa poca attenzione alle condizioni di lavoro e alla sicurezza dei lavoratori, che nei settori industriali potrebbe portare a un elevato numero di infortuni sul lavoro.

La salute e la sicurezza hanno un impatto di vasta portata sulle imprese. Prestazioni scadenti possono portare a interruzioni operative, perdita di licenza per operare, cattivo morale e danni alla reputazione. La capacità di assumere personale di alta qualità sarà influenzato. Finanziariamente ci possono essere anche multe significative e conseguenze legali.

### **3.7.1 Opportunità materiali per i diritti umani e del lavoro**

Le opportunità principali che i gestori hanno identificato in materia di diritti umani e del lavoro sono relative a investimenti nella formazione della forza lavoro e nel miglioramento delle politiche di gestione del capitale umano<sup>206</sup>. Si possono ottenere dei miglioramenti nella gestione dei diritti umani anche attraverso l'introduzione di salari equi, stabilità aziendale, catene di fornitura resilienti e possono costituire un incentivo anche gli investimenti in aziende che forniscono soluzioni sociali per un futuro sostenibile.

Queste opportunità hanno un impatto positivo nella gestione dei portafogli. Attraverso l'acquisizione di opportunità legate ai diritti umani e del lavoro, le aziende possono avanzare per garantire la loro licenza sociale di operare nel processo, migliorare la sostenibilità delle loro strategie di *business* e le prestazioni finanziarie. Le aziende che presentano queste opportunità registrano una maggiore stabilità del fatturato e hanno maggiori possibilità di attrarre e far crescere la forza lavoro con esperienza necessaria per il continuo sviluppo delle attività.

Mentre la ricerca ha dimostrato che ci sono stati progressi nelle differenze etniche e di genere negli ultimi anni, le statistiche generali rimangono a livelli relativamente bassi, e molte aziende sono ritardatarie.

---

<sup>206</sup> Formazione, attrazione e conservazione dei talenti, pratiche di assunzione, controlli interni non discriminatori e promozione della diversità.

### **3.7.2 Come vengono integrati i rischi e le opportunità per i diritti umani e del lavoro nelle decisioni di investimento**

I rischi e le opportunità per i diritti umani e del lavoro vanno integrati nelle decisioni di investimento degli *asset manager*.

Alcuni gestori dichiarano di possedere un team di specialisti ESG che esamina regolarmente le prestazioni aziendali in base ai principi guida delle Nazioni Unite e alle linee guida dell'OCSE<sup>207</sup>. Questi analisti cercano le prove che le aziende firmatarie stanno attuando politiche e sviluppando pratiche che garantiscano che l'impatto ambientale, gli standard del lavoro, i diritti umani e i rischi anticorruzione sono gestiti in modo efficace.

Altri gestori invece intervengono diversamente: per quanto riguarda la prevenzione dei rischi si fa affidamento a fornitori ESG specializzati in controversie e violazioni di norme e standard internazionali. Vengono esclusi i paesi che violano gravemente i diritti umani fondamentali e le società che rientrano nel livello di controversia più severo o in violazione delle norme e degli

---

<sup>207</sup> OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico. L' Ocse è un'organizzazione internazionale di studi economici per i paesi membri, paesi sviluppati aventi in comune un sistema di governo di tipo democratico ed un'economia di mercato. L'organizzazione svolge prevalentemente un ruolo di assemblea consultiva che consente un'occasione di confronto delle esperienze politiche, per la risoluzione dei problemi comuni, l'identificazione di pratiche commerciali ed il coordinamento delle politiche locali ed internazionali dei paesi membri. L'Ocse, che ha sede a Parigi, conta attualmente 36 paesi membri

standard internazionali, sulla base dei dati dei fornitori di informazioni ESG, e vengono selezionate le aziende che sono efficienti su questi aspetti e si fanno investimenti su di esse.

Tra i gestori patrimoniali considerati, solo due hanno una politica di investimento per i diritti umani e del lavoro che copre tutti i portafogli gestiti. Tutti gli altri non la possiedono, ma hanno comunque una politica di investimento responsabile che include considerazioni su questioni umane e diritto del lavoro<sup>208</sup>.

### **3.8 Approccio Governance**

Prendendo in considerazione il lato *Governance* degli investimenti sostenibili, viene indicato che investire in *corporate governance* apporta degli impatti positivi alle società.

In otto casi su nove considerati, investire in *corporate governance* induce ad un aumento della trasparenza e a remunerazioni più adeguate dei dirigenti, oltre ad aumentare l'indipendenza del Consiglio. Inoltre, altri aspetti fondamentali che

---

<sup>208</sup> Molti gestori offrono opportunità di formazione e sviluppo per i dipendenti sponsorizzando attività come corsi di genitorialità, reti di *mentoring*, *stage* e seminari di sensibilizzazione culturale. Offrono inoltre vantaggi competitivi che supportano l'inclusione, come: orari di lavoro flessibili, assistenza per l'adozione, rimborso delle tasse scolastiche, assistenza ai bambini e agli adulti, copertura della disforia di genere.

conseguono a questo tipo di investimenti, riguardano l'aumento dei diritti degli investitori e una evidente riduzione delle disuguaglianze<sup>209</sup>.

### **3.8.1 Come integrare i rischi e le opportunità di corporate governance**

La *corporate governance* è un elemento critico del successo delle aziende. Le buone pratiche di *governance* si basano su standard generalmente accettati in relazione ai pilastri centrali del governo societario, tra cui il consiglio di amministrazione e la direzione, la remunerazione esecutiva, il controllo e la rendicontazione dei rischi e i diritti degli investitori. Questi elementi forniscono un punto di riferimento per la valutazione delle società.

Per alcuni gestori, seguire queste pratiche può risultare complesso, e ognuno segue un approccio diverso per integrare i rischi e le opportunità di *corporate governance* nelle decisioni di investimento.

Uno dei gestori considerati, ad esempio, integra i dati ESG, inclusa la *corporate governance*, nelle fasi di ricerca e costruzione del portafoglio del processo di investimento sulla base di una metodologia proprietaria di punteggio ESG che combina dati di terze parti con dati in analisi da parte di *portfolio manager* e analisti ESG dedicati, inclusi gli specialisti di *corporate governance* del fondo stesso.

---

<sup>209</sup> In relazione a diversità nella composizione del Consiglio, diversità di genere, diversità etniche.

Altri gestori invece, cercano di integrare le considerazioni ESG in tutte le soluzioni di investimento con elementi a livello aziendale applicabili a tutte le partecipazioni, ad esempio attraverso l'analisi proprietaria<sup>210</sup> del team di investimento responsabile interno alla società, e attraverso l'utilizzo di dati ESG di fornitori esterni<sup>211</sup>.

In un altro caso, il team *Investment Stewardship* fornisce le proprie opinioni sulle società ai team di investimento tramite una piattaforma proprietaria condivisa internamente. Questa consente di condividere le informazioni di *governance* con i team di investimento della società a livello globale e di migliorare il *reporting* dei propri clienti.

Non è possibile formulare un approccio univoco per tutti gli *asset manager*, i regimi di governo societario variano significativamente in funzione di fattori quali il sistema giuridico pertinente e l'estensione dei diritti degli azionisti, inoltre le attività di voto e di coinvolgimento variano in base al mercato. Tuttavia, alcuni principi fondamentali sono ritenuti universali: la divulgazione e la trasparenza, la responsabilità del consiglio, i diritti degli azionisti e i controlli interni.

---

<sup>210</sup> La piattaforma dati ESG proprietaria aggrega informazioni da più fonti.

<sup>211</sup> Il team di investimento utilizza questi dati per soddisfare i propri KPI ESG e gli obiettivi di performance finanziaria.

Tra i gestori considerati, più della metà non hanno una politica di investimento in *corporate governance* che copre tutti i portafogli gestiti<sup>212</sup>. Tre delle società considerate invece, hanno una *corporate governance* e una politica di voto chiaramente definita che è stata sviluppata ed evoluta nel tempo tra molti *stakeholder* diversi al fine di garantire che le società partecipate aderiscano ai più elevati standard di buona *corporate governance*. È importante stabilire una linea di base sulle caratteristiche chiave della sostenibilità per fornire maggiore trasparenza ai clienti. I team di *governance* lavorano per coordinare gli impegni tematici sui temi fondamentali di sostenibilità: cambiamento climatico, diversità, equità e inclusione e *corporate governance*.

### **3.8.2 Le priorità di corporate governance**

Ai gestori patrimoniali è stato chiesto di indicare quali sono le principali priorità di *corporate governance* quando si intrattengono rapporti con le società partecipate. Ogni team di investimento ha strategie diverse e determina i propri temi di coinvolgimento specifici del portafoglio in linea con il proprio processo di investimento e l'approccio ESG. I temi prioritari di impegno per gran parte dei gestori sono i cambiamenti climatici, la diversità, l'inclusione e la *corporate governance*.

---

<sup>212</sup> Alcune società hanno una politica ESG che copre le attività quotate.

Le priorità strettamente legate alla *corporate governance* risultano essere la qualità della gestione e la remunerazione dei dirigenti, la qualità e l'efficacia del consiglio, i rapporti con gli azionisti e i loro diritti, le strategie e la resilienza finanziaria<sup>213</sup>. Inoltre ha un ruolo fondamentale la trasparenza, quindi il *reporting*<sup>214</sup>.

Per valutare i rischi e le opportunità di *corporate governance* i gestori patrimoniali utilizzano delle metriche comuni. Valutano innanzitutto la struttura e la diversità<sup>215</sup> del consiglio di amministrazione, la percentuale degli amministratori indipendenti nel *board*, le pratiche di remunerazione<sup>216</sup> e l'indipendenza della struttura del consiglio.

Inoltre vengono considerati i KPI specifici del settore, come ad esempio le metriche di carbonio<sup>217</sup> per le aziende di combustibili fossili, o indicatori di rischio per valutare in che modo i vari settori possono rispondere alle pressioni

---

<sup>213</sup> Nel spiegare la loro strategia a lungo termine e la resilienza finanziaria, le aziende dovrebbero spiegare come hanno integrato i rischi e le opportunità di sostenibilità rilevanti per le loro attività.

<sup>214</sup> Audit, contabilità, report di sostenibilità.

<sup>215</sup> Ad esempio la quantità di donne presenti nel *Board*.

<sup>216</sup> Compensi, remunerazioni, incentivi di gestione.

<sup>217</sup> Emissioni di carbonio, intensità di carbonio, asset bloccati, soluzioni di carbonio.

normative. Altri elementi importanti da valutare sono l'etica aziendale, la trasparenza fiscale e la strategia del team di gestione.

I gestori valutano i risultati finanziari e di *governance* della società per capire come le aziende mitigano i rischi<sup>218</sup>.

### **3.6 Considerazioni finali**

Dai questionari analizzati emerge una grande attenzione da parte della maggioranza dei gestori patrimoniali ai temi ambientali, sociali e di *governance*. Nonostante le pratiche in atto non siano efficienti in maniera totale, visto che è un ambito in continua evoluzione e il rischio ambientale non è ancora percepito pienamente, se i gestori patrimoniali continuano nel loro impegno verso la finanza sostenibile potrebbero riuscire a raggiungere gli obiettivi sostenibili come indicati nelle normative in tema ESG.

L'indagine ha mostrato che gli investitori hanno grande considerazione per la supervisione del consiglio di amministrazione e del comitato di revisione, che sono in genere considerati le chiavi per una buona *corporate governance* e gestione del rischio.

È chiaro che esiste una tendenza generale verso un maggior interesse per le informazioni non finanziarie da parte dei professionisti degli investimenti.

---

<sup>218</sup> Per il controllo e la segnalazione dei rischi si fa riferimento all'*audit*, *financial reporting* e alle rilevazioni di bilancio.

Un'analisi ESG significativa è fondamentale, ma spesso le società non forniscono le giuste informazioni relative alla sostenibilità. Nella gran parte dei casi le aziende non rivelano i rischi ESG che potrebbero influire sulla loro attività, e dovrebbero divulgarli in modo più completo<sup>219</sup>.

Gli investitori che hanno utilizzato i fattori ESG nelle loro analisi sottolineano i vantaggi a lungo termine di investire in società che prestano molta attenzione ai fattori ESG, nonché il minor rischio di investimento in tali società.

Ciò che maggiormente motiva la rendicontazione non finanziaria di un'azienda è la costruzione della propria reputazione aziendale con i clienti, seguita dal rispetto dei requisiti normativi.

È importante l'impegno concreto di un'azienda nel dar vita a un modello di *business* che non solo permetta il sostentamento dell'impresa a lungo termine, ma che sia anche attento all'ambiente, al benessere sociale e a una *governance* equa e lungimirante.

Attraverso lo sviluppo di strategie e pratiche sostenibili aumenta l'efficienza delle attività e dei processi aziendali. Tutte le risorse vengono utilizzate in maniera più razionale, si riducono gli sprechi e quindi i costi. Attraverso una gestione sostenibile delle risorse si ottiene vantaggio competitivo, obiettivi di crescita economica, sostenibile e sociale dell'azienda.

---

<sup>219</sup> Fonte: EY reporting, “*The poll, ESG investing*”.

L'obiettivo della sostenibilità è di aumentare a livello mondiale lo standard di vita senza aumentare l'uso delle risorse oltre i livelli globalmente sostenibili. Il che vuol dire non superare il consumo del pianeta, e la qualità degli investimenti ha un ruolo fondamentale in questa transizione.

## CONCLUSIONE

La gestione legata ai fattori ESG è diventata un elemento di differenziazione molto importante nella selezione dei gestori patrimoniali.

La gestione dei fattori ESG non solo può contribuire a garantire la sicurezza finanziaria a lungo termine, ma può anche essere una fonte di vantaggio competitivo.

Dalle analisi svolte si può notare come gran parte dei gestori patrimoniali valutati offre ai propri clienti fondi etichettati come "sostenibili", "ESG" o simili. I proprietari di attività e i consulenti di investimento sono avvertiti di eseguire una forte *due diligence* quando selezionano o raccomandano tali prodotti.

Considerare l'impatto nel processo decisionale di investimento può aiutare gli investitori ad adottare un approccio a più lungo termine e più forte per integrare questioni ESG sistemiche come i cambiamenti climatici e la biodiversità, che pongono profondi rischi finanziari a livello economico. Inoltre, il raggiungimento di obiettivi sociali condivisi, come gli SDGs e l'accordo di Parigi, è possibile solo se potenti attori finanziari iniziano a tenere conto del modo in cui le loro decisioni di investimento influiscono direttamente sui fattori di sostenibilità.

Mentre il clima fisico cambia e causa eventi meteorologici più estremi e ramificazioni a lungo termine, i governi e le nuove tecnologie stanno guidando la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, e per raggiungere

questo obiettivo è necessaria una visione d'insieme, quindi la considerazione di tutti i fattori che possono influenzare la sostenibilità.

Il cambiamento climatico sta modificando la finanza moderna. L'integrazione di considerazioni ESG nelle decisioni di investimento può migliorare le prestazioni e ottenere rendimenti più elevati nel lungo periodo.

## BIBLIOGRAFIA

*ADV Ratings*. 2022.

Anderson Graduate School of Management , “*Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?*”. 2020.

Banca d’Italia: “*Dati e metodi per la valutazione dei rischi climatici e ambientali in Italia*”. 2022.

CFA Institute, “*ESG Asset Managers: Define the Why*”. 2021.

CFA Institute, “*Verification procedures for the CFA Institute ESG disclosure standards for investment products*”. 2021.

CFA Institute, “*Global ESG disclosure standards for investment products*”. 2021.

CFA Institute, “*ESG Asset Managers: Define the Why*”. 2021

CFA Institute, “*Guidance and case studies for ESG integration: equities and fixed income*”.

CONSOB, “*Finanza sostenibile*”.

CONSOB, “*Il piano di azione della finanza sostenibile*”.

CONSOB, “*Il green Deal europeo*”.

Commissione Europea, “*Comunicazione della Commissione: Il Green Deal Europeo*”. Bruxelles, 11 dicembre 2019.

Commissione Europea, “*Il nuovo patto verde europeo*”. Febbraio 2020.

Consiglio Europeo, “*Cambiamenti climatici: il contributo dell’UE*”.

Consiglio Europeo, *“Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici”*.

Context AB, *“Nine ESG Questions You Should Be Asking Your Manager”*. 2021.

Crowe, *“La nuova Tassonomia europea sui fattori ESG: Inquadramento normativo e paradigma operativo”*. 24 gennaio 2022.

Deutsche Bank Research, *“ESG markets review: October 2021”*. 2021.

Direttiva 2014/39/EC.

Direttiva 2014/65/UE.

Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022.

Emerald Insight, *“Towards a more ethical market: the impact of ESG rating on corporate financial performance”*.

ESG News, *“ISBB, obiettivi e sviluppi dello standard di rendicontazione ESG”*.  
19 agosto 2022.

ESG News, *“Che cos’è il Rating ESG e come si calcola?”*. 2022.

ESG News, *“Cos’è il rating ESG e come si calcola?”*. 2022.

ESG News, *“Vanguard si ritira dalla Net Zero Asset Managers initiative”*.

Eticasgr, *“Finanza sostenibile. Che cos’è la Tassonomia e come funziona?”*.

Euronext Corporate Services, *“Perché il rating ESG è sempre più importante”*.  
2021.

Eurostat, *“Europa e Agenda 2030: l’analisi Eurostat sui singoli obiettivi in UE”*.

EUROSIF, 2018.

EY Reporting, *“The Poll”*. 2017.

FACSET, *“A Simple Framework for Selecting and Integrating ESG Data”*. 2021.

Fidelity International, *“Corporate Sustainability”*.

Financial Times, *“Le attività di Vanguard hanno raggiunto il record di sette trilioni di dollari”*. 2021.

Forum per la Finanza Sostenibile, *“Risparmiatori italiani e transizione energetica”*.

Forum per la Finanza Sostenibile, *“BlackRock”*.

FundsPeople, *“Le dieci società di gestione più grandi al mondo”*. 2021.

Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea, *“Accordo di Parigi”*.

GreenTire: *“Indicatori di performance per la sostenibilità”*.

Harvard Business School, *“ESG: Hyperboles and Reality”*. 2022.

Invest Europe, *“ESG Due Diligence Questionnaire for Private Equity Investors and their Portfolio Companies”*.

Italia ESG, *“I rating di sostenibilità ESG”*.

Journal of Sustainable Finance & Investment, *“ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”*. 2015.

Journal of Financial Economics, *“Responsible investing: The ESG-efficient frontier”*. 2021.

Lavialibera, *“Tassonomia UE, gli esperti ribadiscono il no all’etichetta “verde” per gas e nucleare”*. 2022.

MilanoFinanza, *“Rating ESG: 5 istruzioni per l’uso”*. 2020.

MIT Sloan School of Management, *“Aggregate confusion: the divergence of ESG ratings”*. 2020.

*Morningstar Direct e Fidelity Investments*. 31 gennaio 2022.

MSCI, *“Analyzing Active Fund Managers’ Commitment to ESG: Evidence from the United Nations Principles for Responsible Investment”*.

MSCI, *“ESG Ratings: How the Weighting Scheme Affected Performance”*. 2021.

MSCI, *“Foundations of ESG Investing in Corporate Bonds. How ESG Affected Corporate Credit Risk and Performance”*. 2021.

MSCI, *“Has ESG affected stock performance?”*. 2021.

MSCI, The journal of impact&ESG investing, *“How ESG Affected Corporate Credit Risk and Performance”*. 2021

MSCI, The Journal of Portfolio Management, *“Deconstructing ESG Ratings Performance: Risk and Return for E, S, and G by Time Horizon, Sector, and Weighting”*. 2021.

MSCI, *“The Role of Bonds in Multi-Asset Portfolios”*. 2021.

MSCI, *“How ESG Affected Corporate Credit Risk and Performance”*. 2021.

MSCI, *“Which ESG Issues Mattered Most? Defining Event and Erosion Risks”*. 2021.

MSCI, *“What ESG Ratings Tell Us About Corporate Bonds”*. 2021.

NGFS, *“The Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System”*.

Novethic, *“Overview of ESG rating agencies”*, 2014.

Portfolio Management Research, *“Deconstructing ESG Ratings Performance: Risk and Return for E, S, and G by Time Horizon, Sector, and Weighting”*. 2021.

PRI, *“Limited partners’ Responsible Investment due diligence questionnaire”*.

PRI, *“The limited partners’ Responsible Investment due diligence questionnaire and how to use it”*.

RavenPack, *“Socially Responsible Investing: Combining ESG Ratings with News Sentiment Generates Alpha”*. 2019.

Regolamento UE 2020/852.

Regolamento (UE) 2019/2088. Articolo 3, comma 1.

Research Affiliates ESG, *“What a Difference an ESG Ratings Provider Makes!”*. 2020.

Saïd Business School, University of Oxford, *“Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures”*.

ShareAction, *“Point of No Returns: A ranking of 75 of the world’s largest asset managers’ approaches to responsible investment”*. 2020.

SSNR, *“Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”*.

Studio *“Aligning national and international climate targets”*.

The Journal of Portfolio Management, “*Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance*”. 2019.

The Journal of Index Investing, “*Performance and Risk Analysis of Index-Based ESG Portfolios*”. 2019.

The New York Times, “*Larry Fink difende il capitalismo degli stakeholder*”. 2022.

Tilburg University, “*A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Green Investing and Sin Stock Exclusion*”. 2020.

Wellington Management’s ESG Team, “*Five Questions CIOs Should Ask Investment Managers About ESG*”.

Centro dati WWF.

Wall Street Italia, “*Rating ESG: cos’è e come si calcola*”. 2020.

We Wealth, “*Dati e rating: le sfide più importanti dell’universo ESG*”.

WeWealth, “*UE, gas e nucleare “green”: cosa significa per gli investitori*”. 2022.