



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea Magistrale in  
*Scienze Economiche e Finanziarie*  
*Curriculum Analista finanziario*

**UN NUOVO APPROCCIO DELLA FINANZA:  
GLI INVESTIMENTI ESG**

**A new approach to finance:  
ESG investments**

Relatore: Chiar.ma  
Prof.ssa Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:  
Chiara Albertini

Anno Accademico 2021 – 2022



## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>3</b>
<b>CAPITOLO 1 - COME LA FINANZA PUO' CREARE UN MONDO PIU' SOSTENIBILE</b> .....	<b>6</b>
<b>1.1 NUOVA STRATEGIA FINANZIARIA</b> .....	<b>6</b>
1.1.1 Definizione dell'approccio ESG .....	9
1.1.2 Evoluzione storica del concetto di sostenibilità.....	12
1.1.3 Affermazione a livello globale della finanza green .....	15
<b>1.2 ISTITUZIONI E INIZIATIVE A SOSTEGNO DELLA FINANZA SOSTENIBILE</b> .....	<b>18</b>
1.2.1 Agenda normativa globale.....	19
1.2.2 Contesto europeo e normativa di riferimento .....	25
<b>CAPITOLO 2 - ESG, RISCHI E OPPORTUNITA' DI INVESTIMENTO</b> .....	<b>37</b>
<b>2.1 ESG PUNTEGGIO COMBINATO</b> .....	<b>38</b>
2.1.1 Tre pilastri alla base degli investimenti sostenibili.....	38
2.1.2 Gestione delle controversie ESG .....	41
2.1.3 Rating ESG: le metriche delle aziende non coincidono sempre .....	46
<b>2.2 STRATEGIE DI INVESTIMENTO ESG</b> .....	<b>56</b>
2.2.1 Screening etico-negativo .....	57
2.2.2 Norms-based screening.....	59
2.2.3 Best in Class (BiC) - screening positive .....	60
2.2.4 Integrazione ESG.....	62
2.2.5 Impact investing .....	63
2.2.6 Investimento sostenibile-tematico .....	64
2.2.7 Engagement e Voting .....	65
<b>2.3 FATTORI DI RISCHIO ESG PIU' RILEVANTI</b> .....	<b>66</b>
2.3.1 Greenwashing .....	67
2.3.2 Rischio reputazionale .....	72
2.3.3 Rischio di transizione .....	75
<b>CAPITOLO 3 - L'IMPATTO DELLA SOSTENIBILITA' NEI MERCATI FINANZIARI</b> .....	<b>79</b>
<b>3.1 BACKGROUND LETTERARIO SULLE PRATICHE ESG E RELAZIONI CON IL MERCATO DEI FONDI</b> .....	<b>79</b>
3.1.1 Valutazione dei criteri ESG nella letteratura accademica.....	82
3.1.2 Fondi ESG .....	89

<b>3.2 DUE TIPOLOGIE DI ASSET CLASS .....</b>	<b>94</b>
3.2.1 Panoramica del mercato azionario sostenibile .....	94
3.2.2 Obbligazioni verdi .....	107
<b>3.3 COSTRUZIONE DEL PORTAFOGLIO ESG .....</b>	<b>115</b>
3.3.1 Scelta dell'asset allocation.....	116
3.3.2 Scelta del portafoglio efficiente.....	118
3.3.3 Mitigazione del rischio attraverso i green bond.....	126
<b><i>CAPITOLO 4 - ANALISI EMPIRICA .....</i></b>	<b><i>128</i></b>
<b>4.1 PRESENTAZIONE DEL QUESTIONARIO .....</b>	<b>128</b>
4.1.1 Ipotesi .....	128
4.1.2 Descrizione del questionario.....	131
<b>4.1 VALUTAZIONE QUANTITATIVA DELLA RICERCA.....</b>	<b>134</b>
4.1.1 Analisi descrittiva.....	134
4.2.2 Correlazione tra le variabili .....	139
4.2.3 Regressione lineare multipla.....	142
<b>4.3 RIFLESSIONI CONCLUSIVE .....</b>	<b>152</b>
4.1.1 Analisi delle componenti principali .....	152
4.3.2 Studio dei risultati.....	155
<b><i>CONCLUSIONE.....</i></b>	<b><i>158</i></b>
 <b><i>SITOGRAFIA</i></b>	

## **INTRODUZIONE**

L'obiettivo principale dell'elaborato è capire cosa vi è alla base della scelta di portafoglio degli intervistati, se il loro sentimento sia mosso esclusivamente dalla creazione di valore o si tiene anche in considerazione dell'impatto ambientale, sociale e di governance.

Si è voluto parlare di ciò poiché ormai si è bombardati da notizie che trattano il cambiamento climatico, la tutela dei diritti umani, la lotta contro la diversità, la sicurezza sul lavoro, la presenza di donne negli organi amministrativi.

Il tema dell'ESG nonostante sia un argomento alquanto recente, è molto sviluppato e presenta ricerche interessanti, diventando il mainstream degli investimenti negli ultimi anni. Quando si parla di investitore sostenibile si intende colui che nelle decisioni di investimento utilizza, oltre ai parametri economico-finanziari (quindi rischio e rendimento), anche criteri extra-finanziari (Environment, Social e Governance). Vi è così un particolare interesse verso aziende attente all'ambiente, all'impatto delle attività sulla società e alla struttura del governo societario. Prendere in considerazione questi criteri permette di mitigare e ridurre la volatilità imprevista di un portafoglio nel medio-lungo periodo.

La seguente tesi è suddivisa in quattro capitoli. Nel primo capitolo viene illustrato in maniera generale di cosa tratta il tema ESG e l'exkursus storico, poiché ha radici profonde parallele a quelle della finanza tradizionale. Inoltre, viene approfondita la

normativa di riferimento europea e internazionale. I punti regolamentari di riferimento sono individuati nell'accordo di Parigi del 2015 che ha portato all'Agenda 2030 per lo Sviluppo sostenibile ed ai 17 Obiettivi per lo Sviluppo sostenibile o Sustainable development goals, SDGs.

Nel secondo capitolo vengono presentati i tre pilastri dell'acronimo ESG e si illustrano gli score di sostenibilità attribuiti alle varie aziende dalle agenzie di rating specializzate. In particolare, si analizzano i rating forniti da Sustainalytics, da Refinitiv e da MSCI. Inoltre, vengono presentate le sette strategie di investimento sostenibile classificate dall'Eurosif e i rischi a cui si va incontro quando si valutano titoli ESG. Un rischio nei confronti del quale si sono intensificate le accuse e le critiche è il Greenwashing; in breve, si tratta del fenomeno con il quale le società forniscono ai clienti affermazioni di ESG fuorvianti al fine di migliorare la propria reputazione, senza però mettere in atto strategie di business reali rivolte a limitare impatti sostenibili.

Nel terzo capitolo si parla dei nuovi strumenti finanziari introdotti: fondi sostenibili, indici azionari ESG e green bond. Gli indici sono creati da società private che rivedono periodicamente la composizione degli stessi, includendo ed escludendo società in base ai loro punteggi ESG. L'acquisto delle obbligazioni verdi ha un duplice effetto, ossia permette ai risparmiatori di ricevere una remunerazione del capitale investito e si finanziano attività e progetti che contribuiscono all'ambiente e alla società. Oltre a quanto presentato, viene svolta un'analisi di simulazione che

mostra la performance ad un anno di titoli che compongono i portafogli efficienti, costruiti avvalendosi di aziende compositrici del MIB ESG Index.

Nel quarto, ed ultimo, capitolo si procede con l'analisi empirica che intende studiare l'interesse alla base delle scelte di portafoglio degli intervistati.

## **CAPITOLO 1**

# **COME LA FINANZA PUO' CREARE UN MONDO PIU' SOSTENIBILE**

### **1.1 NUOVA STRATEGIA FINANZIARIA**

Il tema della sostenibilità sta diventando sempre più centrale nell'economia, e in particolar modo, nel mondo della finanza, con un interesse per gli investimenti ESG in forte crescita, alimentato dagli investitori che mirano a incrementare i rendimenti rettificati per il rischio (fare bene) e supportare risultati sostenibili (fare del bene). A tal proposito, vi sono cambiamenti nei mercati, nelle varie strategie di investimento, negli standard normativi, a livello delle informazioni da analizzare e scenari offerti ad investitori e aziende.

La responsabile investimenti ESG e tematici presso Bloomberg Intelligence, Adeline Diab, afferma:

*“La pandemia e la corsa verso il raggiungimento della neutralità  
in termini di emissioni di carbonio hanno portato l'utilizzo dei*



*criteri ESG in orbita, sviluppandosi da una nicchia, per poi diventare mainstream ed infine diventando obbligatori.<sup>1</sup>”*

Questa crescente rilevanza di ESG è prevalente sia per le aziende che nel settore della gestione patrimoniale, spesso considerati classificati come al dettaglio o istituzionali<sup>2</sup>. Si pensi, nel primo caso, al numero di società quotate in borsa che hanno pubblicato rapporti che includevano dati ESG, che è passato da meno di 20 società quotate in borsa negli anni '90, a quasi 6000 nel 2014. Nel secondo caso, si può prendere come esempio l'afflusso di capitali in ESG, che è andato da poche centinaia di miliardi di dollari a partire dal 2006, a più di 100 trilioni di dollari nel 2020. Occorre considerare anche il maggior interesse degli investitori al dettaglio per gli investimenti sostenibili, passato da un 11% nel 2012 ad un quarto del totale degli investimenti sostenibili nel 2020, rimasto stabile dal 2018<sup>3</sup>.

Inoltre, come mostra il grafico sotto, anche le ricerche su Google dell'acronimo ESG sono notevolmente cresciute negli ultimi anni.

---

<sup>1</sup> <https://www.bloomberg.com>

<sup>2</sup> Gli asset retail sono investimenti personali da parte di individui in fondi gestiti professionalmente acquistati in banche o tramite piattaforme di investimento con livelli minimi di investimento relativamente bassi, mentre gli asset classificati come “istituzionali” sono gestiti per conto di proprietari di asset istituzionali come fondi pensione, università, fondazioni e assicuratori attraverso prodotti d'investimento con investimenti minimi più elevati.

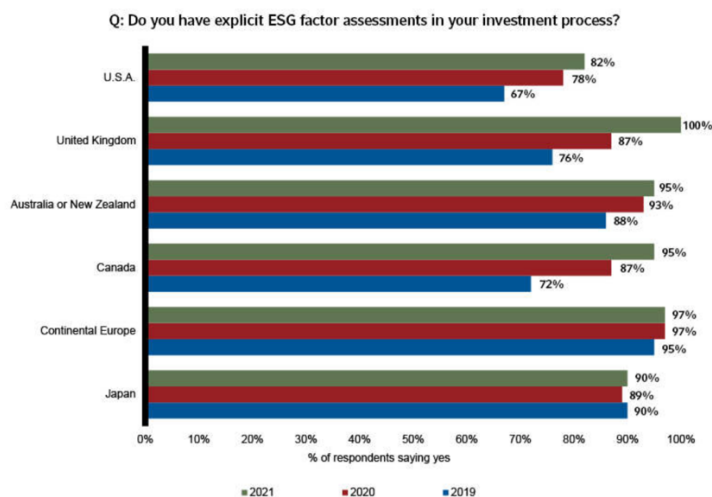
<sup>3</sup> Global sustainable investment review 2020

**Figura 1.1: Mostra il numero di ricerche sul web dell'acronimo ESG, a partire dalla pubblicazione del SFDR nel Novembre 2019 fino a Settembre 2021.**



**Fonte: Report The importance of labels for sustainable investments: SFDR versus Morningstar globes, a cura di Fabrizio Ferriani, Banca d'Italia, 2022**

**Figura 1.2: Illustra i cambiamenti per regione, dal 2019 al 2021, degli intervistati che incorporano valutazioni di considerazioni ESG qualitative o quantitative a livello aziendale o sovrano nel loro processo di investimento.**



**Fonte: Russell Investments, Indagine annuale sui manager ESG 2021: viene sollevata la bandiera rossa sul rischio climatico, a cura di Yoshie Phillips, 2021**

### 1.1.1 Definizione dell'approccio ESG

La crisi causata dal Covid-19 ha spinto aziende, case di gestione e governi ad aumentare l'impegno nel promuovere una ripresa più sostenibile, più attenta alle questioni ambientali e sociali.

Le scelte finanziarie hanno un peso importante nella lotta alla crisi climatica.

A partire da ciò, è stata introdotta una nuova strategia finanziaria: FINANZA SOSTENIBILE; in breve, l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria. Si pone quindi l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo indirizzando capitali verso attività che generino plusvalore economico, ma che, allo stesso tempo, tengano conto del rispetto dei valori etici e sociali e della protezione dell'ambiente; utilizzando una strategia di investimento di medio-lungo periodo che integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo.

Non esiste una definizione condivisa di finanza sostenibile, non c'è accordo nemmeno sulla terminologia: si parla di finanza etica, finanza socialmente responsabile, finanza green, finanza a impatto, finanza ESG (dalle iniziali dei termini inglesi Environmental, Social e Governance).

Oggi, la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) di cui sono membri Eurosif, riaa, RiA, UKSIF, US SIF, VBDO e JSIF, definisce come sostenibili tutte quelle strategie di investimento che ricadono al di sotto della seguente definizione:

*“La finanza sostenibile è un approccio all’investimento che considera fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nella selezione e gestione dei portafogli. [...] Il termine investimento sostenibile può essere utilizzato in modo intercambiabile con investimento responsabile e investimento socialmente responsabile, tra gli altri termini, pur riconoscendo la presenza di distinzioni e variazioni regionali nel suo significato e uso.<sup>4</sup>”*

Le strategie di investimento sostenibile, che rientrano nella suddetta definizione e che saranno approfondite successivamente, vengono classificate da Eurosif (l’associazione dei Forum europei di promozione della finanza sostenibile) nel seguente modo:

- Screening etico-negativo;
- Norms-based screening;
- Best in Class (BiC) - screening positivo;
- Integrazione ESG;
- Impact investing;
- Investimento sostenibile-tematico;
- Engagement e Voting

---

<sup>4</sup> Global Sustainable Investment Alliance, “Global Sustainable Investment Review 2020”

Fare un investimento finanziario che tenga conto dei fattori ESG significa investire in imprese che compiono scelte aziendali sostenibili, coerenti con i principi del Global Compact delle Nazioni Unite, relativi a diritti umani, standard lavorativi, tutela dell'ambiente e lotta alla corruzione, gli obiettivi dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile e dell'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici. Ciò porta ad un vero e proprio cambio di paradigma nella concezione degli investimenti, non pensato per impedire il finanziamento di determinate attività, ma solo per definire quali siano sostenibili, in modo che un risparmiatore possa scegliere un fondo di investimento o altro prodotto finanziario in maniera più informata e consapevole.

Questa trasformazione deve essere guidata dalla responsabilità fiduciaria nei confronti degli investitori.

Inoltre, il disinvestimento non offre una soluzione rapida ai problemi, ma nega la possibilità di ottenere un cambiamento significativo grazie alla leva dell'azionariato attivo.

Meglio cercare la vera integrazione ESG, piuttosto che penalizzare e mettere da parte le aziende che non possono soddisfare nell'immediato una miriade di parametri; ciò non vuol dire che gli strumenti di valutazione ESG siano inutili, ma servono da input per guidare le decisioni di investimento.

Ma affidarsi solo a questi strumenti, rischia di allontanare l'integrazione ESG dal processo di investimento.

### 1.1.2 Evoluzione storica del concetto di sostenibilità

Non si tratta di una moda recente, le sue radici risalgono a secoli addietro, ma non è possibile indicare una data di inizio ben precisa.

Partiamo da una base filosofica. Fino al Basso Medioevo, vi era la condanna della concessione di un mutuo a titolo oneroso, dal momento che il mutuante si appropriava indebitamente di un “bene comune” quale era il tempo, utilizzato per calcolare gli interessi. Dal 1200 in avanti, col pensiero di San Tommaso, inizia una graduale apertura nella considerazione degli interessi: distinzione tra capitale ozioso, che non merita un rendimento, e capitale di rischio, con diritto alla remunerazione. In Occidente, i fondi religiosi hanno iniziato a valutare la rischiosità complessiva delle attività finanziarie, considerando sia le condizioni finanziarie sia quelle morali.

Dopo aver menzionato le basi filosofiche della finanza sostenibile, è possibile ripercorrerne l'evoluzione storica andando a menzionare, inizialmente, la finanza etica, una filosofia di investimento ritenuta molto spesso simile alla finanza sostenibile ma con principi differenti che opera per lo più attraverso fondi comuni di investimento. Le prime forme si sono sviluppate negli Stati Uniti, attorno al 1800, grazie alle comunità Metodiste e Quacchere, le quali gestivano i propri investimenti adottando un approccio di esclusione e selezione. Le prime si rifiutavano di investire in attività come armi, tabacco, alcool e gioco d'azzardo, mentre le seconde di trarre profitto dalla guerra e dal traffico di schiavi. A seguire, nel febbraio 1928,

venne lanciato il “Pioneer Fund”, il terzo fondo più antico degli Stati Uniti e il primo fondo etico che escludeva attività quali tabacco, alcool e gioco d’azzardo, e attirava investitori privati e religiosi e selezionava i titoli distinguendo le cosiddette “sin stock” dalle altre attività finanziabili (letteralmente “azioni del peccato”, ossia società che svolgono un’attività ritenuta immorale o non etica).

Tuttavia, il lancio di questo primo fondo fu seguito da un periodo caratterizzato da una serie di eventi sociopolitici tali per cui la finanza etica rimase perlopiù marginale; si pensi alla guerra in Vietnam, occasione in cui per la prima volta fondi religiosi e fondazioni universitarie americane parteciparono attivamente alla finanza etica, rendendo attraenti anche gli investimenti con obiettivi etici.

Con questa logica, nacque nel 1971 la finanza etica moderna con il primo fondo comune d’investimento, il Pax World Fund, che escludeva dalle attività investibili quelle degli armamenti e altre attività moralmente controverse. Parallelamente, nello stesso anno, vi è un’ulteriore forte spinta all’affermazione della finanza sostenibile, ossia la presentazione della prima mozione di azionariato attivo all’assemblea di General Motors: l’azienda deve ritirare le proprie attività col Sudafrica, dove vige il regime dell’apartheid. A lanciare la proposta è l’Interfaith Center on Corporate Responsibility (Centro Interreligioso per la Responsabilità d’Impresa), una coalizione di gruppi religiosi cattolici, evangelici ed ebrei.

Nel 1977, padre Leon Sullivan, membro del board di General Motors, ha emesso sei Principi di Sullivan, diventati sette nel 1984, sono principi utilizzati per valutare

la responsabilità sociale delle imprese. Hanno costituito una base per la definizione dei “Principles for Responsible Investments” (PRI) lanciati dall’ONU.

Negli anni successivi si assiste a una diffusione sempre più rapida della finanza sostenibile, iniziando nel 1965 con le prime forme di investimento responsabile in Svezia, il cosiddetto fondo Aktie Ansvar Myrberg; successivamente, nel 1983, viene lanciato il primo fondo etico francese, Nouvelle Strategies Fund e, nel 1984, il Friends Provident Stewardship Fund, nel Regno Unito; nel 1997, venne introdotto il primo fondo etico italiano, Sanpaolo Azionario Internazionale Etico.

Il primo indice etico globale, Dow Jones Sustainability Index (DJSI), viene lanciato nel 1999; mentre il primo indice europeo sulla sostenibilità risale al 2001, l’indice Ftse4Good della Borsa di Londra, un indice azionario SRI che diventerà il più utilizzato al mondo assieme al DJSI.

Sempre nel 2001, nasce il Forum per la Finanza Sostenibile, il punto di riferimento per la comunità finanziaria italiana sui temi ESG, con una base associativa multi-stakeholder: ne fanno parte operatori finanziari e altre organizzazioni interessate all’impatto ambientale e sociale degli investimenti. Esso è parte del network Eurosif, l’associazione con base a Bruxelles impegnata a promuovere la finanza sostenibile nei mercati europei.



Dal 2012 il Forum organizza le Settimane SRI, il principale appuntamento in Italia dedicato all'investimento sostenibile e responsabile, che si tiene ogni anno nel mese di novembre, giunto nel 2022 all'undicesima edizione<sup>5</sup>.

Una storia lunga, dunque, quella dell'universo ESG, che attualmente vanta di diverse soluzioni d'investimento responsabile e una crescita globale che abbraccia i cinque principali mercati con migliaia di miliardi investiti.

### 1.1.3 Affermazione a livello globale della finanza green

Quello delle attività di investimento sostenibili è un settore in transizione, con sviluppi differenti nelle varie regioni.

Il rapporto biennale del Global Sustainable Investment Alliance<sup>6</sup> del 2020 mostra che l'80% degli investimenti sostenibili a livello globale è rappresentato dagli Stati Uniti e dall'Europa, a seguire troviamo Giappone (8%), Canada (7%) e l'insieme di Australia e Nuova Zelanda (3%).

All'inizio del 2020, gli AUM (asset under management) etichettati come investimenti socialmente responsabili (SRI) sono aumentati del 15% rispetto al biennio precedente (2018-2020), raggiungendo USD 35,3 trilioni nei seguenti

---

<sup>5</sup> <https://finanzasostenibile.it/settimana-sri/edizione-2022/>

<sup>6</sup> L'articolazione GSIA delle strategie di investimento sostenibili è stata inizialmente pubblicata nella Global Sustainable Investment Review del 2012 ed è emersa come standard globale di classificazione. I membri del GSIA sono il SIF statunitense: il Forum per gli investimenti sostenibili e responsabili (US SIF), il Japan Sustainable Investment Forum (JSIF), la Responsible Investment Association Canada (RIA Canada) e la Responsible Investment Association Australasia (RIAA).

cinque mercati: Europa, Stati Uniti, Giappone, Canada e l'insieme di Australia e Nuova Zelanda.<sup>7</sup> Inoltre, al 2020 tali investimenti rappresentavano già il 35,9% dell'ammontare totale degli asset under management, ovvero una crescita del 2,5% rispetto al 2018. Nell'anno 2025, secondo quanto riportato da Bloomberg Intelligence, che ipotizza una crescita annua del mercato degli investimenti socialmente responsabili pari al 15%, l'ammontare di AUM di carattere sostenibile potrebbero raggiungere i \$50 migliaia di mld<sup>8</sup>.

**Figura 1.3 : Crescita degli asset di investimento sostenibili per regione in valuta locale 2014-2020**

	2014	2016	2018	2020	GROWTH PER PERIOD			COMPOUND ANNUAL GROWTH RATE (CARG) 2014-2020
					GROWTH 2014-2016	GROWTH 2016-2018	GROWTH 2018-2020	
Europe* (EUR)	€9,885	€11,045	€12,306	€10,730	12%	11%	-13%	1%
United States (USD)	\$6,572	\$8,723	\$11,995	\$17,081	33%	38%	42%	17%
Canada (CAD)	\$1,011	\$1,505	\$2,132	\$3,166	49%	42%	48%	21%
Australasia* (AUD)	\$203	\$707	\$1,033	\$1,295	248%	46%	25%	36%
Japan (JPY)	¥840	¥57056	¥231,952	¥310,039	6,692%	307%	34%	168%

**Fonte: Global sustainable investment review, 2020, pag. 10**

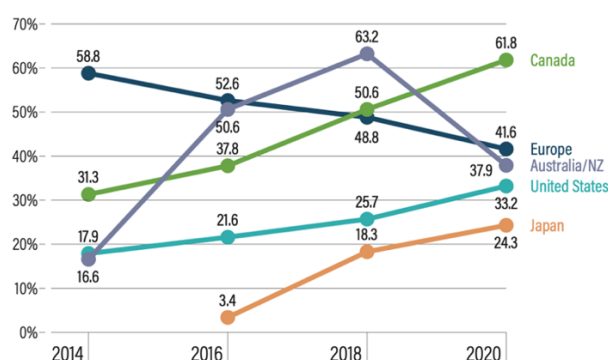
Osservando i dati presenti nella tabella sopra, nell'ultimo biennio è possibile notare che il Canada ha registrato il maggior aumento in termini relativi degli asset gestiti in modo sostenibile, con una crescita pari al 48%, seguito dagli Stati Uniti con una crescita del 42% e dal Giappone con il 34%. In Australasia, la crescita maggiore si ha avuto nel biennio 2016-2018, pari al 46%, seguita poi da una crescita del 25%

<sup>7</sup> Global Sustainable Investment Alliance, "Global Sustainable Investment Review 2020".

<sup>8</sup> <https://www.bloomberg.com>

nel biennio successivo. Invece, in Europa, si nota nell'ultimo biennio un trend negativo, esattamente del 13%. La riduzione della crescita osservata in queste ultime due aree geografiche, tuttavia, è riconducibile all'introduzione di norme particolarmente più stringenti per quanto riguarda il modo in cui gli investimenti sostenibili sono definiti; in Europa, si ha l'introduzione dell'SFRD (nel 2019) e l'EU Taxonomy Regulation, e in Australasia il cambiamento degli standard per gli investimenti sostenibili<sup>9</sup>.

**Figura 1.4: Rapporto tra gli AUM sostenibili e il totale degli AUM gestiti nelle singole aree geografiche, dal 2014 al 2020.**



REGION	2014	2016	2018	2020
Europe*	58.8%	52.6%	48.8%	41.6%
United States	17.9%	21.6%	25.7%	33.2%
Canada	31.3%	37.8%	50.6%	61.8%
Australasia*	16.6%	50.6%	63.2%	37.9%
Japan		3.4%	18.3%	24.3%

Fonte: Global sustainable investment review 2020, pag. 10

<sup>9</sup> Global Sustainable Investment Alliance, "Global Sustainable Investment Review 2020".

Dagli studi di GSIA è emerso che la percentuale degli AUM rispetto al totale degli investimenti ha avuto una crescita positiva in quasi tutti i paesi, ad eccezione dell'Europa che ha registrato una variazione percentuale negativa del 17,2 e dell'Australasia, il cui andamento è stato alquanto disomogeneo, con una crescita repentina nel 2016 e una successiva discesa nell'ultimo biennio. Andando ad analizzare le percentuali nello specifico, è possibile notare che il Canada è, momentaneamente, il mercato con la più alta percentuale di AUM (62%), seguito poi dall'Europa (42%), Australasia (38%), Stati Uniti (33%) e, infine, Giappone (24%)<sup>10</sup>.

La consapevolezza degli investitori rispetto alle problematiche sociali e ambientali sta crescendo, come dimostrato dalla impennata nel mercato degli investimenti sostenibili. Di fatto questa tendenza dimostra, quindi, come cambiare il mondo in meglio non sia solamente un dovere e una responsabilità, ma anche una grande occasione di investimento.

## **1.2 ISTITUZIONI E INIZIATIVE A SOSTEGNO DELLA FINANZA SOSTENIBILE**

Negli ultimi anni, quasi tutti i Paesi del Mondo hanno cercato di impegnarsi nella difficile, e quanto mai urgente lotta contro il cambiamento climatico: gli accordi di

---

<sup>10</sup> Global Sustainable Investment Alliance, "Global Sustainable Investment Review 2020".

Parigi del 2015 e l'Agenda 2030 della Nazioni Unite ne sono infatti una chiara dimostrazione.

Lo scenario attuale, dunque, è ricco di principi, di raccomandazioni e di piani d'azione provenienti da istituzioni intergovernative, da direttive comunitarie o leggi nazionali e internazionali. Nel corso del XXI secolo sono state intraprese diverse iniziative volte ad aumentare la consapevolezza e la sensibilità di aziende e investitori verso le tematiche ESG.

#### 1.2.1 Agenda normativa globale

Una delle prime iniziative in termini di sostenibilità introdotta dall'Organizzazione delle Nazioni Unite (ONU) è l'*United Nations Global Compact*<sup>11</sup> (UNGC – il Patto Mondiale delle Nazioni Unite), a cui è possibile aderire su base volontaria. È stata proposta per la prima volta nel 1999, presso il World Economic Forum di Davos, dall'ex segretario delle Nazioni Unite Kofi Annan. Il Patto entrò ufficialmente in vigore nel 2000, trasformandosi in un vero e proprio movimento mondiale. Questa iniziativa nasce dalla volontà di promuovere un'economia globale sostenibile: rispettosa dei diritti umani e del lavoro, della salvaguardia dell'ambiente e della lotta alla corruzione. Il Global Compact delle Nazioni Unite, quindi, non è un vincolo legale, né uno strumento di monitoraggio dei comportamenti delle aziende,

---

<sup>11</sup> <https://globalcompactnetwork.org/it/>

né uno standard o un codice di condotta, è una struttura operativa, una piattaforma, per aziende che sono impegnate in business responsabili per sviluppare, mantenere e diffondere pratiche e politiche sostenibili.

A seguito di questa iniziativa, un'ulteriore svolta a livello globale si registra nel 2006, quando le Nazioni Unite, dopo aver inglobato i Sullivan Principles, prima citati, promuovono i sei “*Principles for Responsible Investment*”. Tali principi, lanciati alla New York stock exchange, sono stati sviluppati da un gruppo internazionale di 20 investitori istituzionali. Le adesioni al PRI implicano l'adozione di un codice di condotta nell'investimento che segue i principi della finanza SRI, permettendo di creare un sistema finanziario globale economicamente efficiente e sostenibile. L'adesione a tali principi è del tutto volontaria, rientrando, quindi, nel concetto del soft-law; l'unico obbligo è la pubblicazione di un report annuale sulle proprie politiche di investimento responsabile.

Di seguito i 6 principi<sup>12</sup> da rispettare ed applicare per aderire ai PRI:

*Principio 1 – Incorporeremo i temi ESG (ambientali, sociali e di governance) di investimento e nei processi decisionali.*

*Principio 2 – Agiremo da azionisti attivi e inseriremo i temi ESG nelle nostre politiche e pratiche di gestione.*

---

<sup>10</sup> <https://www.unpri.org/download?ac=10948>

*Principio 3 – Chiederemo alle società in cui investiamo di comunicare in modo appropriato le istanze ESG.*

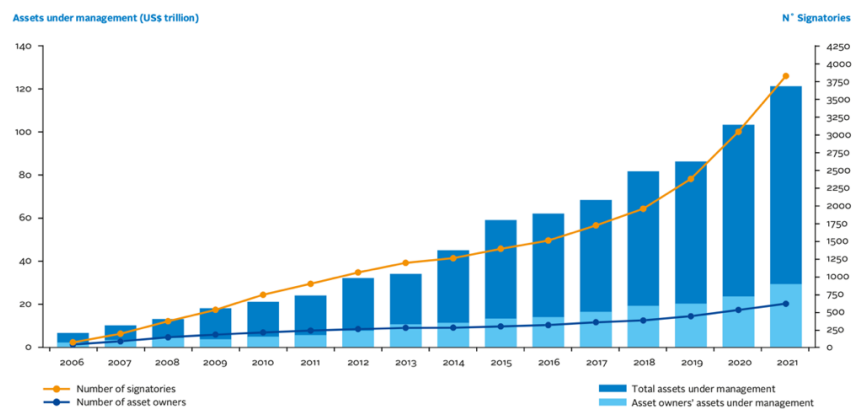
*Principio 4 – All'interno dell'industria degli investimenti, ci faremo promotori dell'accettazione e dell'implementazione dei principi.*

*Principio 5 – Collaboreremo per aumentare la nostra efficacia nel mettere in pratica i principi.*

*Principio 6 – Ciascuno di noi farà il resoconto delle attività e dei progressi raggiunti nell'applicazione dei principi.*

Dal loro lancio ad oggi possiamo osservare, grazie ai dati raccolti dalla piattaforma PRI, un trend sempre positivo per quanto riguarda la sottoscrizione di questi principi. Al 2021, si registrano più di 4.000 firmatari in oltre 60 paesi, tra asset owners e asset managers.

**Figura 1.5: Numero di firmatari e aderenti al PRI**



As of April 2021

**Fonte: PRI, 2021, pag. 5**

Inoltre, il PRI ha fornito una definizione di investimento sostenibile: *una strategia di integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (criteri ESG), nelle scelte di investimenti e nello svolgimento della propria attività, sulla base di parametri pratici-statistici*<sup>13</sup>. I parametri appena citati sono tre:

in primo luogo la materialità<sup>14</sup>, dal momento che l'industria finanziaria e il mondo accademico riconoscono che i fattori di rischio ESG influenzano positivamente i ritorni dell'investitore, gestendo meglio i rischi; in secondo luogo la domanda del cliente, che esige sempre di più informazioni chiare e trasparenti sulle modalità e sul luogo in cui il suo denaro è investito, in quanto cresce la consapevolezza che i fattori ESG influenzano il valore, i rendimenti e la reputazione dell'azienda; infine, la regolamentazione, sul fatto che è accresciuta la consapevolezza che il settore finanziario può svolgere un ruolo importante nell'affrontare le sfide globali come il cambiamento climatico, la schiavitù moderna e l'esclusione fiscale.

Sono i PRI a proporre per la prima volta, nel 2006, gli investimenti ESG e passare da un approccio sul reporting "tell me" ad un approccio "show me", chiedendo, così, agli operatori finanziari di fornire indicazioni chiare sui risultati concreti e i KPI delle loro strategie ESG. Di conseguenza, anche le aziende sono chiamate ad

---

<sup>13</sup> Fiona Reynolds, Amm. Delegato PRI; Fonte: PRI, 2021, pag. 3

<sup>14</sup> Due esempi: Nel 2015 Volkswagen ha subito costi pari a 27,4 € miliardi di sanzioni e multe e un forte deprezzamento del titolo di borsa dopo l'accusa di aver truccato 11 milioni di veicoli diesel per superare i test sulle emissioni. Analoga sorte è toccata nel 2018 a Facebook quando ha perso miliardi di dollari dal suo valore di mercato dopo che Cambridge Analytica ha sottratto dati personali 87 milioni di utenti senza il loro consenso.



una maggior trasparenza su come gestiscono le questioni ESG nelle loro attività, aumentando la responsabilizzazione delle imprese su questo fronte; questa è conseguenza della direttiva approvata dal Consiglio dell'Unione europea, la Corporate sustainability reporting directive o CsrD.

In dettaglio, per garantire l'accountability delle pratiche di investimento a livello globale viene condotta un'analisi del panorama globale della rendicontazione ESG per gli investitori, da parte del PRI. Da questa analisi si evince che il consenso globale sulla rendicontazione ESG degli investimenti sembra ancora lontano, e per questo vi è l'intenzione di fornire un quadro di rendicontazione universale meglio allineato ai requisiti delle varie giurisdizioni. La rendicontazione deve essere accessibile al pubblico o direttamente ai sottoscrittori dei prodotti finanziari, secondo quanto è richiesto dalla maggior parte dei requisiti di rendicontazione imposti agli investitori, ciò per evitare fenomeni di Greenwashing. Inoltre, vengono individuate nove giurisdizioni, ognuna con proprie e differenti normative sulla rendicontazione ESG degli investimenti: giurisdizioni ad alta regolamentazione con l'obbligo di rendicontazione ESG e con requisiti di rendicontazione più ampi, (UE, Francia, Hong Kong e Regno Unito), a media regolamentazione (Australia, Cina e Giappone) e a bassa regolamentazione (Canada e Stati Uniti).

Come viene spiegato dal PRI, le giurisdizioni a media regolamentazione adottano un approccio "tell me", in cui gli investitori comunicano solo le loro politiche ESG,

i loro obiettivi e la loro strategia di sostenibilità e le modalità di attuazione, e non le azioni compiute o gli esiti di sostenibilità degli investimenti.

Successivamente a tale iniziativa, nel settembre 2015 l'Assemblea Generale delle Nazioni Unite sottoscrive il piano *Agenda 2030*<sup>15</sup>, un programma d'azione per il pianeta, le persone e le prosperità che si compone di 17 obiettivi per lo sviluppo sostenibile (Sustainable Development Goals, SDGs), a loro volta declinati in 169 sotto-obiettivi. Attraverso il Global Compact le aziende di tutto il mondo sono chiamate ad impegnarsi concretamente nel raggiungimento degli SDGs entro il 2030. Tra tutti i vari paesi, l'Italia si è dotata della Strategia Nazionale per lo Sviluppo Sostenibile per attuare le politiche e i programmi dell'Agenda in cinque aree tematiche, le cosiddette 5 P:

- Persone: macroarea legata a povertà, uguaglianza e dignità;
- Pianeta: protezione dalla degradazione e adozione di azioni in tema di cambiamenti climatici;
- Prosperità: il progresso deve avvenire in armonia con la natura;
- Pace: inclusione sociale e priva di violenza;
- Partnership: collaborazione globale per lo sviluppo sostenibile.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> <https://sdgs.un.org/2030agenda>

Figura 1.6: 17 obiettivi di sviluppo sostenibile dell'Agenda 2030



Fonte: Centro Regionale di Informazione delle Nazioni Unite (UNRIC), 2022

### 1.2.2 Contesto europeo e normativa di riferimento

Una volta analizzate le iniziative assunte a livello internazionale, è opportuno volgere lo sguardo a quelle che, invece, a livello comunitario, hanno visto come protagonista l'UE, che è sempre stata fautrice dell'ideale della sostenibilità e sensibile alle problematiche ambientali che interessano l'intero globo.

Il primo accordo da citare è *l'Accordo di Parigi*, vale a dire il primo accordo legalmente vincolante legato al cambiamento climatico stipulato tra l'UE e i 194 Stati membri della "Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici" (Unfccc) durante la ventunesima sessione della Conferenza di Parigi sul clima nel 2015 (COP21), firmato il 22 aprile 2016 e ratificato dall'Unione Europea con decisione (UE) del Consiglio 2016/590 del 5 ottobre 2016. Ad oggi, 191 Stati su 197 della Convenzione hanno deciso di far parte dell'Accordo di Parigi,

mentre sono 195 i firmatari. L'obiettivo di lungo periodo di questo accordo è di ridurre i rischi e gli impatti negativi dei cambiamenti climatici contenendo il riscaldamento globale al di sotto dei 2 o preferibilmente 1.5 gradi Celsius rispetto ai livelli preindustriali<sup>16</sup> del 1850, impegnandosi, entro il 2030, a ridurre di almeno il 55% le emissioni di gas serra rispetto ai livelli del 1990. Per raggiungere tale obiettivo, tutte le parti presentano piani d'azione nazionali globali da rivedere ogni 5 anni (i cosiddetti NDC – contributi determinati a livello nazionale), attraverso l'adozione di iniziative sempre più ambiziose e comunicando i progressi collettivi raggiunti nell'attuazione degli obiettivi a lungo termine.

Oltre a tutto ciò, gli Stati membri dell'UE e gli altri paesi sviluppati si impegnano a fornire ai Paesi in via di sviluppo un sostegno internazionale continuo, per aiutarli a contrastare gli effetti dei cambiamenti climatici.

Il fine ultimo dei Paesi dell'Unione Europea è quello di impegnarsi a diventare climaticamente neutri entro il 2050.

Nel 2016, la Commissione Europea ha costituito un gruppo di esperti (*High Level Expert Group on Sustainable Finance*, HLEG)<sup>17</sup>, i quali hanno pubblicato, nel 2018, una relazione finale contenente otto raccomandazioni funzionali allo sviluppo della finanza sostenibile, sulla base delle quali la commissione europea ha adottato

---

<sup>16</sup> <https://unfccc.int>

<sup>17</sup> [https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg_en)

il proprio *“Action Plan on Financing Sustainable Growth”*. Tale piano è stato inserito in due importanti svolte politiche: la prima è il *“Green Deal”*<sup>18</sup> dell’Unione Europea (UE) del 2019, recentemente rafforzato nel 2021 con il piano *“Pronti per il 55%”*, che indica una serie di politiche per raggiungere gli ambiziosi obiettivi di decarbonizzazione al 2050 <sup>19</sup>; la seconda è il Next Generation EU, introdotto il 18 dicembre 2020, ovvero un *programma da 750 miliardi di euro per il rilancio di un’economia Ue travolta dalla crisi pandemica*<sup>20</sup>.

L’Action Plan si basa su 3 macro-obiettivi, declinati a loro volta in 10 obiettivi: *i) riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva; ii) gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l’esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali; iii) promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie.*<sup>21</sup>

A maggio del 2018 la Commissione europea ha attuato le prime misure dell’Action Plan, concentrandosi in particolare sugli obiettivi di sostenibilità ambientale e presentando un primo pacchetto di misure sulla finanza sostenibile, *“Sustainable*

---

<sup>18</sup> Green Deal europeo è una strategia che punta ad integrare stabilmente la sostenibilità in tutte le politiche e i programmi dell’UE.

<sup>19</sup> Banca d’Italia, *“L’impatto del processo di attuazione dell’Action Plan sulla Finanza sostenibile”*, 2021.

<sup>20</sup> <https://www.ilsole24ore.com/art/next-generation-eu-cos-e-e-perche-l-europa-deve-correre-fondi-la-ripresa-covid-ADIKpzMB>

<sup>21</sup> Banca d’Italia, *“L’impatto del processo di attuazione dell’Action Plan sulla Finanza sostenibile”*, 2021.

*finance package*”. Il seguente pacchetto comprendeva una serie di proposte che hanno portato all’approvazione delle disposizioni di seguito indicate:

1) Il Regolamento (UE) 2019/2088 <sup>22</sup>, noto come SFDR dall’inglese Sustainable Finance Disclosure Regulation, entrato in vigore il 10 marzo 2021, ha un ambito di applicazione soggettivo molto ampio, in quanto si rivolge ai partecipanti ai mercati finanziari e ai consulenti finanziari. L’introduzione di questo regolamento è significativa per la finanza sostenibile poiché contiene una definizione di “investimento sostenibile” (art. 2, 17) e impone norme comuni sulla divulgazione delle informazioni sui temi di sostenibilità. Introduce obblighi informativi armonizzati in modo da ridurre l’asimmetria delle informazioni sulle policy adottate per integrare i rischi di sostenibilità nei loro processi decisionali di investimento e le conseguenze che tali rischi potrebbero avere sul rendimento di tutti i prodotti finanziari che vendono sui mercati dell’Unione Europea.

La seguente disciplina, inoltre, viene integrata dal Regolamento delegato (UE) 2022/1288, pubblicato il 25 luglio 2022 nella Gazzetta Ufficiale e applicato dal 1° gennaio 2023, con le nuove norme tecniche di regolamentazione (Regulatory Technical Standard – RTS) sugli impatti negativi e sulla disclosure per prodotti di articolo 8 e 9.

---

<sup>22</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32019R2088>

Qualora un soggetto finanziario non voglia tenere in considerazione gli impatti negativi (PAI - Principal adverse impact) deve spiegarne il motivo sul proprio sito web e nell'informativa precontrattuale in materia di sostenibilità, secondo il principio del "comply or explain".

Il regolamento identifica due tipi di prodotti "sostenibili": i prodotti che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali (descritti nell'art. 8) e i prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili (descritti nell'art. 9). Per classificare i propri prodotti in una o nell'altra categoria occorre fare disclosure (cioè dare comunicazione) su come vengono rispettate le caratteristiche di sostenibilità oppure come si raggiungono gli obiettivi d'investimento sostenibile.

Inoltre, a seguito dell'entrata in vigore del regolamento SFRD, i gestori sono stati chiamati a classificare ciascun fondo gestito in una delle tre categorie previste dalla normativa a seconda dell'obiettivo di sostenibilità del prodotto: fondi art. 6 (non ESG), art. 8 (cc.dd. light green) o art. 9 (cc.dd. deep green).

Le autorità europee di vigilanza hanno proposto 14 indicatori per la divulgazione delle informazioni sugli impatti negativi delle politiche d'investimento su temi ESG e indicatori specifici per gli investimenti in bond sovrani e nel real estate.

Le seguenti informazioni devono essere di facile lettura, fornite in modo gratuito e facilmente accessibile.

2) Il *Regolamento 2020/852* (c.d. Regolamento Tassonomia), entrato in vigore il 12 luglio 2020, a seguito della pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il 22 giugno 2020, fissa i criteri per la classificazione delle attività ecosostenibili <sup>23</sup>, pubblicati sotto forma di Atti delegati, e nelle quali le aziende e gli investitori del mercato non sono obbligati ad investire. Tale framework è stato adottato dall'UE dopo la finalizzazione del lavoro del TEG (Technical Expert Group), un gruppo di esperti di 35 membri e oltre 100 consulenti, *il cui compito era quello di individuare le attività economiche in grado di contribuire a raggiungere l'obiettivo emissioni zero entro il 2050 e i relativi criteri di selezione* <sup>24</sup>. Per l'ulteriore aggiornamento, monitoraggio e sviluppo della futura tassonomia sociale viene istituita, al posto del TEG, la Piattaforma sulla Finanza Sostenibile (PSF - Platform on Sustainable Finance), ossia un gruppo di esperti di finanza sostenibile e di rappresentanti di varie autorità pubbliche europee (Banca Europea, l'Agenzia Europea dell'Ambiente, il Sistema di Vigilanza Finanziaria ecc.).

In particolare, l'EU Taxonomy Regulation prevede che un'attività economica è considerata ecosostenibile se contribuisce a uno dei sei obiettivi ambientali identificati dalla Commissione europea, se “non arreca un danno significativo”

---

<sup>23</sup> A partire dal 1° gennaio 2023, si è ampliato il confine delle attività economicamente sostenibili includendo anche gas e nucleare.

<sup>24</sup> [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:d84ec73c-c773-11eb-a925-01aa75ed71a1.0013.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:d84ec73c-c773-11eb-a925-01aa75ed71a1.0013.02/DOC_1&format=PDF)



su nessun altro obiettivo ambientale (il c.d. principio DNSH – Do No Significant Harm) , se viene svolta rispettando le garanzie minime sul piano sociale, inoltre se rispetta i criteri di vaglio tecnico definiti dalla Commissione (“Technical Screening Criteria”, TSC).<sup>25</sup>

I sei obiettivi di sostenibilità sopra citati sono forniti dall’art 9 del Regolamento:

- *Mitigazione dei cambiamenti climatici;*
- *Adattamento ai cambiamenti climatici;*
- *Protezione delle risorse idriche e marine;*
- *Transizione ad un’economia circolare;*
- *Prevenzione e controllo dell’inquinamento;*
- *Restaurazione e protezione degli ecosistemi e della biodiversità.*<sup>26</sup>

Per rendere più semplice la consultazione dei criteri di vaglio tecnico e delle strategie richieste per il DNSH, l’UE ha fornito uno strumento digitale, il Taxonomy compass<sup>27</sup>, che permette di accedere ai contenuti aggiornati degli Atti Delegati.

Tutto ciò è stato stabilito al fine di favorire il raggiungimento degli obiettivi del Green Deal e aiutare le società nel pianificare la propria transizione verso

---

<sup>25</sup> I criteri di vaglio tecnico vengono messi a punto in parte dal TEG e in parte ancora in fase di elaborazione dalla PSF. Si basano su conoscenze scientifiche consolidate e stabiliscono il livello ottimale di performance ambientale per ogni attività economica. I requisiti generali di tali criteri vengono definiti dall’art 19.

<sup>26</sup> TEG final report on the EU taxonomy

<sup>27</sup> <https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/home>

un'economia a bassa emissione di carbonio, nonché resiliente ed efficiente nello sfruttamento delle risorse.

Inoltre, si vuole facilitare lo spostamento degli investimenti dove maggiormente necessari per raggiungere gli obiettivi di sostenibilità, inducendo l'intero sistema finanziario verso un'economia più sostenibile, ed infine, contrastare e limitare i rischi di "Greenwashing".

- 3) Il *Regolamento 2019/2089* (c.d. Regolamento Benchmark<sup>28</sup>), modifica il Regolamento 2016/2011/UE e introduce due nuovi indici di riferimento legati al cambiamento climatico: "l'indice di riferimento UE di transizione climatica" (*EU climate transition benchmark*) e "l'indice di riferimento UE allineato con l'Accordo di Parigi" (*EU Paris-aligned benchmark*). Nel primo *benchmark* le attività sottostanti sono selezionate in modo tale che le emissioni di gas serra del paniere di riferimento siano allineate con gli obiettivi di lungo termine previsti dall'Accordo di Parigi. Nel secondo *benchmark* le attività sottostanti sono selezionate in modo che il livello di emissioni del portafoglio sia allineato con il contenimento dell'aumento delle temperature medie globali a +1,5°, obiettivo stabilito nell'Accordo di Parigi. L'introduzione dei suddetti indici contribuisce

---

<sup>28</sup> Per benchmark si intende un indice utilizzato come parametro oggettivo di riferimento per confrontare la performance di un portafoglio o di un titolo con l'andamento del mercato. Generalmente è costruito utilizzando le medie ponderate del valore di mercato di un paniere di titoli.

ad una maggiore trasparenza e ad evitare di ostacolare il corretto funzionamento di mercato, in quanto lo scopo del regolamento è quello di far usare ad un numero crescente di investitori appositi indici di riferimento per misurare la performance di un portafoglio di investimento e ponendo l'attenzione verso strategie di investimento a basse emissioni di carbonio.

Nell'aprile 2021 è stata adottata un'ulteriore iniziativa in materia di finanza sostenibile, un secondo Sustainable Finance Package. I principali pilastri che sorreggono la direttiva sono essenzialmente tre: Taxonomy Climate Delegated Act, Direttiva sul reporting non-finanziario (CSRD) e modifica dei doveri fiduciari e consulenza in materia di investimenti e assicurazioni (Delegated Acts).

La *Taxonomy Climate Delegated Act* è il primo atto delegato integrativo del Regolamento Tassonomia pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'UE il 9 dicembre 2021 attraverso il Regolamento delegato UE n. 2139/2021, applicato dal 1° gennaio 2022. Tale direttiva include i criteri di individuazione delle attività economiche associate al raggiungimento degli obiettivi ambientali dell'UE.

L'altra direttiva precedentemente accennata è la *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*, direttiva sugli obblighi di informativa sui rischi e impatti relativi ai temi di sostenibilità delle aziende non finanziarie, mediante la pubblicazione di un rapporto sulla sostenibilità (sustainability report). Essa tende a rafforzare e superare la precedente Direttiva 2014/95/UE, detta anche direttiva

sull'informativa non finanziaria (NFRD)<sup>29</sup>. La CSRD è una delle pietre miliari del Green Deal europeo e dell'Agenda per la finanza sostenibile. Ha introdotto significative innovazioni partendo dall'estensione degli obblighi di rendicontazione a tutte le imprese di grandi dimensioni, quotate in borsa o meno, e alle PMI quotate (le quali avranno più tempo per adattarsi alle nuove regole), ad eccezione delle microimprese. Si continua con la riaffermazione del principio della doppia materialità, ossia un'informazione per essere significativa deve essere rilevante per l'impresa dal punto di vista economico – finanziario, quindi far comprendere l'influenza che hanno i fattori ESG sullo sviluppo e sulla performance dell'impresa (prospettiva inside-out), e dal punto di vista socio – ambientale, illustrando l'impatto delle attività aziendali sull'impresa e sull'ambiente esterno (prospettiva outside-inside). Nella Direttiva europea, inoltre, verranno emanati, direttamente con una serie di atti delegati, standard per il reporting di sostenibilità su tutte le tematiche ESG, il cui sviluppo è stato affidato all'EFRAG<sup>30</sup> (European Financial Reporting Advisory Group). Ciò per integrare i criteri di valutazione in materia di sostenibilità all'interno delle procedure delle imprese finanziarie e delle imprese di assicurazione. Verranno emanati anche degli standard europei di reporting differenziati e semplificati per le PMI quotate (principio di proporzionalità).

---

<sup>29</sup> La Direttiva NFRD chiede alle grandi aziende non finanziarie di pubblicare annualmente informazioni sul modo in cui operano e gestiscono le sfide sociali, ambientali e di governance (*Environmental, Social and Governance* - ESG).

<sup>30</sup> L'EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) è un organo di consulenza della Commissione europea nel campo della rendicontazione aziendale.

Per evitare frammentazioni normative e contribuire al processo di convergenza degli standard di rendicontazione di sostenibilità a livello globale nelle diverse giurisdizioni, gli standard europei integrano il contenuto degli standard di riferimento internazionali che saranno sviluppati dall'ISSB che opera nell'ambito della IFRS Foundation.

Nel luglio 2021, a seguito della crisi Covid-19 e a fronte della necessità di finanziare una ripresa sostenibile, viene adottata una nuova Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile, la quale cerca di integrare le azioni già previste dal piano del 2018 che hanno presentato delle criticità. All'interno del secondo pacchetto di misure in tema di finanza sostenibile, la Commissione ha presentato, oltre alla Strategia precedentemente citata, anche una proposta di regolamento sui green bond europei<sup>31</sup>.

Per sintetizzare, la nuova Strategia si propone di rendere più inclusiva la finanza sostenibile per le famiglie e le PMI, fornendo maggiori opportunità di finanziamento alle PMI in modo da spingerle verso una ripresa verde a seguito delle difficoltà generate dalla crisi del Covid-19. Inoltre, si prefigge di assicurare l'integrità del sistema finanziario e di incrementare la capacità di individuare,

---

<sup>31</sup> La proposta di regolamento sui green bond è stata presentata con l'obiettivo di supportare gli investimenti nell'affidabilità della qualità dei *green bonds* e di agevolare l'emissione di obbligazioni verdi di qualità superiore, fornendo le definizioni delle attività economiche e dei progetti sostenibili a livello ambientale a cui destinare i proventi.

monitorare e mitigare i rischi sistemici di sostenibilità. Come ultima azione vi è quella di accrescere il contributo della UE nel dibattito internazionale per l'adozione di iniziative e standard omogeni internazionali di finanza sostenibile.

La crescente attenzione alla finanza sostenibile, e il continuo aggiornamento della normativa, porta la maggior parte di investitori, comprese le banche centrali, ad inserire nei propri portafogli, e in quelli dei loro clienti, imprese attente alle condizioni di sicurezza, salute, giustizia, parità e all'utilizzo responsabile delle risorse naturali e al loro impatto sugli ecosistemi. Questa ricomposizione dei portafogli è guidata dalla possibilità di ridurre gli impatti negativi sulla stabilità finanziaria e sugli effetti macroeconomici rilevanti, generati dai rischi connessi al cambiamento climatico e al degrado ambientale.

## **CAPITOLO 2**

### **ESG, RISCHI E OPPORTUNITA' DI INVESTIMENTO**

Dopo una presentazione generale del concetto di ESG, nonché della pressione normativa di riferimento, si scenderà più nel particolare, analizzando i criteri di sostenibilità, come vengono valutate le aziende sotto questo aspetto e i rischi che si possono incorrere nel fare investimenti ESG.

I punteggi ESG non rappresentano lo spartiacque tra le società che vanno bene e quelle che vanno male, piuttosto fungono da strumento per segnalare la necessità di un'ulteriore indagine, che permette agli investitori e ai gestori di fondi di avere informazioni aggiuntive per identificare ulteriori rischi.

In sostanza, gli investimenti ESG sono un'opportunità significativa, soprattutto per coloro che sono all'avanguardia nel cambiamento, disposti ad affrontare nuovi temi ed approcciarsi a nuovi rischi, non solo finanziari, ma inerenti all'ambiente, al sociale e alla governance. Questi rischi possono essere sia specifici che generali. In questo capitolo ci si soffermerà, principalmente, sulla categoria dei rischi specifici, cioè quelli che riguardano in particolar modo l'investimento ESG, che sono, spesso, strettamente legati ai rischi finanziari: Greenwashing, rischio di transizione e rischio reputazionale.

## **2.1 ESG PUNTEGGIO COMBINATO**

### 2.1.1 Tre pilastri alla base degli investimenti sostenibili

Quando si parla di investimenti ci si focalizza principalmente sulla massimizzazione del rendimento, ma in questo caso creare valore non è solo questo, riguarda una ricchezza interiore, ossia la consapevolezza di aver dato un impatto positivo all'ambiente. La si potrebbe considerare come una vera e propria strategia di investimento, poiché se investire, per alcuni, non porta appagamento ma viene visto solo come un gioco d'azzardo, in questo modo si darà all'investimento uno sguardo diverso, orientando le scelte di acquisto su fattori ESG.

È importante ricordare che i criteri ESG sono diversi dall'investimento socialmente responsabile (SRI). L'SRI va oltre il concetto di ESG, non considera solo elementi di responsabilità sociale e/o ambientale, ma tiene conto anche di aspetti etici, sulla base dei quali vengono esclusi (metodo esclusivo) o aggiunti (metodo inclusivo) investimenti. Società che non vengono incluse sono quelle impiegate in settori quali: alcol, tabacco, gioco d'azzardo, produzione di armi e altri settori associati con violazioni dei diritti umani e del lavoro.

Mentre i fattori ESG sono più focalizzati sui valori ambientali, sociali e di governance e servono agli investitori per valutare la solidità di un investimento.

Entrando ora nel particolare, verranno analizzati singolarmente i tre criteri, partendo con la lettera E di *Environmental*. In questo ambito, si valuta il comportamento di un'azienda nei confronti dell'ambiente nel quale è collocata e



dell'ambiente in generale, considerando tutte le decisioni in ambito della tutela della biodiversità, agroalimentare, della gestione responsabile delle materie prime e delle risorse di acqua, aria e vegetazione, dell'uso di energia. In particolare, le aziende devono considerare, anche, la riduzione al minimo dei danni che provocano cambiamenti climatici rischiosi (ad esempio, l'emissione di CO<sub>2</sub>).

Per secondo troviamo la S del fattore *Social*, il quale comprende tutte le iniziative da parte di un'azienda con un impatto sociale e tende ad esaminare la relazione con il territorio e le persone, in modo da permettere all'impresa di ottenere un'immagine positiva. Alcuni degli aspetti più importanti sono il modo con cui un'azienda tratta e promuove i suoi dipendenti, la sua cultura tenendo conto anche dell'impatto sulla comunità e le relazioni che si instaurano con la stessa, la formazione del personale, l'attenzione alla parità di genere e alla diversità, la protezione dei dati e la privacy. Per ultimo, la G di *Governance* riguarda la gestione e il controllo aziendale ispirato a buone pratiche e a principi etici, come le modalità con cui l'organizzazione contrasta le violazioni (corruzione), la trasparenza delle decisioni aziendali, il rispetto dei diritti degli azionisti, la composizione e la remunerazione del consiglio di amministrazione, la struttura dei comitati di audit e le segnalazioni anonime delle irregolarità.

Negli ultimi anni, come già affermato nel precedente capitolo, si è assistito a una maggiore attenzione da parte delle aziende verso i tre criteri appena citati, considerando il fatto che vengono inclusi nelle relazioni annuali delle stesse. In

questo modo dimostrano che la sostenibilità è parte integrante della loro attività, attraendo così nuovi investitori, ma l'attenzione dell'azienda, affinché si dimostri tale, deve essere la stessa per ognuno dei fattori.

È possibile presentare un esempio di un'azienda che sembrerebbe, a primo impatto, altamente sostenibile, ma dopo una valutazione è possibile notare che la sua attenzione è rivolta principalmente verso solo un fattore, l'Environment. Si sta parlando di Tesla, uno dei maggiori produttori di auto elettriche, e per questo dovrebbe avere, in teoria, un alto indice di sostenibilità. Ma considerando che, l'anno scorso, S&P Global ha deciso di escluderla dalla versione sostenibile dell'indice S&P 500<sup>32</sup>, non è esattamente un'azienda con un buon punteggio ESG. Più precisamente, presenta un rischio ambientale molto basso rispetto alle case automobilistiche tradizionali, grazie anche a Tesla Energy, uno dei più grandi produttori di pannelli solari negli Stati Uniti. Tuttavia, la scarsa sicurezza delle sue auto a guida autonoma, uno scarso punteggio in materia di tutela del lavoro e del capitale umano influenzano negativamente il rating di Tesla. *Di recente, il Department of Fair Employment and Housing della California ha citato in giudizio l'azienda dopo aver raccolto centinaia di denunce da parte di lavoratori che sono stati oggetto di discriminazione, compreso l'uso di insulti razziali da parte dei colleghi<sup>1</sup>.*

---

<sup>32</sup> <https://www.morningstar.it/it/news/221676/ecco-perché-il-rating-esg-di-tesla-è-deludente.aspx>

Ma i criteri ESG non impattano solo sull'inclusione o meno di un'azienda in un indice green e sul rating che ottiene, ma hanno un'incidenza anche su alcuni dei rischi aziendali, quale, in questo caso, il rischio reputazionale.

### 2.1.2 Gestione delle controversie ESG

Li et al. (2019) sostengono che le controversie implicano che una società sia coinvolta in azioni o incidenti che possono influire negativamente sulle parti interessate e sull'ambiente, portando a un grave rischio reputazionale (Hogan e Lodhia, 2011)<sup>33</sup>. In altre parole, si tratta di notizie aziendali, divulgate dai media, su comportamenti sociali e di governance sospetti e scandali sui prodotti dannosi che attirano l'attenzione degli investitori.

Esempi di incidenti, isolati, o correlati, sono: una serie di scioperi dei dipendenti in varie località delle operazioni di un'azienda, l'emissione di rifiuti tossici, cattiva gestione della supply chain, non rispetto della privacy, sfruttamento minorile o scarsa/assente sicurezza sul lavoro.

Le controversie aziendali non minano solo la reputazione di un'azienda, riducendo la credibilità della stessa, ma influenzano anche la sua sopravvivenza negli anni e

---

<sup>33</sup> Business Source Ultimate, "ESG controversies and the cost of equity capital of European listed companies: the moderating effects of ESG performance and market securities regulation", a cura di Fabio La Rosa e Francesca Bernini, 2022

tendono anche ad impattare negativamente i costi di finanziamento richiesti dagli investitori.

Questo perché vi è una correlazione positiva tra le controversie ESG e il COE (cost of equity), che tende ad aumentare nei paesi in cui la regolamentazione del mercato è più forte, dovuto alle maggiori aspettative di efficienza dei mercati da parte degli investitori.

Quanto detto è conforme con ciò che sostengono Fauser e Utz (2021)<sup>34</sup>, ossia che le controversie ESG rappresentano una performance sociale aziendale (CSP) negativa, con una cattiva gestione del rischio di sostenibilità, mentre la performance ESG rappresenta una CSP positiva.

Ciò dà dimostrazione del fatto che la performance finanziaria di un'azienda non dipende solo dalle prestazioni ambientali, sociali e di governance, ma dipende anche dalle controversie nelle quali l'azienda è coinvolta. Ed è ragion per cui il punteggio ESG Combinato, che attribuiscono le agenzie di rating alle imprese, è dovuto sia da uno score ESG che da uno score delle controversie ESG. In breve, per rating delle controversie ESG si intende il livello di coinvolgimento di un'azienda nei problemi e il modo in cui li gestisce, ma ciò verrà spiegato in maniera più accurata del sottoparagrafo successivo.

---

<sup>34</sup> Business Source Ultimate, “ESG controversies and the cost of equity capital of European listed companies: the moderating effects of ESG performance and market securities regulation”, a cura di Fabio La Rosa e Francesca Bernini, 2022

Pertanto, è possibile sostenere che le prestazioni ESG e le controversie ESG siano legate da una relazione di causa-effetto, in quanto le aziende con buone prestazioni ESG presentano spesso più controversie legate alla sostenibilità (basti pensare a Tesla, citata nel sottoparagrafo precedente), ma non è vero il contrario, ossia che le aziende con un gran numero di controversie ESG non è detto che abbiano delle buone performance di sostenibilità. Questo perché le cattive notizie sono più salienti delle buone (Fiske, 1980; Peeters e Czapinski, 1990)<sup>35</sup>.

Inoltre, è possibile che le imprese che hanno presentato alti livelli di controversie ESG, potrebbero imparare da questi eventi del passato e migliorare le loro pratiche interne di rischio di sostenibilità, per mantenere così la legittimità futura. Su questa linea si posizionano anche gli investitori, nel senso che, solo dopo il verificarsi di controversie ESG, presentano una maggiore attenzione per la sostenibilità, indirizzando gli investimenti verso aziende con un buon rating ESG e ritirandoli da imprese specifiche o interi settori che svolgono, ad esempio, attività inquinanti e dannose per l'ambiente.

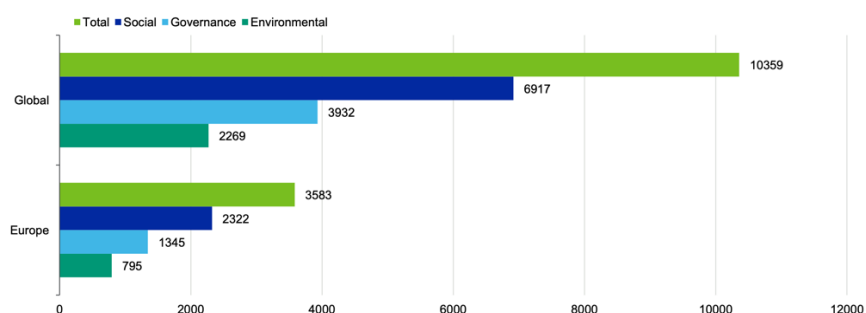
Dalla collaborazione di CSR e Moody's al Barometro dell'Industria Sostenibile, è emerso che le maggiori controversie ESG che si sono verificate sono quelle classificate come sociali, questo perché, nel 2022, l'esposizione al rischio sociale è molto elevata, anche se la sua gestione sta migliorando dal 2017 al 2021.

---

<sup>35</sup> Business Source Ultimate, "ESG controversies and the cost of equity capital of European listed companies: the moderating effects of ESG performance and market securities regulation", a cura di Fabio La Rosa e Francesca Bernini, 2022

Dall'analisi<sup>36</sup> è emerso, inoltre, che le controversie ESG sono aumentate del 62% dal 2020 al 2021, identificando, nel 2022, 3.583 controversie ESG in Europa, di cui circa il 64% sono sociali. I temi maggiormente toccati sono quelli relativi allo sviluppo sociale ed economico, le relazioni con i clienti, i diritti umani fondamentali e le informazioni ai clienti. In aggiunta a ciò, vi sono anche reclami sulle pratiche di marketing e le violazioni dei diritti alla privacy personale.

**Figura 2.1: Analisi di tutte le controversie ESG attive a livello globale ed europeo**



**Fonte: CSR Europe, Sustainable Industry Barometer, 2022, pag. 5**

Uno dei più grandi incidenti ambientali degli ultimi anni, che ha impattato negativamente lo score ESG combinato dell'azienda protagonista, è Dieselgate, lo scandalo sulle emissioni della Volkswagen, avvenuto il 18 settembre 2015. L'EPA (Environmental Protection Agency) aveva rilevato un'installazione illegale di un software nella centralina da parte della Volkswagen, programmato per aggirare le norme ambientali sulle emissioni di NOx (ossidi di azoto) delle proprie vetture a

<sup>36</sup>[https://static1.squarespace.com/static/5df776f6866c14507f2df68a/t/6343d209f5c3127a270a017c/1665389078383/CSR+Europe\\_Barometer+2022.pdf](https://static1.squarespace.com/static/5df776f6866c14507f2df68a/t/6343d209f5c3127a270a017c/1665389078383/CSR+Europe_Barometer+2022.pdf)

gasolio, all'epoca conformi alla normativa Euro 5. Il software era programmato per rilevare quando la vettura fosse sottoposta a test, poiché per superarlo si sarebbe azionata una riduzione delle prestazioni e delle relative emissioni.

Di seguito, nel grafico sotto è possibile notare come il titolo Volkswagen ha presentato un crollo a seguito dello scandalo, impiegando ben 6 anni per tornare ai livelli precedenti il Dieselpgate, anche se, da come è possibile vedere, il titolo è sceso nuovamente.

**Figura 2.2: Andamento titolo Volkswagen dal 31/1/2011 al 02/02/2023**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

Questo titolo è dimostrazione del fatto che le controversie ESG impattano negativamente sulla performance finanziaria di un'azienda, andando a lederla immediatamente a seguito della cattiva notizia in circolazione e permettendo una ripresa molto lenta, prolungata negli anni.

### 2.1.3 Rating ESG: le metriche delle aziende non coincidono sempre

I rating sono degli indicatori di performance di un'azienda, in particolare quelli ESG servono agli investitori come quadro valutativo della capacità di affrontare le sfide ambientali e sociali, nonché di gestire in modo efficiente e responsabile le proprie attività.

La spinta che ha portato numerose aziende a far valutare il proprio profilo ESG è data dalla maggiore attenzione dimostrata dagli investitori sulla questione, di conseguenza un miglior score ESG garantisce un miglior accesso al capitale.

I rating di sostenibilità sono elaborati da agenzie specializzate<sup>37</sup> che analizzano una serie di fattori, tra cui la gestione delle risorse ambientali, la diversità e l'inclusività, la trasparenza e la responsabilità nella gestione dei conflitti di interesse<sup>38</sup>. Queste agenzie utilizzano una combinazione di fonti qualitative e quantitative per valutare le prestazioni aziendali e fornire un punteggio che viene utilizzato per classificare le aziende. I dati necessari per l'attribuzione dei punteggi ESG vengono raccolti attraverso documenti aziendali, informazioni pubbliche, dati forniti dalle autorità, o vengono effettuati sopralluoghi direttamente dall'agenzia incaricata presso l'azienda.

---

<sup>37</sup> Le agenzie di rating sono degli istituti intermediari tra gli enti che emettono titoli azionari (aziende, Stati, società pubbliche) e gli investitori (privati o istituzionali). Sono soggetti esterni e indipendenti che emettono rating, ossia un giudizio sulle capacità di una società di pagare o meno i propri debiti.

<sup>38</sup> [https://www.equita.eu/static/upload/02\\_/02\\_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi\\_vf.pdf](https://www.equita.eu/static/upload/02_/02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf)



I fattori utilizzati per l'analisi, come abbiamo già visto, sono molteplici ed ogni società di rating può decidere quali utilizzare, arrivando, così, a delle valutazioni diverse per la stessa azienda, ed è per questo motivo che spesso gli investitori consultano più di un rating ESG. Inoltre, contrariamente ai rating finanziari in cui il legislatore prevede l'obbligo di trasparenza, le agenzie di rating tendono a selezionare i criteri di valutazione in modo abbastanza soggettivo e difficilmente accessibili agli investitori, in quanto i temi ESG sono ancora in fase di definizione. Prendiamo ad esempio le azioni della società cinese Kweichow Moutai, produttrice di liquori e bevande, ha ottenuto un "AA" dall'agenzia Sino-Securities, ma un "C+" da SynTao Green Finance per la sua performance ESG nel 2020<sup>39</sup>.

Una delle prime agenzie di rating è Sustainalytics, una società di analisi dati sulla sostenibilità. Nel 2016 viene acquisita da Morningstar<sup>40</sup> ed inizia, successivamente, ad emettere rating di sostenibilità, fornendo un punteggio per il rischio ESG (c.d. ESG risk rating), il quale da informazioni di quanto una società è attenta ai parametri ESG e un punteggio alto è indicazione di una bassa attenzione.

Un'altra agenzia di rating è Refinitiv, il cui punteggio ESG è costruito su più di 630 parametri, che di anno in anno vengono selezionati ed inseriti in un modello per effettuare l'analisi. Il metodo di rating ESG Thomson Refinitiv si basa su due livelli: il primo analizza i comportamenti aziendali e la rendicontazione disponibile

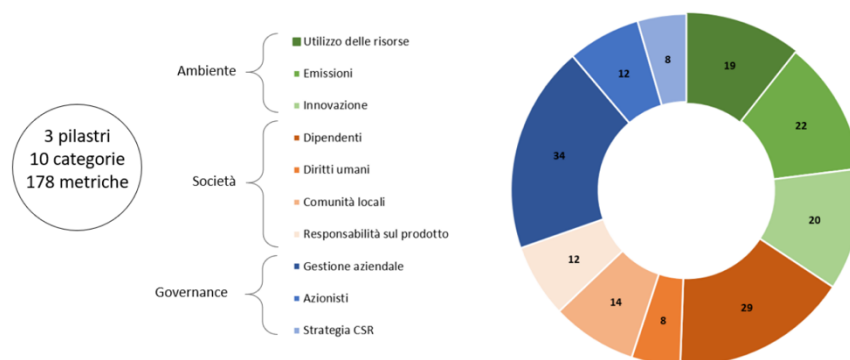
---

<sup>39</sup> Frontiers in Psychology, "Quantitative ESG disclosure and divergence of ESG ratings", 5 Agosto 2022, a cura di Mark Anthony Camilleri, pag. 2.

<sup>40</sup> Morningstar nasce come uno dei principali provider di informazioni finanziarie.

per misurare le performance ESG delle aziende (score ESG) e il secondo determina lo score ESG combinato sottraendo un punteggio relativo alle eventuali controversie che hanno visto coinvolta l'impresa in analisi. Il punteggio si articola in 12 classi, da D- ad A+, che stanno a significare un ordinamento percentile. Nel 2019 questo metodo, per effettuare l'analisi, ha preso in considerazione 178 metriche, delle 630 citate in precedenza, riferite ai 3 pilastri (E, S, G), divise in 10 macrocategorie.

**Figura 2.3: Impianto valutativo ESG: Pilastri, Categorie e Metriche**



**Fonte: Equita, Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI, 2019, pag. 14**

*Ad ogni categoria viene poi assegnato lo score tenendo conto di tre fattori:*

- *il numero di aziende peggiori dell'azienda in questione*
- *il numero delle aziende con egual punteggio*

- *il numero delle aziende valutate, relativamente alla metrica in questione e alla classe di benchmark<sup>41</sup>.*

$$\text{Score} = \frac{n. \text{ aziende con punteggio inferiore} + \frac{n. \text{ aziende con stesso punteggio}^*}{2}}{n. \text{ aziende totali}^{**}}$$

*\*compresa l'azienda in analisi*

*\*\*ovvero numero di aziende valutate nella classe di benchmark rispetto alla metrica in analisi.*

Per quanto riguarda le controversie, vengono presi in considerazione ventitré fattori e si valuta se la società in questione ha avuto una controversia grave nell'ultimo anno fiscale in uno dei fattori. Il risultato finale sarà la media aritmetica tra i due punteggi se lo score per le controversie è inferiore allo score ESG, mentre si prende lo score ESG se questo è più basso dello score per le controversie.

**Tabella 2.1: Score combinato**

Score Controversie	Score ESG	Score Finale
50	52	51
50	48	48

**Fonte: Nostre elaborazioni**

Oltre alle due agenzie sopra citate, vi è anche Morgan Stanley Capital International (MSCI). La nota banca fondata da M. Stanley, nel 2010 incorpora la KLD<sup>42</sup>. Da

<sup>41</sup> [https://www.equita.eu/static/upload/02\\_02\\_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi\\_vf.pdf](https://www.equita.eu/static/upload/02_02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf)

<sup>42</sup> KLD è una società fondata a Boston nel 1988 ed è nata con l'intento di promuovere investimenti sostenibili.

quel momento, oltre ad offrire servizi finanziari, la MSCI emette delle valutazioni per indici ESG. Alla base della loro valutazione ci sono numerosi temi riguardanti la sostenibilità (cambiamento climatico, inquinamento, capitale umano, etc.) e l'agenzia assegna un punteggio fondato sull'analisi dei rischi e delle opportunità legati agli argomenti ESG, con l'idea che un cattivo comportamento possa trasformarsi in un costo inatteso in un futuro, mentre un'opportunità può essere capitalizzata nel lungo periodo, valutando, così, quanto bene un'azienda li sta gestendo. Anche qui l'approccio è quello di partire dai tre pilastri fondamentali, scomporli ed assegnare un punteggio ed un peso a ciascun fattore, in questo caso il punteggio va da CCC a AAA. La differenza fondamentale è che il rating di MSCI non vuole offrire una valutazione assoluta, ma relativa, rapportata ai peers di settore. In questo caso le controversie vengono analizzate con l'obiettivo di capire se sono presenti problemi strutturali nella capacità di gestione dei rischi dell'azienda. Come per rischi e opportunità, anche, un caso di controversia è ritenuto un campanello d'allarme di un problema che si concretizzerà in un futuro rischio materiale per l'azienda.

Come possiamo dedurre, quindi, la differenza dei rating forniti dalle diverse agenzie deriva dalla selezione dei fattori presi in considerazione dalle stesse.

**Figura 2.4: Confronto aspetti MSCI/Thomson Refinitiv**

PILASTRO	ASPETTO MSCI	ASPETTO Thomson Refinitiv
Ambiente	Cambiamento climatico	
	Risorse naturali	Utilizzo delle risorse
	Inquinamento e rifiuti	Emissioni
	Opportunità ambientali	Innovazione
Società	Capitale umano	Lavoratori
	Responsabilità sul prodotto	Responsabilità sul prodotto
	Contrasti con gli stakeholder	
	Opportunità sociali	Comunità locali
		Diritti umani
Governance	Corporate governance	
	Condotta aziendale	Gestione aziendale
		Azionisti
		Strategia di CSR

Fonte: Equita, *Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI, 2019, pag. 19*

Nel nostro caso, possiamo vedere come la Governance è l'elemento in cui le due agenzie fanno più distinzione, poiché i fattori presi in considerazione da MSCI si incentrano maggiormente sulla governance "classica", ad esempio la remunerazione dei manager, il codice etico di condotta ecc., mentre Thomson Refinitiv si concentra più sui diritti degli azionisti e sulla presenza di strategie CSR. Recentemente, numerosi studi<sup>43</sup> hanno provato a spiegare il motivo di queste divergenze sulla valutazione, prendendo in esame sei note agenzie di rating. Sono arrivati a dimostrare che non c'è uniformità nella definizione di CSR e nella sua misurazione.

Inoltre, Berg et al. (2022)<sup>43</sup> hanno provato a identificare le fonti che causano le divergenze sul rating ESG ed a scomporle in tre dimensioni. Secondo il loro studio, queste differenze sono il risultato di categorie non omogenee (*divergenza di*

<sup>43</sup> SSRN, "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings\*", a cura di Florian Berg, Julian F. Kölbel, Roberto Rigobon e MIT Sloan, presso University of Zurich, 15 Aprile 2022.

*portata*), della differenza negli indicatori utilizzati per misurare le stesse categorie (*divergenza di misurazione*) e della divergenza sui pesi assegnati all'importanza relativa delle categorie (*divergenza di ponderazione*).

È emerso che la divergenza di ambito e la divergenza di misurazione sono le cause principali che determinano le divergenze nei rating emessi.

Lo studio di Christensen et al. (2022)<sup>44</sup>, incentrato sull'importanza della divulgazione di notizie relative ai criteri di sostenibilità e sul modo di impattare la capacità delle agenzie di attribuire i rating, ha dimostrato che le stesse sono più in disaccordo nei giudizi forniti alle aziende di cui si dispone di molte informazioni. Il seguente risultato è abbastanza atipico, poiché generalmente un giudizio accurato e uniforme sul mercato deriva dal grande quantitativo di informazioni in circolazione. In realtà, questa è una possibile causa ricercata nella diversa attribuzione dei pesi alle categorie. Poiché, per assegnare uno rating ESG, le società di rating si basano sui dati messi a disposizione dalle imprese in analisi, più informazioni vengono messe a disposizione da queste ultime, più diverse società di rating possono prendere in considerazione dati differenti, arrivando ad una valutazione non omogenea.

---

<sup>44</sup> SSRN, “Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings\*”, a cura di Florian Berg, Julian F. Kölbel, Roberto Rigobon e MIT Sloan, presso University of Zurich, 15 Aprile 2022.

Le autorità di regolamentazione, tra cui la SEC e la Commissione europea, si dicono preoccupati per la scarsa precisione e conformità dei rating ESG.

La correlazione emersa tra le valutazioni delle diverse agenzie risulta molto bassa, tra lo 0,3 e 0,66, non sufficiente a garantire una buona uniformità<sup>45</sup>.

**Figura 2.5: Correlazioni tra rating ESG a livello di rating aggregato (ESG) e a livello di dimensione ambientale (E), dimensione sociale (S) e dimensione di governance (G)**

	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\*, a cura di Florian Berg, Julian F. Kölbl, Roberto Rigobon e MIT Sloan, 15 Aprile 2022, pag. 30**

Uno studio del MIT, Università di Boston, prende in considerazione le maggiori agenzie di rating e studia la coerenza nelle scelte di attribuzione del punteggio. Come si può vedere dalla figura, la correlazione media considerando tutti i fattori è bassa, ma è ancora più bassa considerandoli singolarmente. Se viene esaminata la governance, la correlazione tra alcune agenzie come, ad esempio, KLD e S&P diventa addirittura negativa, il che significa che più una delle due dà una valutazione positiva, più la valutazione dell'altra sarà negativa. Inoltre, la correlazione media del fattore G è totalmente trascurabile (il valore 0,3 indica una bassa correlazione

<sup>45</sup> SSRN, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings\*, a cura di Florian Berg, Julian F. Kölbl, Roberto Rigobon e MIT Sloan, presso University of Zurich, 15 Aprile 2022.

lineare). Guardando gli altri fattori (E, S e la combinazione di tutti e tre), la situazione non migliora di molto, infatti, il valore del coefficiente di correlazione non supera lo 0,55 in media, indicando una correlazione moderata.

Questo significa che i rating sono abbastanza scollegati fra loro, evidenziando ancora la differenza di scelta dei parametri per emettere giudizi, come dimostra la figura sotto.

Figura 2.6: Correlazioni dei punteggi di categoria per coppie di agenzie di rating

	SA MO	SA SP	SA RE	SA MS	MO SP	MO RE	MO MS	SP RE	SP MS	RE MS	Average
Access to Basic Services			0.44	-0.08						0.23	0.20
Access to Healthcare		0.58	0.73	0.67						0.7	0.61
Animal Welfare			0.62					0.4	0.55		0.62
Anti-competitive Practices						0.01	0.08			0.44	0.18
Audit	0.46		0.66			0.41					0.51
Biodiversity	0.61	0.7	0.34	0.41	0.55	0.35	0.4	0.36	0.33	0.27	0.43
Board	0.35		0.61	0.36		0.45	0.43			0.34	0.42
Board Diversity			0.75								0.75
Business Ethics		0.31	0.06	0.2				-0.05	-0.04	0.39	0.15
Chairperson-CEO Separation			0.59								0.59
Child Labor											
Climate Risk Mgmt.								0.42	0.5	0.32	0.41
Clinical Trials			0.5								0.50
Collective Bargaining	0.62		-0.05			0					0.19
Community and Society	-0.06	-0.14	-0.07		0.5	0.43		0.52			0.20
Corporate Governance									0.39		0.39
Corruption	0.53		-0.22	0.39		-0.1	0.47			-0.07	0.17
Customer Relationship	-0.07	-0.09	-0.06		0.49	0.43		0.42			0.19
Diversity	0.66		0.56			0.56					0.59
ESG Incentives		0.48									0.48
Electromagnetic Fields		0.41									0.41
Employee Development	-0.15	0.29	0.34	0.29	0.32	0.26	0.17	0.49	0.37	0.42	0.28
Employee Turnover		0.46									0.46
Energy	0.4	0.22	0.26	0.37	0.19	0.33	0.05	0.02	0.17	0.36	0.24
Environmental Fines			0.28								0.28
Environmental Mgmt. System			0.5								0.50
Environmental Policy	0.53	0.5	0.46		0.6	0.54		0.54			0.53
Environmental Reporting		0.52	0.25					0.37			0.38
Financial Inclusion				0.43							0.43
Forests											
GHG Emissions	0.25		0.28			0.47					0.33
GHG Policies		0.31	0.64					0.2			0.38
GMOs		0.46	0.61					0.01			0.36
Global Compact Membership			0.83								0.83
Green Buildings		0.22	0.19	0.55				0.18	0.34	0.34	0.30
Green Products	0.46	0.42	0.53	0.34	0.22	0.31	0.22	0.46	0.36	0.5	0.38
HIV Programs			0.75								0.75
Hazardous Waste		0.16	0.05	0.37				0.27	0.1		0.19
Health and Safety	-0.06	-0.07	-0.13	0	0.54	0.66	0.55	0.49	0.39	0.6	0.30
Human Rights	0.02	0.01	-0.04		0.43	0.41		0.45			0.21
Indigenous Rights			-0.22								-0.22
Labor Practices	0.43	0.28	0.24	0.16	0.53	0.35	0.3	0.24	0.19	0.36	0.31
Lobbying	-0.28	-0.34			0.41						-0.07
Non-GHG Air Emissions			0.45								0.45
Ozone-Depleting Gases			0.41								0.41
Packaging											
Philanthropy					0.42	0.27		0.16			0.28
Privacy and IT		0.16		0.33					0.31		0.27
Product Safety	-0.11	-0.12	-0.01	0.04	0.27	0.19	0.23	0.21	0.33	0.31	0.13
Public Health		0.55		0.13							0.31
Remuneration	0.65	-0.03	0.8	0.2	0.2	0.7	0.27	-0.02	0.1	0.26	0.31
Reporting Quality			0.47								0.47
Resource Efficiency		0.2	0.27					0.5			0.32
Responsible Marketing	0.39	0.53	-0.15		0.19	-0.02		-0.12			0.14
Shareholders						0.35					0.35
Site Closure		0.73									0.73
Supply Chain	0.6	0.53	0.56	0.54	0.56	0.55	0.46	0.51	0.34	0.34	0.50
Sustainable Finance		0.58	0.71	0.7				0.55	0.46	0.53	0.59
Systemic Risk									0.14		0.14
Taxes		0.25	0.02					0.03			0.10
Toxic Spills			0.21								0.21
Unions											
Waste					0.47	0.33		-0.24			0.19
Water	0.43	0.33	0.32	0.46	0.42	0.3	0.46	0.07	0.2	0.37	0.34
Average	0.30	0.29	0.34	0.33	0.41	0.34	0.31	0.27	0.30	0.36	

Fonte: SSRN, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings\*, a cura di Florian Berg, Julian F. Kölbel, Roberto Rigobon e MIT Sloan, 15 Aprile 2022, pag. 33



Come possiamo vedere ci sono dei criteri condivisi e tenuti in considerazione da tutti, come l'energia, l'acqua, lo sviluppo del lavoro, la catena di approvvigionamento e così via; altri che vengono esclusi totalmente, come il lavoro minorile o il packaging. Ci sono poi criteri che vengono utilizzati solo da alcune delle agenzie, ad esempio il fattore shareholders viene preso in considerazione solo da MSCI e Moody's ESG, o le emissioni di non-GHG solo da Sustainalytics e Refinitiv.

La differenza di valutazione e l'esclusione di criteri apparentemente importanti come il lavoro minorile, potrebbe scoraggiare la partecipazione al mercato di alcuni investitori sostenibili, che, non riuscendo a trovare una valutazione omogenea o completa, preferiscono non investire piuttosto che investire in qualcosa di cui non riescono a capire appieno l'effettiva sostenibilità.

C'è da dire però, che chi investe in strumenti finanziari sostenibili deve tenere in considerazione che l'importanza attribuita alle diverse categorie dipende anche e soprattutto dal settore di appartenenza. Ad esempio, per valutare un intermediario finanziario, che ha tipicamente un impatto ambientale basso, le componenti di governance e sociale avranno un peso maggiore. La componente E avrà un peso maggiore per aziende manifatturiere che operano in settori a stretto contatto con l'ambiente, come il chimico o il petrolifero, che generalmente hanno un impatto ambientale elevato. Questa modalità di attribuzione dei pesi da parte delle agenzie di rating mira a premiare comportamenti virtuosi delle imprese all'interno di un

determinato settore. La libertà che hanno le agenzie nell'attribuire pesi, decidere quali fattori includere e quali no, e la conseguente mancanza di uniformità si riflettono nella difficoltà di allocazione del capitale dell'investitore, che, a differenza dei rating tradizionali in cui c'è una valutazione piuttosto coerente, si trova davanti diversi giudizi per la stessa impresa, molto spesso tra loro discordanti.

## **2.2 STRATEGIE DI INVESTIMENTO ESG**

Nel 2012, l'Eurosif ha pubblicato l'European Sri study in cui si identificano sette principali strategie, ognuna con un proprio obiettivo da raggiungere e con proprie modalità di considerazione dei fattori ESG nella scelta degli investimenti. Sono strategie che non si escludono a vicenda, con la possibilità di implementarle singolarmente o in maniera combinata nelle operazioni di gestione dei portafogli.

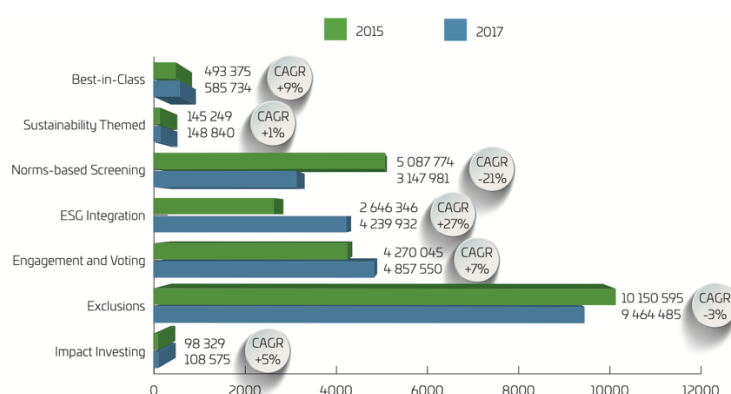
Secondo il rapporto dell'Eurosif del 2018, è possibile notare la presenza, in tutte le strategie, di tassi di crescita annuale composti (CAGR) positivi, ma, nonostante ciò, vi sono alcuni leader chiari<sup>46</sup>. La strategia che ha rilevato una maggiore crescita, nell'anno in analisi, è quella caratterizzata dall'integrazione dei fattori ESG nei processi di costruzione del portafoglio, con una CAGR del 27% dal 2015 al 2017. In secondo luogo, ha presentato grandi risultati l'engagement e voting, con una crescita del 7% raggiungendo una cifra di quasi 5 trilioni, la più vicina alla strategia

---

<sup>46</sup> <https://www.eurosif.org/news/eurosif-2018-sri-study-is-out/>

delle esclusioni, la quale, invece, ha presentato una decrescita del 3%. Infine, una cifra che cade immediatamente sotto l'attenzione dei lettori è il CAGR dei norms-based screening, del -21%.

**Figura 2.7: Le strategie ESG in Europa**



**Fonte: Eurosif, European SRI Study, 2018**

### 2.2.1 Screening etico-negativo

*Lo screening utilizza una serie di filtri per determinare quali aziende, settori o attività sono ammissibili o non idonei ad essere inclusi in un portafoglio specifico<sup>47</sup>.*

Ha una lunga storia, in quanto era già utilizzata all'inizio del XVIII secolo, quando quaccheri e metodisti decisero di prendere scelte di investimento in linea con i loro codici morali, escludendo i settori controversi. Ed è per questo che rimane uno degli

<sup>47</sup> <https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening/5834.article>

Per un maggiore approfondimento delle norme di riferimento si rimanda alla lettura dei principi internazionali stabiliti da organismi internazionali come "OECD Guidelines for Multinational Enterprises", "ILO Tripartite Declaration of Principles", "UN Global Compact" e "UN Draft Human Rights Norms for Business".

approcci più utilizzati per attuare una politica di investimento ESG, sperimentando una crescita esponenziale, ed è spesso utilizzato da investitori istituzionali.

In particolare, consiste nell'escludere, dal proprio portafoglio di investimento, le aziende che operano in settori non coerenti con gli standard normativi internazionali o con criteri specifici, quali armi, pornografica, tabacco, giochi d'azzardo, test sugli animali, gli ogm e il nucleare. *Le esclusioni possono essere applicate a livello di fondo individuale o di mandato, ma sempre più anche a livello di gestore patrimoniale o proprietario di attività, attraverso l'intera gamma di attività.*

*Questo approccio è anche indicato come esclusioni etiche o basate sui valori, poiché i criteri di esclusione sono in genere basati sulle scelte fatte dai gestori patrimoniali o dai proprietari di beni<sup>48</sup>.*

Escludere un settore dal proprio portafoglio, porta un soggetto a disinvestirci e un altro soggetto ad investirci; questo a dimostrazione del fatto che affinché una strategia di esclusione sia significativa deve esser applicata insieme al processo di engagement e voting.

Tale strategia veniva usata anche dai primi fondi etici, nati negli anni '60 e '70, in quanto offrivano a chi era credente la possibilità di investire in prodotti non in contrasto con la loro religione, in linea con i propri principi di fede, generando rendimenti etici o morali.

---

<sup>48</sup> <https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/>

Prima di effettuare una selezione negativa degli investimenti, il Forum per la Finanza Sostenibile detta una serie di requisiti da rispettare: trasparenza della metodologia di analisi ESG e delle fonti di dati ESG, fornire una lista dei criteri ESG negativi e una lista dei settori che si intende escludere<sup>49</sup>.

Da come si può notare nel grafico sopra, le esclusioni diminuiscono dal 2015 al 2017, ma, nonostante ciò, si registra una crescita significativa in Inghilterra, in Germania, in Spagna, in Polonia, in Austria, in Francia e in Italia, la quale raggiunge quasi 1,5 trilioni di AuM, con una crescita del 154%. Un importante calo degli AuM si verifica in Danimarca, del 31%, e nei Paesi Bassi, del 35%<sup>50</sup>.

### 2.2.2 Norms-based screening

La seguente strategia è uno dei modi in cui può essere fatto uno screening. È definita letteralmente come screening basato su convenzioni internazionali.

Consente agli investitori di selezionare le società che rispettano gli standard e le norme internazionali di riferimento, come quelle *definite in sede OCSE, ONU o dalle Agenzie ONU (tra cui ILO, UNEP, UNICEF, UNHCR): ad esempio, il Global*

---

<sup>49</sup> I requisiti sopra citati sono una parte dei requisiti richiesti dal FFS, presenti al seguente link: [http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903\\_Posizione\\_ufficiale\\_SRI\\_FFS.pdf](http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903_Posizione_ufficiale_SRI_FFS.pdf)

<sup>50</sup> Eurosif, European Sri Studi, 2018, con riferimento al grafico di pag. 23

*Compact delle Nazioni Unite*<sup>51</sup>, *le Linee Guida dell'OCSE sulle multinazionali*, *le Convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro*<sup>52</sup>.

Questa strategia può essere utilizzata autonomamente o in combinazione con altre strategie, quali l'engagement o l'esclusione, qualora vi siano imprese in portafoglio in contrasto con le norme di riferimento. Nel primo caso, si può indurre l'impresa stessa ad adeguarsi a queste norme modificando il proprio comportamento, oppure, nel secondo caso, ad escludere direttamente il titolo dal portafoglio (ad esempio, è possibile escludere aziende coinvolte in produzione di armi, tabacco o pornografia). NBS ha registrato una crescita sistemica negli ultimi anni, registrando però una discesa non indifferente dal 2015 al 2017, la quale è influenzata dalla diminuzione verificatasi, anche, nella strategia delle esclusioni.

### 2.2.3 Best in Class (BiC) - screening positive

Lo screening positive consente agli investitori di selezionare le aziende più performanti con un miglior punteggio ESG all'interno di un settore industriale, e la si può applicare a tutti i settori compresi quelli controversi.

Questo approccio include Best-in-Class, Best-in-Universe e best-effort. Nel primo caso, un portafoglio BIC include aziende in grado di soddisfare congiuntamente una valutazione ESG e una valutazione finanziaria. A differenza di un portafoglio

---

<sup>51</sup> Con il Global Compact delle Nazioni Unite si fa riferimento ai suoi dieci principi riguardanti i diritti umani, il lavoro, l'ambiente e la lotta alla corruzione.

<sup>52</sup> Un progetto del Forum per la Finanza Sostenibile: <https://investiresponsabilmente.it/cose/>

appena citato, in cui è possibile confrontare aziende che operano in tutti i settori, nella categoria Best-in-Universe non è possibile fare un confronto così ampio tra tutte le classi di attività.

Per fare un esempio di tale strategia, è possibile prendere a riferimento lo Standard & Poor 500, un indice azionario costituito da 500 aziende statunitensi a maggiore capitalizzazione, a questo paniere di titoli si applica lo screening positivo, che permette di selezionare solo aziende con un maggiore rating ESG, riducendo così l'elenco dei titoli da 500 a 250 o anche meno. Questo fa capire che se si applica la seguente strategia si andrà a ridurre il paniere di titoli preso a riferimento.

Fino al 2017, Best-in-Class ha registrato un tasso di crescita annuale composto pari al 20%, raggiungendo oltre 585 miliardi<sup>53</sup>. Ciò è dimostrazione del fatto che gli investitori hanno un maggiore interesse nella selezione dei titoli valutando i parametri ESG, scegliendo i migliori, e non più escludendo i peggiori.

La seguente limitazione, che permette di selezionare solo aziende migliori, coerentemente con quanto affermato dalla letteratura, presente nel capitolo successivo, permette di generare un miglior rapporto rischio-rendimento.

---

<sup>53</sup> Eurosif, European Sri Studi, 2018.

#### 2.2.4 Integrazione ESG

*L'integrazione ESG consiste nell'inclusione esplicita e sistematica dei fattori ESG nell'analisi finanziaria tradizionale<sup>54</sup> e nelle decisioni di investimento.*

In questo caso, si valuta l'impatto dei fattori ESG sulle performance finanziarie delle aziende, che a loro volta impattano le decisioni di investimento. Anche in questo processo, come nel precedente, è possibile godere di un miglior rapporto rischio-rendimento, poiché, generalmente, tendono a ridurre i rischi a cui un portafoglio è esposto, aumentandone a sua volta l'efficienza finanziaria, tutto ciò con un impatto sull'ambiente, sul social e sulla governance sempre più positivo.

Particolarmente importante è capire quale tematica ESG si intende rispettare nella composizione del proprio portafoglio, poiché in base ad essa si andranno a scegliere le aziende con migliori punteggi ESG in quel determinato ambito. Inoltre, i parametri da rispettare sono tre. Il primo è il parametro ambientale, riferito al rispetto che l'azienda ha nei confronti dell'ambiente: emissioni di gas serra, energie rinnovabili, efficienza energetica, inquinamento chimico, gestione dei rifiuti, ecc.

Il secondo è il parametro sociale, ossia l'impatto dell'azienda sulla società: miglioramento della salute e dell'istruzione, questioni legate al posto di lavoro, rispetto dei diritti umani e l'uguaglianza sociale. E per terzo, il parametro di governance, inteso come: la qualità della gestione, la cultura, il profilo di rischio, la

---

<sup>54</sup> Forum per la Finanza Sostenibile, "L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi", 3 settembre 2014, pag. 3



responsabilità del consiglio di amministrazione, il rispetto dei principi di rendicontazione trasparente, la corruzione. Questo parametro è particolarmente importante poiché fornisce agli osservatori un'idea sull'identità aziendale, nel caso in cui l'idea è negativa ciò impatterà sulla reputazione della stessa.

### 2.2.5 Impact investing

La strategia dell'impact investing, applicata sia nei mercati emergenti che in quelli sviluppati, ha lo scopo di implementare investimenti che hanno un impatto positivo sociale e ambientale, tenendo conto anche del rendimento finanziario.

Questo approccio è l'ultimo nato, ma si sta aggiudicando un grandissimo successo negli ultimi anni. Si differenzia dai precedenti per il fatto che si focalizza in primis sull'impatto positivo sullo sviluppo sostenibile, piuttosto che sul ritorno economico che potrebbe ottenere dagli investimenti effettuati.

La definizione di Impact investing è nata all'inizio degli anni 2000, esattamente nel 2007, coniata da Jp Morgan in occasione del Bellagio Summit tenutosi negli Stati Uniti ed organizzato dalla Fondazione Rockefeller. Occorre non confondere, però, la seguente espressione con la filantropia, ossia una donazione a fondo perduto.

La definizione di investimento a impatto più diffusa è quella elaborata dal GIIN-Global Impact Investing Network, alla quale sono stati aggiunti degli elementi fondamentali che fungono da perimetro per svolgere la seguente strategia: volontarietà di arrecare un impatto positivo sociale e all'ambiente, progettazione

dell'investimento sulla base di dati veritieri ed affidabili e capacità di gestire e misurare l'andamento dell'investimento al fine di generare un beneficio per l'ambiente e la società.

*Il crescente impatto del mercato degli investimenti fornisce capitale per affrontare le sfide più urgenti del mondo in settori come l'agricoltura sostenibile, le energie rinnovabili, la conservazione, la microfinanza e servizi di base accessibili e accessibili, tra cui alloggio, assistenza sanitaria e istruzione<sup>55</sup>.*

#### 2.2.6 Investimento sostenibile-tematico

Un'ulteriore strategia è l'investimento a tema di sostenibilità e, da come si può dedurre dalla terminologia, indica investimenti in aree legate alla sostenibilità: efficienza energetica, salute, energia rinnovabile, contrasto al cambiamento climatico, trasporto sostenibile, l'uso del terreno, agricoltura.

Dalla relazione di Eurosif del 2018, si nota la presenza di due temi predominanti, quali il cambiamento climatico e i fondi a tema idrico (in relazione alla grande minaccia riguardante la scarsità di acqua). I seguenti sono correlati, in quanto la siccità porta a una riduzione stessa dell'acqua, ed è appunto per questo che *la Banca europea per gli investimenti, ad esempio, ha individuato la gestione integrata delle risorse idriche e l'adattamento ai cambiamenti climatici come obiettivi chiave per*

---

<sup>55</sup> <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

*le future operazioni di prestito ed è diventata la più grande fonte di prestito al settore idrico globale fino ad oggi*<sup>56</sup>.

Per quanto riguarda la crescita negli anni della seguente strategia si identificano come maggiori contribuenti, del 2015, la Francia, con la più alta crescita osservata nell'anno, e i Paesi Bassi; invece, nel 2017, si è verificato un aumento repentino dei seguenti investimenti in Italia, Belgio e Spagna.

Il suddetto approccio è un modo di fare investimenti a basso rischio complessivo e con volatilità ridotta, non solo per la ricerca di aziende competitive in settori caratterizzati da una crescita strutturale, ma anche grazie all'inclusione dei green bond all'interno della seguente categoria di investimenti.

#### 2.2.7 Engagement e Voting

L'Engagement e Voting è una strategia a lungo termine ed è alquanto complessa, poiché non ci si limita ad investire il proprio capitale, ma permette all'investitore di avere una gestione attiva all'interno della società in cui investe, poiché cerca di avere un dialogo con il management su questioni di sostenibilità (soft engagement) e di esercitare il diritto di voto nell'assemblea degli azionisti (hard engagement).

È la seconda strategia più popolare dopo le esclusioni, con un totale di AuM pari a 4,8 trilioni alla fine del 2017<sup>57</sup>. Il più grande player è il Regno Unito con 2,8 trilioni

---

<sup>56</sup> Eurosif, European Sri Studi, 2018, pag. 19

<sup>57</sup> Eurosif, European Sri Studi, 2018, pag. 22

di euro investiti, seguito dalla Svezia e dai Paesi Bassi, anche l'Italia presenta una crescita notevole dal 2015 al 2017.

Questo approccio porta risultati se il management risulta essere collaborativo con gli investitori, mettendo anche da parte un rendimento personale di breve periodo. Al contrario, possono sorgere problemi se il management risulta essere ostile al cambiamento e non accettando le proposte avanzate dagli shareholders.

Alla base della seguente strategia vi è il rapporto fiduciario fra le parti interessate. In primis la relazione tra l'investitore istituzionale ed il cliente, poiché quest'ultimo deve essere d'accordo con le idee del fondo. In secondo luogo, deve instaurarsi un rapporto di fiducia anche tra l'organo amministrativo dell'azienda e gli azionisti, in quanto gli investitori dovranno guidare le stesse società verso una migliore gestione interna più orientata alla sostenibilità.

### **2.3 FATTORI DI RISCHIO ESG PIÙ RILEVANTI**

Negli ultimi anni è emerso che una non curanza degli aspetti sociali ed ambientali espone le aziende a rischi non trascurabili, sia dal punto di vista delle conseguenze che gli stessi hanno sull'azienda che da quello della reputazione.

Per questi motivi la Commissione Europea sta cercando di far convogliare capitali in aziende che hanno un buon punteggio ESG, affinché si favorisca uno sviluppo sostenibile.

In questo paragrafo verranno presentati i rischi principali di un investimento ESG, partendo dal Greenwashing, continuando con il rischio reputazionale e per ultimo il rischio di transizione.

Il primo è probabilmente il più famoso, è stato causa di innumerevoli scandali, come il caso Deutsche Bank<sup>58</sup>, ed è la pratica con cui le aziende si dichiarano eco-friendly quando in realtà non prestano attenzione ai fattori ESG. Il secondo è il rischio di flessione degli utili per via di una percezione negativa dell'azienda. L'ultimo è un rischio legato alla perdita di denaro dovuta allo spostamento di capitale da un investimento "tradizionale" ad uno più sostenibile sotto il punto di vista aziendale.

### 2.3.1 Greenwashing

*“Greenwashing: Strategia di comunicazione o di marketing perseguita da aziende, istituzioni, enti che presentano come ecosostenibili le proprie attività, cercando di occultarne l'impatto ambientale negativo<sup>59</sup>”.*

Il Greenwashing fa riferimento ad un insieme di pratiche volte a modificare, solo all'apparenza, l'identità aziendale (identity-washing), nascondendo gli aspetti più controversi dal punto di vista della sostenibilità. Infatti, il rischio di Greenwashing emerge tipicamente nel periodo che intercorre tra l'annuncio che l'azienda

---

<sup>58</sup> L'unità di gestione patrimoniale DWS di Deutsche Bank è stata accusata di falsificazione delle credenziali "verdi" degli investimenti, poiché i fattori ESG sono stati presi in considerazione solo in un numero limitato di investimenti, ma è stato affermato il contrario.

<sup>59</sup> Definizione Treccani

intraprenderà delle azioni in linea con i principi di sostenibilità e l'implementazione delle pratiche socialmente responsabili, con successiva comunicazione dei risultati ottenuti. Si realizza, principalmente, attraverso due tecniche di comunicazione simbolica (Suddaby e Greenwood, 2005<sup>60</sup>; Marquis e Toffler, 2012<sup>61</sup>):

- Il decoupling (sdoppiamento), ossia la parvenza di rispondere alle richieste presentate dalle parti interessate senza modificare le pratiche organizzative;
- L'attention deflection (deviazione dell'attenzione), vale a dire porre l'attenzione su pratiche (autocertificazioni, disclosure, selettive, ecc.) che dimostrano l'impatto positivo della propria attività, per distogliere lo sguardo da performance poco etiche e non sostenibili.

In particolare, nei casi più frequenti di Greenwashing, la comunicazione presenta le seguenti caratteristiche: non vi sono informazioni o dati puntuali che supportino quanto dichiarato, le informazioni e i dati vengono dichiarati come certificati mentre invece non sono riconosciuti da organi autorevoli, vengono enfatizzate delle singole caratteristiche di quanto comunicato, le informazioni sono generiche al punto da creare confusione nei consumatori, possono essere utilizzate etichette false o contraffatte, infine, sono riportate affermazioni ambientali non vere.

---

<sup>60</sup> "Rhetorical strategies of legitimacy", *Administrative Science Quarterly*, vol. 50

<sup>61</sup> "When Do Firms Greenwash? Corporate Visibility, Civil Society Scrutiny, and Environmental Disclosure", Harvard Business School Organizational Behavior Unit Working Paper, 2015, disponibile presso SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1836472>.

Gli obiettivi principali delle aziende che praticano questa strategia sono due: valorizzare la reputazione ambientale dell'impresa e ottenere i benefici in termini di fatturato. Più precisamente, lo fanno per cercare di migliorare la loro immagine, dando un'idea positiva dell'azienda sotto il profilo ambientale e attraendo il consumatore che si potrebbe immedesimare nella filosofia, in realtà inesistente, di queste imprese. Per fare un esempio, un'azienda potrebbe dire di impiegare prodotti riciclati o adottare processi produttivi sostenibili, quando in realtà non è così, oppure vantarsi di aver adottato nuove pratiche sostenibili che in realtà ne mascherano altre che vanno a contraddire l'impegno adottato.

Questo fenomeno ha radici profonde nel tempo, il primo a parlarne fu l'ambientalista statunitense Jay Westerveld<sup>62</sup>, che utilizzò questo termine nel 1986 per stigmatizzare la pratica delle catene alberghiere che facevano leva sull'impatto ambientale del lavaggio della biancheria per invitare gli utenti a ridurre il consumo di asciugamani, nascondendo in realtà una motivazione legata al risparmio economico.

Il fenomeno del Greenwashing si è intensificato negli anni e grandi aziende americane nel settore chimico-petroliero, come ad esempio Chevron o DuPont, cercarono di spacciarsi come eco-friendly allo scopo di distogliere l'attenzione

---

<sup>62</sup> [https://link.springer.com/referenceworkentry/10.1007/978-3-642-28036-8\\_104](https://link.springer.com/referenceworkentry/10.1007/978-3-642-28036-8_104)

dalle pratiche tutt'altro che responsabili che in realtà l'azienda aveva in essere e che stavano causando danni significativi per l'ambiente.

Dopo questi episodi è diventato sempre più popolare il termine Greenwashing, letteralmente 'lavaggio nel verde', parola che deriva da "green", verde, utilizzato per indicare qualcosa di ecologico, e "whitewash", insabbiare. Le aziende colpevoli di Greenwashing si proclamano sensibili ai temi ambientali pur non essendolo, dichiarando di seguire un processo lavorativo ecosostenibile con l'unico obiettivo di distogliere l'attenzione da altre dinamiche aziendali in realtà ben poco green.

Nel corso degli anni i casi di Greenwashing sono aumentati notevolmente, citandone alcuni italiani: Ferrarelle e acqua San Benedetto. Entrambe sono state sanzionate dall'antitrust per pubblicità ingannevole, poiché le loro campagne di marketing erano incentrate sulla possibilità di produrre le bottiglie impiegando meno plastica per quanto riguarda San Benedetto, o compensando le emissioni per la produzione, nel caso di Ferrarelle. Dopo le indagini si è scoperto che in realtà le affermazioni delle aziende non erano vere, svelando le pratiche di Greenwashing messe in atto.

La Federal Trade Commission (FTC)<sup>63</sup> è la prima a stilare, nei primi anni del duemila, delle linee guida per l'utilizzo di environmental marketing claims che impongono alle aziende chiarezza e trasparenza.

---

<sup>63</sup> <https://www.ftc.gov>



In Italia, fino al 2014, non esisteva un riferimento legislativo specifico per il Greenwashing ma il controllo era affidato all'Antitrust sotto la disciplina della "pubblicità ingannevole". Nel marzo 2014, l'Istituto Autodisciplina Pubblicitaria<sup>64</sup> ha pubblicato la 58° edizione del Codice di Autodisciplina della Comunicazione Commerciale, che propone un primo riferimento all'abuso di diciture che richiamino la tutela ambientale. Oggi il Greenwashing in Italia viene considerato pubblicità ingannevole ed è controllato dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e sanzionato dai due istituti sopra citati. In passato sono state già emesse diverse sentenze di condanna per alcune aziende che facevano uso del Greenwashing, come la Snam, che è stata condannata nel 1996 per il suo slogan "Il metano è natura", oppure contro la San Benedetto, la Ferrarelle e la Coca Cola, prima citati.

In conclusione, per accertare la veridicità della reale sostenibilità delle aziende in tema di ecosostenibilità occorre verificare la presenza di certificazioni ambientali, come gli standards EMAS (standard europeo che prevede la pubblicazione di una "dichiarazione ambientale" che tenga conto di vari parametri) e ISO 14001 (riferimento internazionale per linee guida e i requisiti minimi per ottenere una certificazione), ma anche il GRS, ovvero Global Recycled Standard per quanto

---

<sup>64</sup> L'Istituto dell'Autodisciplina Pubblicitaria, l'autorità italiana per gli standard pubblicitari, è un organismo privato che dal 1966 regola la pubblicità per garantire che le informazioni impartite ai consumatori siano corrette e che le imprese competano in modo equo. Le regole sono stabilite nel Codice di autoregolamentazione della pubblicità e sono applicate dal comitato di revisione e dalla giuria. Per ulteriori informazioni consultare il sito: <https://www.iap.it/about/?lang=en>

riguarda chi si occupa di materiali riciclati. Questi strumenti di marcatura ed etichettatura dimostrano l'aderenza delle aziende ai regimi di tutela ambientale e risparmio energetico. Inoltre, a tutto ciò, ricevere una sanzione per questo tipo di pratica comporta anche un danno reputazionale non indifferente, con conseguente perdita di fatturato.

### 2.3.2 Rischio reputazionale

Per dare la definizione del rischio reputazionale ci si avvale dell'enunciazione presentata da Banca d'Italia e, di seguito, quella di Bennet e Kottasz (2000).

*“Il rischio reputazionale è il rischio attuale o prospettico di flessione degli utili o del capitale derivante da una percezione negativa dell'immagine dell'azienda da parte di clienti, controparti, azionisti, investitori o autorità di vigilanza.”*<sup>65</sup>

*“La reputazione di un'organizzazione è la fusione di tutte le aspettative, percezioni ed opinioni sviluppate nel tempo da clienti, impiegati, fornitori, investitori e vasto pubblico in relazione alle qualità dell'organizzazione, alle caratteristiche e ai comportamenti, che*

---

<sup>65</sup> <https://www.bancaditalia.it/?dotcache=refresh>

*derivano dalla personale esperienza, il sentito dire o l'osservazione  
delle passate azioni dell'organizzazione”<sup>66</sup>*

Dalla seguente definizione, di Bennet e Kottasz, possiamo dedurre che non c'è un'unica percezione della reputazione, ma è diversa a seconda dei portatori di interesse ed è molto influenzata dall'esperienza di questi ultimi con l'azienda stessa. Si può desumere che la reputazione non è appannaggio dell'impresa, non appartiene ad essa e, conseguentemente, alla determinazione della sua nozione concorrono in maniera decisiva i comportamenti, le azioni e le decisioni prese dall'impresa. Ne consegue che ogni momento di contatto diretto o indiretto tra consumatori, fruitori di servizi erogati, acquirenti dei prodotti e l'impresa, porta ad un'esposizione di quest'ultima ad un rischio reputazionale. Anche se è un rischio di secondo livello, dato che è un rischio legato ad altri rischi, quali il rischio operativo o il rischio legale, il rischio di reputazione deve essere una delle preoccupazioni principali per molte aziende, poiché può avere un impatto significativo sulla loro attività e sul loro valore di mercato. Esso si verifica quando un'azienda subisce danni alla propria immagine, causati da una serie di fattori, come ad esempio scandali, controversie, problemi ambientali, questioni di diversità e inclusione e molto altro. Al giorno d'oggi, con l'avvento di internet e dei contenuti generati dagli utenti, la diffusione di notizie che possono ledere la reputazione di un'azienda può essere molto rapida

---

<sup>66</sup> Disponibile presso: <https://www.unipol.it/it/la-nostra-identita/reputation-management/building-protection>

e di conseguenza la perdita della propria reputazione può avvenire in modo repentino, con un rischio concreto di danni, anche molto estesi, al brand, oltre che agli utili e al capitale.

Altri impatti negativi apportati all'azienda sono: la perdita di clienti, la difficoltà nel reclutare nuovi dipendenti, la riduzione del valore dell'azienda e la difficoltà nel raccogliere fondi, in casi estremi può anche causare la chiusura dell'azienda stessa.

La società di relazioni pubbliche Weber Shandwick, in collaborazione con KRC Research, ha intervistato 2.227 dirigenti di azienda in tutto il mondo<sup>67</sup>. Dal sondaggio è emerso che i dirigenti attribuiscono, in media, il 63% del valore complessivo di mercato della loro azienda alla reputazione, ed è appunto per questo che per prevenire tale rischio le imprese devono essere proattive nel gestire la loro immagine. Le possibili azioni da svolgere per far ciò sono, ad esempio, la comunicazione trasparente e onesta con i propri clienti e dipendenti, la promozione di pratiche aziendali etiche e sostenibili, e la creazione di una cultura aziendale inclusiva e rispettosa. Vi sono diversi esempi di società gravemente danneggiate a seguito di eventi che hanno minato la loro reputazione, di seguito se ne citano due: Ryanair a Nestlé. Per Ryanair i problemi sono arrivati quando un anziano, durante un volo di linea del 2018 Barcellona-Londra, si è rifiutato di far sedere una donna

---

<sup>67</sup> Weber Shandwick, "The state of corporate reputation in 2020: everything matters now", 27 Gennaio 2020

per via del colore della sua pelle. La critica rivolta alla compagnia aerea è stata non tanto per l'evento in sé, del tutto imprevedibile, ma per la gestione della situazione. Gli steward a bordo dell'aereo hanno invitato la signora a cambiare posto, invece che tacitare o far scendere l'uomo dall'aereo. Questo comportamento è stato criticato causando un grave danno reputazionale alla società, costretta a scusarsi pubblicamente, oltre che a denunciare l'accaduto alla polizia, per evitare conseguenze più gravi. Il suddetto caso rientra tra le varie controversie ESG, in particolar modo nel fattore Social, e questo, oltre a ledere l'immagine della società, impatta anche negativamente sul suo rating ESG. Per quanto riguarda, invece, Nestlé, spesso è al centro di accuse quali lo sfruttamento del lavoro minorile, la pericolosità per la salute dei suoi prodotti (come il latte in polvere) o il fatto che non rispetti gli standard imposti dall'OMS. Anche in questo caso, si hanno controversie che impattano nel fattore Social. Quindi, per finire, le cause dei danni reputazionali possono essere varie e poco prevedibili, con un impatto pericoloso per l'azienda, non solo a livello di immagine ma anche a livello di performance, e ciò va ad influenzare, indirettamente, i rating ESG della stessa, causando un rischio agli investitori privati ed istituzionali, i quali si vedono ridurre il loro ritorno economico ed aumentare il rischio ESG.

### 2.3.3 Rischio di transizione

Il rischio di transizione viene definito dalla Banca Centrale Europea come:

*“la perdita finanziaria in cui può incorrere un ente, direttamente o indirettamente, a seguito del processo di aggiustamento verso un’economia a basse emissioni di carbonio e più sostenibile sotto il profilo ambientale. Tale situazione potrebbe essere causata, ad esempio, dall’adozione relativamente improvvisa di politiche climatiche e ambientali, dal progresso tecnologico o dal mutare della fiducia e delle preferenze dei mercati.”<sup>68</sup>*

Come per il rischio reputazionale, il rischio di transizione è un rischio legato ai rischi di primo livello, come è possibile notare dalla tabella 2.2, in cui la BCE mette in relazione il rischio di transizione con il rischio di credito, di mercato e operativi.

**Figura 2.2: Relazione tra rischio di transizione e rischi di primo livello**

Rischi interessati	Rischio di credito	Rischio di mercato	Rischi operativi
Rischio di transizione	Gli standard di efficienza energetica potrebbero determinare notevoli costi di adeguamento e minore redditività, con la possibile conseguenza di una maggiore PD e della riduzione dei valori delle garanzie reali.	I fattori di rischio di transizione potrebbero generare l’improvvisa ridefinizione dei prezzi di titoli e derivati (es. prezzo dei prodotti connessi ai settori interessati da attività non recuperabili).	L’evoluzione della sensibilità dei consumatori riguardo ai temi climatici può indurre rischi reputazionali e di responsabilità legale per la banca a causa di scandali provocati dal finanziamento di attività controverse dal punto di vista ambientale.

**Fonte: Banca Centrale Europea, Guida sui rischi climatici e aziendali, Novembre 2020, pag. 13**

<sup>68</sup> Banca Centrale Europea, Guida sui rischi climatici e aziendali, Novembre 2020, pag. 11. Per un maggiore interesse, si rimanda al seguente link:  
<https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.it.pdf>

Il seguente rischio rappresenta una sfida importante per gli investitori ESG, in quanto devono essere in grado, da un lato, di soddisfare le richieste, sempre più rivolte al green, dei loro clienti, e dall'altro devono prestare attenzione ai rendimenti dei loro investimenti.

Per spiegare meglio, si tratta di un rischio che può derivare dalla transizione verso un'economia più sostenibile, e riguarda la capacità delle aziende di adattarsi ai cambiamenti nella domanda di prodotti e servizi sostenibili.

Questo rischio può riguardare diversi aspetti, come la scarsa disponibilità di fonti rinnovabili di energia, la mancanza di tecnologie adeguate alla gestione dei rifiuti, o la difficoltà di attrarre finanziamenti per progetti sostenibili. Inoltre, l'adozione di politiche e pratiche sostenibili da parte delle aziende può comportare costi elevati.

Questo perché la trasformazione di un'intera filiera di produzione di un'azienda richiede, oltre costi alti, anche tempi lunghi di implementazione. Ciò porterebbe a una flessione degli utili nel breve periodo, facendo registrare rendimenti negativi per gli investitori. Allo stesso tempo, però, non è possibile smettere di finanziare totalmente le imprese che intendono implementare ciò, seppur si sta parlando di imprese con un forte impatto ambientale e sociale negativo. Basti pensare a quanto sono importanti le società petrolifere per l'economia mondiale e l'impatto che si causerebbe, qualora non venissero più finanziate. Oltre al rischio di transizione, si incorrerebbe in un susseguirsi di ulteriori rischi, quale, ad esempio, il bisogno di

trovare una fonte di energia totalmente indipendente dai combustibili fossili, cosa che probabilmente necessita anni di ricerca.

Gli investitori ESG devono quindi essere in grado di valutare attentamente il rischio di transizione per prendere decisioni informate sugli investimenti. Questo significa analizzare le strategie delle aziende per la sostenibilità, comprenderne le sfide e le opportunità, e valutare la loro capacità di adattarsi ai cambiamenti futuri.

Per gestire il rischio di transizione, gli investitori ESG possono diversificare il loro portafoglio, investendo in aziende con un solido track record nella gestione della sostenibilità e in progetti sostenibili. Possono inoltre scegliere di investire in fondi di private equity che supportano le aziende nella transizione verso un'economia più sostenibile. Inoltre, gli investitori possono sfruttare le opportunità offerte dai green bond, che finanziano progetti sostenibili, e dai fondi sostenibili, che investono in aziende che rispettano rigorosi standard ESG.

In conclusione, la transizione verso un'economia più sostenibile rappresenta un rischio per gli investitori ESG, ma al tempo stesso offre anche importanti opportunità di investimento.



## **CAPITOLO 3**

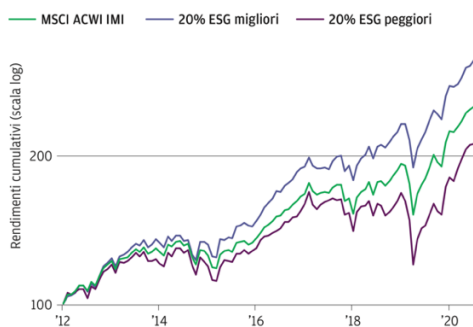
### **L'IMPATTO DELLA SOSTENIBILITÀ NEI MERCATI FINANZIARI**

#### **3.1 BACKGROUND LETTERARIO SULLE PRATICHE ESG E RELAZIONI CON IL MERCATO DEI FONDI**

Orientare i portafogli azionari verso società sostenibili, con miglior punteggio ESG, non porta a performance di investimento inferiori; al contrario, un'azienda che si impegna a servire bene i propri clienti, a supportare le comunità in cui opera e a fornire un sicuro posto di lavoro dovrebbero generare rendimenti più elevati a lungo termine.

Di seguito, vi è la dimostrazione della correlazione tra ESG ed efficienza economica. E' possibile notare come società che rientrano nel top 20% della classifica sovraperformano del 2,5% annuo rispetto al benchmark MSCI All-Country World Index (ACWI), invece aziende che rientrano nelle top 20% peggiori sottoperformano dell'1,8% annuo.

**Figura 3.1: Sovraperformance e sottoperformance di società migliori e peggiori rispetto al benchmark di riferimento.**



**Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 giugno 2021.**

Oltre a generare una sovraperformance, si possono avere investimenti ESG che portano a delle perdite, in quanto non si è stati in grado di gestire adeguatamente questioni di sostenibilità. Man mano che le notizie di sostenibilità sulle varie aziende cambiano occorre cambiare anche la composizione del proprio portafoglio, puntando su titoli ESG diversi, adottando quindi una gestione attiva dello stesso. Si pensi allo scandalo sulla sicurezza alimentare, nel 2011, di un operatore di ristoranti in Cina, Ajisen, a causa della mancanza di controlli sulla catena di approvvigionamento. Il titolo ha registrato un trend negativo negli ultimi 8 anni, subendo una perdita del 90%.

**Figura 3.2: Andamento del titolo Ajisen dal 13/01/2010 al 13/01/2023**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

Un esempio importante di disastro ambientale, che ha portato poi ad una discesa repentina del titolo, registrando un -47%, è quello della piattaforma petrolifera Deepwater Horizon<sup>69</sup>, affiliata alla British Petroleum, nel 2010.

**Figura 3.3: Andamento del titolo BP plc dal 13/01/2009 al 13/01/2023**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

<sup>69</sup> Il disastro ambientale della piattaforma petrolifera Deepwater Horizon è stato un massiccio sversamento di petrolio nelle acque del Golfo del Messico in seguito a un incidente riguardante il Pozzo Macondo che si trova a oltre 1.500 m di profondità

L'investimento ESG non deve limitare le scelte degli investitori, al punto di danneggiare la performance; piuttosto, deve incorporare ulteriori informazioni nel processo di selezione dei titoli, fornendo così opportunità di lungo termine.

Non c'è conflitto tra il punto di vista di Friedman, che sostiene che la massimizzazione del profitto dovrebbe essere l'unico obiettivo per le aziende, e una maggiore attenzione sulla sostenibilità.

Inoltre, viene consigliato anche da Urdangarin e VanderBeek, nel 2015, di usare le pratiche ESG per valutare la sostenibilità di un'azienda e determinare se la stessa è in grado di massimizzare il profitto degli azionisti.<sup>70</sup>

### 3.1.1 Valutazione dei criteri ESG nella letteratura accademica<sup>71</sup>

Sebbene il dibattito sulla missione e lo scopo delle organizzazioni imprenditoriali abbia una lunga storia, il tentativo degli economisti finanziari di trovare prove empiriche sui risultati finanziari delle pratiche ESG ha un record più breve, ma è cresciuto rapidamente.

---

<sup>70</sup> Science Direct, Tourism Management, Are ESG-committed hotels financially resilient to the COVID-19 pandemic? An autoregressive jump intensity trend model, 2022

<sup>71</sup> Si rimanda alle fonti consultate: "Option traders are concerned about climate risks: ESG ratings and short-term sentiment", a cura di Jansson M. Ford, Sebastian A. Gehricke, Jin E. Zhang, presso *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, June 2022.

"Drivers of differences in performance of ESG-focused funds relative to their underlying benchmarks", a cura di Iraj J. Fooladi, Gregory Hebb, presso *Global Finance Journal*, June 2022.

"Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance", a cura di Sang Kim and Zhichuan (Frank) Li, Sustainability 2021.

Vengono citati diversi studi che indagano sul legame tra prestazioni sociali e finanziarie, molti riportano un legame positivo, altri ne sostengono uno negativo, inoltre molti presentano risultati di sovraperformance dei portafogli ESG, altri dimostrano il contrario.

Inizialmente l'integrazione dei fattori ESG non era vista di buon occhio, dandosi che, nel 1981, Rudd ha sostenuto che l'implementazione dei fattori ESG limita l'universo degli investimenti.

Nonostante ciò, i recenti lavori mostrano che i fattori ESG possono effettivamente avere un impatto positivo sulla diversificazione (Verheyden, Eccles e Feiner, 2016). L'interesse primario di molti studi riguarda il paradigma return-risk, in base al quale vengono testate le prestazioni dei portafogli ESG e delle strategie di investimento. A partire dal 2015, il 90% degli oltre 2000 studi empirici e prestazioni finanziarie fino al 1970, hanno rilevato un'incidenza positiva dei fattori ESG nelle decisioni di investimento, portando ad una significativa sovraperformance (Friede, Busch e Bassen, 2015). Ancora più importante, hanno scoperto che la relazione positiva tra ESG e prestazioni finanziarie aziendali è stabile nel tempo. Dai loro studi di portafoglio rispetto a quelli non di portafoglio, analizzando singolarmente i criteri «E», «S» e «G», emerge che il fattore «G» sembra essere il più importante, seguito dai fattori «E» e poi «S».

In precedenza, la stessa importanza fornita al fattore «G» è stata attribuita da Ciocchini et al. (2003), i quali hanno scoperto che le nazioni con livelli più bassi di corruzione pagano un premio di rischio nell'emissione di obbligazioni inferiore.

Anche la ricerca di Khan et al. (2016) arriva alla stessa conclusione di Fried et al., sostenendo che le aziende ESG portano a maggiori rendimenti nel lungo periodo.

Inoltre, Ng e Rezaee (2015) danno dimostrazione che un forte rendimento ESG porta a un maggior impatto dei risultati della sostenibilità ESG sul costo del capitale proprio. Tale studio è coerente con il fatto che i punteggi ESG delle imprese vengono considerati, dagli investitori, rilevanti per il valore (Jain et al., 2016) e imprese con punteggi ESG elevati non vengono inserite all'interno dei portafogli dei venditori allo scoperto. Ciò è in linea con quanto affermato dalla maggior parte degli studi del 2015, prima citati, datosi che un titolo che tende, nel lungo periodo ad aumentare positivamente il suo trend, non potrà essere venduto oggi (in  $t$ ) ad un prezzo  $X$ , per poi essere acquistato in  $t+1$  ad un prezzo  $X+1$ , poiché in tal modo si verificherà una perdita.

Un altro studio conforme ai risultati di Friede e al. (2015) è quello di Lee, Fan e Wong (2018), il quale scopre che un portafoglio ESG high-less-low genera una sovraperformance rispetto ai modelli CAPM (Carhart, 1997; Fama e French, 1993; Sharpe, 1964).

Allo stesso modo, altre ricerche dimostrano che portafogli sottoposti a screening ESG negativi (che escludono le imprese con rating più bassi) presentano un effetto

positivo sulla diversificazione, riducono il rischio di coda e sovraperformano rispetto ai portafogli non sottoposti a screening (Verhayden, Eccles, Feiner e Partners, 2016).

Da uno studio di Fatemi et al (2015) si dimostra che le imprese dell'indice Domini 400, adesso noto come MSCI KLD 400<sup>72</sup>, hanno un rischio idiosincratico significativamente inferiore rispetto alle imprese che non fanno parte dell'indice stesso.

Pasto e Stambaugh (2020) spiegano, con un modello di equilibrio, come funzionano i portafogli ponderati ESG rispetto ai portafogli ponderati non ESG e mostrano una sottoperformance dei rendimenti ESG quando le preferenze ESG sono più disperse. Nel 2020 viene sviluppata una teoria per incorporare le preferenze ESG degli investitori e per far sì che i fattori ESG forniscano informazioni sui fondamenti di un'impresa (Pedersen, Fitzgibbons e Pomorsky).

Oltre a risultati positivi, vi sono anche studi che non sostengono l'aspettativa di migliori rendimenti finanziari a lungo termine da parte di investimenti ESG. Tra questi, rientra lo studio di Boffo e Patalano (2020), il quale dimostra che molti portafogli con un punteggio ESG elevato hanno sottoperformato rispetto al mercato, invece altri portafogli con un punteggio ESG basso, e formati da azioni del mercato statunitense, hanno sovraperformato. Ciò viene sostenuto anche da Whelan et al.

---

<sup>72</sup> L'MSCI KLD 400 è un indice azionario ponderato per la capitalizzazione di mercato di 400 società quotate in borsa che hanno soddisfatto determinati standard di eccellenza sociale e ambientale.

(2021), i quali esaminando più di 1000 documenti di ricerca sulla relazione tra performance ESG e rendimenti finanziari dal 2015 al 2020, hanno scoperto che vi è una percentuale, seppur piccola (8%), di studi che mostrano una relazione negativa tra ESG e performance finanziaria, oltre alla percentuale (58%) che mostra una relazione positiva.

Un pezzo centrale dell'ambiente informativo ESG è il concetto di rating ESG, il quale da informazioni circa la gestione da parte dell'azienda dei propri rischi e opportunità ESG. Una ricerca a riguardo mostra l'esistenza di una relazione positiva tra rating ESG e la capitalizzazione di mercato (Brammer et al., nel 2006), un'altra dichiara l'esistenza di una relazione, anche qui positiva, tra il rating ESG e le prestazioni di sicurezza di un'azienda (Polbennikov et al., nel 2016).

Broadstock et al (2021) dimostra che i portafogli con un buon rating hanno ottenuto risultati migliori rispetto a quelli con un rating più basso. A ciò, Lööf et al. (2021) aggiungono una considerazione, che le azioni con un miglior rating ESG sono caratterizzate da un rischio al ribasso e un guadagno potenziale al rialzo inferiore.

Vale la pena notare anche il lavoro di Shafer e Szado (2019), i quali mostrano, nei mercati delle opzioni, un minor rischio di crollo nelle aziende con rating ESG relativamente elevato, le quali sono meno inclini ad accumulare cattive notizie. Da ciò è possibile dedurre una correlazione negativa tra RSI e rischio di crash.

Inoltre, le nazioni con una governance efficace delle sue risorse naturali, umane e finanziarie, presenza una riduzione del proprio rischio paese, in quanto si abbassano



gli spread delle obbligazioni governative (Crifo et al., 2017), ed esegue misure socioeconomiche per creare guadagni e migliorare, così, la sua capacità di rimborsare gli obblighi governativi.

Uno studio coerente al precedente è quello di Reznick et al. (2021), i quali confermano la correlazione negativa spiegata precedentemente tra i rating ESG e gli spread CDS delle obbligazioni pubbliche, più significativa per le economie avanzate (AE) rispetto ai mercati emergenti e alle economie in via di sviluppo (EMDE).

Altri studi, invece, forniscono la prova che i fattori ESG svolgono un ruolo nel sentiment degli investitori a breve termine<sup>73</sup>, derivato dai mercati delle opzioni, i quali attribuiscono una certa importanza al fattore «E», in quanto il cambiamento climatico sposta la loro attenzione su pratiche più rispettose dell'ambiente sia nella vita quotidiana che a livello macroeconomico. Da queste ricerche emerge che le imprese con rating ESG più elevati, caratterizzate da un minor rischio di crollo percepito (Shafer e Szado, 2019) e dall'aumento delle prestazioni (Friede, Busch e Bassen, 2015), saranno ricompensate con un investitore a breve termine più

---

<sup>73</sup> Gli investitori a breve termine hanno preoccupazioni solo per la performance dell'attività sottostante nel periodo contrattuale, che è breve rispetto agli orizzonti degli investitori azionari. Baker e Wurgler (2006) scoprono che il sentiment può prevedere la sezione trasversale dei rendimenti futuri per le azioni che sono difficili da arbitrare e detengono valori soggettivi, come le azioni giovani o in crescita. Da, Engelberg e Gao (2014) presentano anche risultati coerenti con quelli di Simon e Wiggins (2001). Nel loro articolo, gli autori creano un nuovo indice di sentimento (l'indice FEARS) e scoprono che questa misura è un buon perditoro di inversioni a breve termine, nonché di picchi di volatilità e flussi di fondi comuni di investimento.

ottimista. Il sentiment dei seguenti investitori è, inoltre, modellato dagli analisti, attraverso le raccomandazioni che forniscono alle varie imprese (Jo, 2003).

Vi sono, poi, altri studi che mostrano l'impatto dei fattori ESG in diverse condizioni di mercato, funzionando come meccanismo assicurativo (Das, Ruf e Sunder, 2018; Engle, Giglio, Kelly, Lee e Stroebl, 2019; Nofsinger e Varma, 2014). Nei vari articoli viene mostrato che i fondi SRI, che sottoperformano nelle normali condizioni di mercato, sovraperformano durante i periodi di crisi di mercato, superando il loro benchmark.

Questi risultati finanziari più elevati, legati agli alti rating ESG, sono sia un driver per l'analisi finanziaria che una prova di una maggiore affidabilità creditizia (Becker et al., 2022), come mostra, ad esempio, lo studio di Kiesel e Lücke (2019), il quale affida all'ESG un impatto significativo sul credit-default swap (CDS).

Vi sono valutazioni delle prestazioni divergenti, poiché ogni valutatore adotta le proprie metodologie e perciò sorgono critiche sulla loro utilità (Chatterji et al. 2016, Liang & Renneboog 2020). Oltre a ciò, la valutazione, di se per se, è un compito difficile a causa della sua natura qualitativa intrinseca (Eccles et al., 2020): mentre è abbastanza semplice misurare le emissioni dirette di carbonio di un'impresa, è piuttosto complicato valutarne il processo di gestione.

In breve, alcuni studi suggeriscono che le società con solide pratiche ESG hanno mostrato un costo del capitale più basso, una minore volatilità e un minor numero di casi di corruzione e frode in determinati periodi di tempo; oltre che una

sovrapperformance nel medio-lungo termine per i portafogli che integrano i fattori ESG al fianco di rigorose analisi finanziarie.

### 3.1.2 Fondi ESG<sup>74</sup>

L'attenzione crescente verso il mondo degli investimenti sostenibili ha portato un ridimensionamento degli strumenti finanziari all'interno dei portafogli, con la possibilità di inserire azioni o obbligazioni che rispettano criteri ambientali, sociali e di governance. Per la precisione si sta parlando di fondi ESG. Alla base della costruzione dei seguenti fondi vi sono aziende che esperti analisti che monitorano il mercato, alla ricerca di aziende con un solido track record di sostenibilità, andando ad analizzare anche il loro storico.

Partendo da un excursus storico, i primi fondi nascono nella prima metà del '900, con il Pioneer Fund, fondato nel 1928, che escludeva dalle sue scelte di investimento tutte le aziende operanti nei settori dell'alcol, tabacco e gioco d'azzardo. Negli anni successivi nacquero diversi fondi con l'obiettivo di investire in attività ad alto impatto ambientale e sociale, come ad esempio il Pax World Fund, nato nel 1971. A differenza del Pioneer Fund, basato su una strategia di screening negativo, il Pax World Fund investiva solo in società che avevano rispetto per l'ambiente e un buon rapporto con i dipendenti (screening positivo).

---

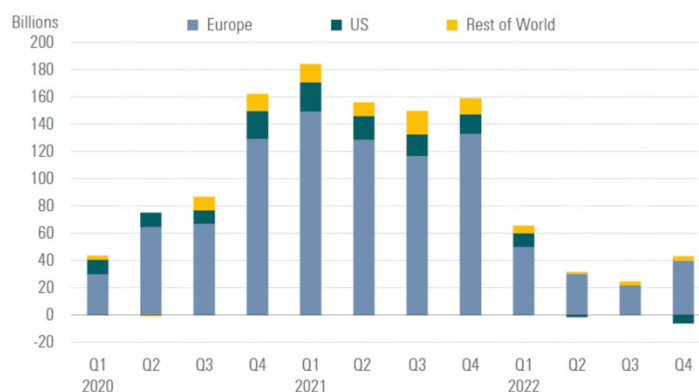
<sup>74</sup> Si rimanda alle fonti consultate:

<https://www.morningstar.it/it/news/220710/investire-in-tempi-di-cambiamento-climatico.aspx>

<https://www.morningstar.it/it/news/231423/fondi-sostenibili-aumentano-i-flussi-a-livello-globale.aspx>

Dalla creazione del primo fondo etico per la gestione del risparmio in Italia (gruppo Sanpaolo IMI) si assiste ad un rapido progresso e ad una crescita esponenziale dei fondi che, oltre agli obiettivi finanziari, perseguono obiettivi extra-finanziari.

**Figura 3.4: Attività trimestrali del fondo globale sostenibile (miliardi di USD)**



**Fonte: Morningstar Direct, Manager Research, December 2022**

Come si evince dal grafico, negli ultimi due anni i miliardi confluire nei fondi di investimento sono aumentati, andando poi a diminuire nel 2022, con un deflusso in US nel Q4 del 2022.

Questo può essere spiegato dalla performance negativa dei mercati e dalle condizioni macroeconomiche, con una preferenza degli investitori verso asset più conservativi piuttosto che asset più rischiosi.

Da come si può notare, la crescita maggiore del triennio si è verificata nel 2021. Altri dati che confermano questo trend positivo sono l'ammontare, su scala globale, dei fondi climatici (che corrispondono alla definizione di Morningstar), pari a 860, con un patrimonio gestito di 408 miliardi di dollari. Inoltre, analizzando

esclusivamente il mercato europeo, gli asset nei seguenti fondi sono raddoppiati dal 2020 al 2021, arrivando ad un totale di 325 miliardi di dollari, con un inflow nelle strategie incentrate sul clima di oltre 108 miliardi di dollari, nel 2021, toccando i massimi storici. I fondi climatici classificati come Articolo 9 in base al regolamento SFDR prevalgono, con 208 miliardi di dollari di asset, rispetto ai prodotti classificati come Articolo 8, che ne conta un totale di 52 miliardi di dollari. Ciò garantisce all'Europa di rimanere il mercato dei fondi climatici più grande e diversificato, grazie, soprattutto, all'aumento dei flussi di capitale verso i fondi Climate Solutions e Climate Conscious.

Bisogna, però, fare attenzione al rallentamento che segue la crescita appena citata, in quanto ciò è avvenuto a seguito dell'entrata in vigore del nuovo regolamento SFRD, il quale ha indotto molti gestori di fondi ad attuare un downgrade, a causa di regole di classificazione più severe, cioè declassando i fondi dell'Articolo 9 all'Articolo 8.

Occorre tenere bene a mente che in ogni trend di crescita vi è sempre un periodo momentaneo di ribasso, per questo è importante focalizzarsi sul rendimento a lungo termine, soprattutto per temi incentrati sulla sostenibilità.

Inoltre, ponendo l'attenzione sulle varie tipologie di fondi sostenibili, è possibile identificarne alcuni

Vi sono i fondi *Low Carbon*, *Climate Solution* e *Climate Conscious*, che investono sulla decarbonizzazione del Pianeta e tendono a combattere il cambiamento

climatico. Per citare degli esempi, l'asset manager europeo, Amundi, ha creato dei fondi sostenibili, in particolare AMUNDI MSCI WORLD CLIMATE TRANSITION CTB UCITS ETF DR - EUR (C)<sup>75</sup>, il quale replica l'andamento dell'indice MSCI World Climate Change CTB Select, cercando riponderarne le componenti e dare un maggior peso alle società che contribuiscono ad un'economia a più bassa intensità di carbonio. Le prime cinque società sono le seguenti: Microsoft Corp, Apple Inc, Tesla Inc, Nvidia Corp e Amazon.com Inc.

Altri fondi esistenti sono i fondi *Green Bond* e *Clean Energy/Tech* che investono rispettivamente in strumenti di debito e in aziende che contribuiscono alla transizione verso un'economia verde.

Tra i maggiori fondi climatici in Europa, del 2021, vengono inclusi l'ACS Climate Transition World Equity Fund di BlackRock<sup>76</sup>, l'Handelsbanken Global Index Criteria e iShares MSCI USA ESG Enhanced ETF.

Il primo è un fondo nato il 7 agosto 2020, costituito da società che contribuiscono alla decarbonizzazione dell'economia, ed include tra le principali società: Apple Inc, Microsoft Corp, Amazon.com Inc, Alphabet Inc classe A ed Alphabet Inc classe B.

---

<sup>75</sup> <https://www.amundi.it/privati/products/equity/amundi-msci-world-climate-transition-ctb-ucits-etf-dr-eur-c/lu1602144229>

<sup>76</sup> Per ulteriori informazioni, si rimanda al sito: <https://www.blackrock.com/it>

Il secondo è un fondo indicizzato che replica il Solactive ISS ESG Screened Paris Aligned Global Markets Index, costituito a sua volta da società allineate all'Accordo di Parigi.

L'ultimo è un fondo creato da BlackRock, nel 2019, classificato come Articolo 8, costituito da titoli azionari statunitensi che fanno parte dell'MSCI USA ESG Enhanced Focus CTB Index, selezionati sulla base dell'approccio best in class, ed esclude società operanti nel settore delle armi controverse, convenzionali e nucleari, armi da fuoco civili, carbone termico, tabacco o petrolio e gas non convenzionali. Apple Inc, Microsoft Corp, Amazon.com Inc, Coca Cola e Alphabet Inc classe C, sono i maggiori titoli che compongono il fondo.

Un altro fondo classificato come Articolo 8, e sempre lanciato da BlackRock il 4 ottobre 2022, è il BGF Sustainable Global Allocation UCITS, una versione ESG dell'esistente BGF Global Allocation Fund. il 70% del capitale gestito dal fondo viene investito in titoli azionari e titoli a reddito fisso (obbligazioni e strumenti del mercato monetario). Notevoli risultati da qui ad un anno (YTD) sono stati ottenuti dal fondo Bnp Paribas Funds Energy TransitionI Capitalisation, che ha fatto registrare un incremento del 15,04%<sup>77</sup>. Se però si considera lo stesso fondo nell'anno solare 2022, è possibile notare come questo abbia perso il 3,22%, allineandosi al trend negativo dei fondi globali sostenibili.

---

<sup>77</sup> <https://www.morningstar.it/it/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F00000PXH1&tab=1>

In conclusione, i rendimenti del mercato dei fondi sostenibili possono essere difficili da valutare in quanto la maggior parte dei fondi per il clima sono stati lanciati negli ultimi due anni, una storia troppo breve per fare delle considerazioni esatte nel lungo periodo basandosi solo sulle performance passate.

## **3.2 DUE TIPOLOGIE DI ASSET CLASS**

### 3.2.1 Panoramica del mercato azionario sostenibile

La buona performance dei mercati azionari dall'inizio dell'anno, e in particolare dei fondi ESG, combinata con un orientamento di politica monetaria accomodante, hanno fornito un contesto favorevole a questo passaggio sempre più ampio agli investimenti sostenibili.

I fattori chiave a sostegno del mercato azionario ESG sono principalmente tre. Innanzitutto, la domanda stessa degli investitori, rivolta ad aziende quotate che abbracciano i criteri di sostenibilità, ciò permette di espandere ulteriormente il mercato, spingendo gestori patrimoniali a creare e offrire nuovi prodotti ESG ogni anno. Come secondo e terzo fattore influenzante vi sono, rispettivamente, i programmi e le iniziative, citate nel primo capitolo, implementate negli anni dai governi nazionali e dalle istituzioni sovranazionali (uno di questi programmi è il Green Deal EU), e la regolamentazione, la quale sta portando ad una maggiore trasparenza dei mercati.



L'ultima edizione del Morningstar Sustainability Atlas mappa le pratiche ESG dei mercati azionari di 48 paesi, le quali vengono valutate attraverso lo strumento di rating ESG Sustainalytics.

È possibile notare che i paesi europei (soprattutto quelli del Nord) occupano le posizioni più alte della classifica dei mercati azionari più sostenibili, attribuendo il primato, per il secondo anno di fila, al mercato olandese, soprattutto grazie al contributo finanziario del produttore di semiconduttori ASML Holding, il cui rating di rischio ESG Sustainalytics è 10.9, rientrando nel range low.<sup>78</sup>

**Figura 3.5: Andamento del titolo ASML Holding, dati dal 16/01/2013 al 16/01/2023**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

Al secondo posto, si posiziona il mercato finlandese, con la grande azienda Nokia, leader ESG nel comparto hardware, e Sampo, importante nel settore dei servizi assicurativi. Nokia è stata inclusa, nel 2022, nel Dow Jones Sustainability Europe

<sup>78</sup> Sustainalytics, 2023

Index e, nel 2021, ha ricevuto la valutazione MSCI ESG di AAA<sup>79</sup>. Il suo rischio ESG rientra nella categoria Negligible Risk, con un punteggio pari a 9.8<sup>80</sup>. La valutazione MSCI ESG di Sampo plc è AA (2022) e il rating di rischio ESG Sustainalytics è di 14.1<sup>7</sup>.

Come è possibile notare dalla figura 3.5, dalla crisi di Covid-19, i due titoli hanno presentato un andamento abbastanza positivo<sup>81</sup>, con una notevole discesa dal 2022 per il titolo Nokia e una continua crescita per il titolo Sampo, il quale ha toccato i massimi livelli rispetto ai valori storici.

**Figura 3.6: Confronto tra i titoli Nokia e Sampo, dati dal 16/01/2013 al 16/01/2023**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

Grazie alla performance di società come l'Oréal, operante nel settore beauty & cosmetici, LVMH e Schneider Electric, specializzata nella gestione dell'energia e automazione, il mercato azionario sostenibile francese si posiziona al terzo posto.

<sup>79</sup> <https://www.nokiantyres.com/company/sustainability/certificates-reports-and-awards>

<sup>80</sup> Sustainalytics, 2023

<sup>81</sup> La crescita del titolo Nokia nel 2021 è influenzata anche dal gruppo WallStreetBets.

Il punteggio che Sustainalytics assegna a l'Oréal e a Schneider Electric è rispettivamente pari a 19.1 e 16.7<sup>82</sup>. Nella figura sotto, è possibile notare l'andamento parallelo dei due titoli, caratterizzato da un trend positivo dopo un piccolo crash verificatosi nel 2020.

**Figura 3.7: Confronto tra i titoli L'Oréal, LVMH e Schneider Electric, dati dal 16/01/2013 al 16/01/2023**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

Continuando con la classificazione dei mercati azionari sostenibili, troviamo: il Belgio che si posiziona in quinta posizione, dal diciottesimo posto occupato nel 2021, la Svezia localizzata al sesto posto e la Spagna che rimbalza dalla sesta all'ottava posizione. All'Undicesima posizione si colloca il Taiwan e di seguito il mercato italiano.

<sup>82</sup> Sustainalytics, 2023

Il Paese che fa notizia, oltre ai paesi europei, è Hong Kong, che riesce a posizionarsi al quarto posto, grazie alla bassa esposizione ai rischi ESG della società assicurativa AIA Group, con un ESG Risk Rating pari a 13.3<sup>10</sup>.

Morningstar pone il mercato azionario statunitense al sedicesimo posto su 48, con le seguenti aziende leader dal punto di vista della sostenibilità: Apple (AAPL), Microsoft (MSFT), Berkshire Hathaway (BRK.A) e Nvidia (NVDA), rispettivamente con un ESG Rating Risk pari a 16.7, 15, 20.6 e 13.6<sup>10</sup>. Dalla figura 3.7 è possibile notare la notevole crescita di queste aziende nel mercato in analisi negli ultimi dieci anni: Apple ha registrato un incremento pari a 777%, Microsoft di 777,96%, Berkshire 221,75%, mentre, Nvidia 6192,79% arrivando, nel novembre 2021, quasi al +10843%.

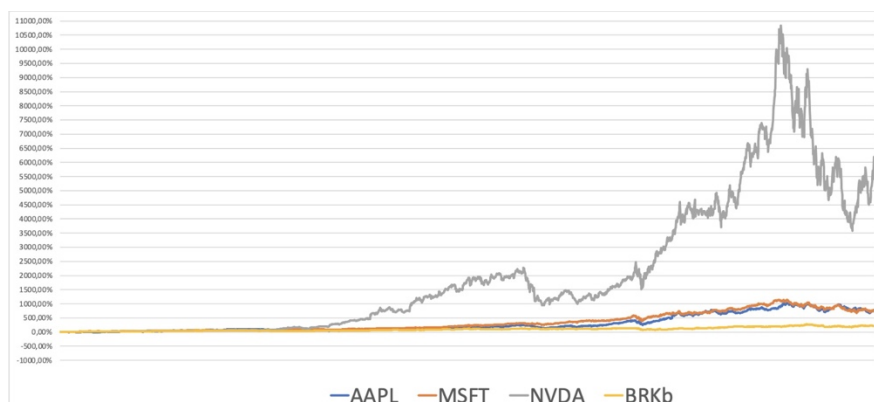
Inoltre, ciò che contribuisce al basso posizionamento del mercato americano, sono gli alti livelli di rischio ESG di grandi colossi, spesso coinvolti in controversie internazionali, come Amazon.com (AMZN) con un ESG Risk Rating pari a 30.3, Meta (FB) pari a 34.5 e Exxon Mobil (XOM), con un punteggio di 36.4<sup>83</sup>.

Ad esempio, Meta ha in corso cause legali e multe per violazioni della privacy, andando, così, in contrasto con i criteri ESG; invece, Amazon, è stato accusato di violazione delle leggi antitrust e comportamenti concorrenziali, nonché di scarse misure di sicurezza e salute sul lavoro durante le prime fasi della pandemia.

---

<sup>83</sup> Sustainalytics, 2023

**Figura 3.8: Confronto tra Apple, Microsoft, Berkshire Hathaway e Nvidia, dati dal 23/01/2013 al 23/01/2023**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

Quasi in ultima posizione, al trentanovesimo posto, troviamo il mercato cinese, penalizzato dalla presenza di grandi società con un ESG Risk Rating medio, Tencent e Alibaba (BABA), rispettivamente di 21.8 e 26.4<sup>9</sup>.

Dopo aver analizzato i mercati aziendali globali e i vari titoli che ne detengono il primato, l'attenzione si sposta sui vari indici di sostenibilità, considerati dagli investitori istituzionali come benchmark per i panieri di titoli che gestiscono nei loro portafogli ESG. I vari indici permettono di riconoscere le aziende che puntano maggiormente sull'environment, sul social e sulla governance, integrando in tal senso le considerazioni ESG nel loro processo di investimento.

La KLD Research & Analytics realizza, nel 1990, il primo indice di sostenibilità, l'indice sociale Domini 400, ora denominato *MSCI KLD 400 Social Index*. Ad oggi, per calcolare il seguente indice si tiene conto dei rating ESG, del punteggio di

controversie ESG, del target del settore di appartenenza e qualsiasi altro evento legato alla società in tema di sostenibilità<sup>84</sup>.

Un indice particolarmente importante è il *Global 100 Index*, realizzato nel febbraio 2005, il quale acquisisce una certa notorietà nel mercato italiano nel 2022, grazie all'inclusione di Unicredit. Più precisamente, nella classifica del 2022 di Corporate Knights delle aziende più sostenibili al mondo, Unicredit<sup>85</sup>, con rating C+, si è classificata al primo posto tra le aziende in Italia e al secondo posto tra le banche a livello mondiale (751 aziende), occupando il 59° posto<sup>86</sup>. Al 90° posto troviamo Intesa Sanpaolo, con rating C-, scesa dalla posizione 56 occupata nella classifica del 2023. Un'altra azienda importante, prima citata, è Schneider Electric, nel mercato francese, che si posiziona in terza posizione, con rating A.

La seguente classifica si basa su una valutazione di quasi 7000 società pubbliche con entrate superiori a 1 miliardo di dollari. Secondo l'analisi di S&P Capital IQ, il Corporate Knights Global 100 Index è l'indice azionario di sostenibilità globale più performante dal suo inizio nel 2005 ed è anche in anticipo rispetto al suo benchmark blue-chip. Un dollaro investito in un indice composto da società Global 100 il 1°

---

<sup>84</sup> <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/esg-indexes>

<sup>85</sup> La sostenibilità è una leva fondamentale di UniCredit Unlocked, la nuova strategia aziendale presentata dalla banca nel dicembre 2021, con obiettivi in ambito ESG per il 2022-2024. Tra essi un target di 150 miliardi di euro in nuovi volumi totali ESG tra prestiti ambientali, prodotti di investimento ESG, obbligazioni sostenibili e prestiti sociali. (<https://www.unicreditgroup.eu/it/strategy.html>)

<sup>86</sup> Corporate Knights, 2022 Global 100, Le 100 società più sostenibili del 2022

febbraio 2005, avrebbe generato un rendimento di quasi un quinto superiore allo stesso investimento nell'indice MSCI All Country World, o ACWI 11.

Inoltre, le due società prima citate, Intesa Sanpaolo e Schneider Electric, oltre ad essere inserite all'interno della classifica prima presentata, vengono incluse nell'indice finanziario *Dow Jones Sustainability World Index*, uno tra i più importanti indici borsistici di sostenibilità mondiali. Questa inclusione è seguita dal riconoscimento fatto da CDP<sup>87</sup> alle due aziende, annoverandole all'interno della sua Climate Change “A List” 2022, grazie ai progressi fatti sugli impegni di riduzione delle emissioni di CO2 di Schneider Electric e alla trasparenza delle comunicazioni, la gestione dei rischi ambientali e la dimostrazione di best practice associate alla leadership ambientale di Intesa<sup>88</sup>.

Il Dow Jones Sustainability World Index è un indice, lanciato l'8 Settembre 1999, di 322 aziende valutate da S&P Global attraverso la Corporate Sustainability Assessment (CSA), un'analisi ESG di oltre 11.000 aziende. Le maggiori aziende all'interno dell'indice appartengono al settore dell'information technology, come Microsoft Corp, ASML Holding NV, Cisco, e dell'health care.

Oltre al Dow Jones Sustainability World Index, S&P Global fornisce i dati che alimentano un altro indice, *S&P 500 ESG Index*, lanciato nell'aprile 2019. Cerca di

---

<sup>87</sup> CDP è un'organizzazione non profit che fornisce un sistema globale di misurazione e divulgazione di informazioni relative all'impatto ambientale utilizzando una metodologia dettagliata e indipendente.

<sup>88</sup> <https://group.intesasanpaolo.com/it/sostenibilita/news/ultime-di-sostenibilita/2022/intesa-sanpaolo-nella-cdp-a-list>

riflettere molti degli attributi dello S&P 500, differenziandosi, così, dal precedente, il quale porta alla costruzione di portafogli altamente concentrati includendo solo una piccola selezione dei migliori ESG. I settori maggiormente rappresentativi all'interno dell'indice sono gli stessi del precedente, ossia information technology, con Apple Inc., Microsoft Corp e Nvidia, e health care. Nel 2022, Tesla viene esclusa dall'indice, per la sua mancanza di strategie a bassa emissione di carbonio e i codici di condotta aziendali.

Recentemente, il 22 luglio 2022, è stato lanciato l'indice *S&P Global Net Zero 2050 Carbon Budget (2022 Vintage)*, progettato per aiutare le imprese e il mercato finanziario a soddisfare gli obiettivi di decarbonizzazione e ridurre a zero le emissioni di carbonio entro il 2050, misurando le performance dei titoli azionari dallo S&P Global BMI. I primi cinque titoli sono: Apple Inc, Microsoft Corp, Amazon.com Inc, Berkshire Hathaway B e Alphabet Inc A.

Proseguendo, Intesa Sanpaolo, oltre ai suddetti indici, viene inclusa anche all'interno dell'indice italiano *MIB ESG*, introdotto il 18 ottobre 2021 e dedicato alle 40 blue-chip italiane con le migliori pratiche ESG selezionate tra le 60 italiane più liquide, valutandone la performance ESG sulla base di un'analisi svolta da Vigeo Eiris (V.E.), società di Moody's ESG Solutions. L'indice, che è rivisto trimestralmente, esclude le società con una controversia critica attiva per due anni. Nella revisione sono cambiati i pesi dei singoli titoli, alcune società sono entrate, come Fineco, Leonardo e OVS, mentre altre sono uscite, come Ferrari, UnipolSai e Anima, e tutt'ora le maggiori società sono:



Intesa Sanpaolo, al primo posto, che è il titolo più rilevante con una quota del 10,31%, sovrappesata rispetto al FTSE Mib in cui rappresenta l'8,55% <sup>89</sup>; ENI, con il 10,11% rispetto all'8,04% che rappresenta nel FTSE Mib; al terzo posto, ENEL con un peso pari a 9,92%, lo stesso che detiene nel FTSE Mib; in quarta posizione troviamo Stellantis, cui spetta una quota del 9,45%, sovrappesata rispetto al 7,52% del FTSE Mib; ed al quinto posto, Unicredit, con l'8,25% contro il 6,2% del FTSE Mib.

I titoli con un miglior global score sono Poste Italiane (76), Enel (75), Pirelli & C (69), Terna (69), Italgas (68), Telecom Italia (68), Snam Rete Gas Spa (66), Intesa Sanpaolo (65), ENI (65) e Stmicroelectronics (65).

Il MIB ESG è il secondo indice nazionale ESG di Euronext, dopo il CAC40 ESG e prima dell'indice norvegese OBX ESG e di Amsterdam, *AEX ESG Index*.

Quest'ultimo, lanciato dall'Euronext il 12 Maggio 2022, identifica le 25 società Best-in-Class che mostrano le migliori pratiche ESG dai 50 componenti degli indici AEX e AMX, la cui valutazione ESG viene fornita da Morningstar Sustainalytics. Incorpora lo screening negativo e i filtri di esclusione basati su norme applicati in conformità con i principi del Global Compact delle Nazioni Unite<sup>90</sup>.

Lo stesso vale anche per l'indice norvegese, *OBX ESG Index*, lanciato a maggio 2022, è dedicato ad identificare le blue-chip nazionali più sostenibili. Anche per l'OBX ESG, la valutazione ESG delle varie aziende viene fornite da Morningstar Sustainalytics.

---

<sup>89</sup> <https://www.ftserussell.com/products/indices/italia-it>

<sup>90</sup> <https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases/euronext-launches-new-aexr-esg-index>

Il *CAC40 ESG*, introdotto il 22 Marzo 2021, individua le 40 società, quotate su Euronext Paris, con i migliori punteggi ESG, forniti da Moody's ESG, inclusi nell'indice CAC Large 60, escludendo le aziende coinvolte in combustibili fossili, tabacco, armi controverse, attività di armi da fuoco civili o con controversie critiche dell'UNGC<sup>91</sup>. Le aziende con un maggior peso all'interno dell'indice sono LVMH (9,75%), Sanofi (8,77%), L'Oréal (6,90%), Schneider Electric (6,39%), Air Liquide (5,93%), Airbus (5,62%), BNP Paribas Act. A (5,06%), Vinci (4,29%), AXA (4,17%), Hermes Intl (3,92%).

Oltre al suddetto indice, alla Borsa di Parigi, Euronext ha aggiunto un nuovo indice ESG, che mira a limitare il riscaldamento globale a 1,5° C, il *CAC SBT 1.5*, composto da 40 società, che hanno l'obiettivo di ridurre le emissioni di gas serra in linea con l'1,5°C<sup>92</sup>, approvato dall'iniziativa Science Based Targets (SBTi). Al momento sono 38 i titoli all'interno dell'indice.

Di seguito, è possibile notare il confronto tra l'andamento del FTSE Mib e il MIB ESG Index, dal 18/10/2021 (data in cui è stato creato quest'ultimo) al 28/01/2023. Data la recente creazione dell'indice ESG, i dati a disposizione non sono sufficienti per fare uno studio accurato sulla relazione che i due avranno nel lungo periodo. Avendo infatti a disposizione i dati di un solo anno, è possibile fare solo delle considerazioni di breve,

---

<sup>91</sup> <https://live.euronext.com/en/product/indices/FR0014002B49-XPAR/market-information>

<sup>92</sup> <https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases/euronext-launches-cac-sbt-15deg-index>

ricordando che i mercati possono rimanere irrazionali e non seguire le teorie economiche: *“Il mercato può rimanere irrazionale più a lungo di quanto tu possa rimanere solvibile.”*<sup>93</sup>

**Figura 3.9: Confronto tra l'andamento del FTSE Mib Index e il MIB ESG Index**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

Dal grafico si può vedere come l'andamento è molto correlato, i due indici presentato la medesima traiettoria, con una migliore performance da parte del MIB ESG nei momenti di crescita del mercato e con un rendimento leggermente peggiore quando il mercato è in fase di discesa.

**Tabella 3.1: Studio dei rendimenti giornalieri tra il MIB ESG e il FTSE MIB**

	MIB ESG	FTSE MIB
Media	-0,05%	-0,05%
Deviazione standard	0,093	0,088
Correlazione	0,996	
Massimo	7,09%	6,94%
Massimo	-6,68%	-6,24%

**Fonte: Nostre elaborazioni**

<sup>93</sup> John Maynard Keynes

Facendo una rapida analisi, si può notare come le impressioni grafiche siano confermate dai dati. Infatti, l'indice di correlazione risulta essere di 0,996, che sta a significare una perfetta correlazione lineare positiva<sup>94</sup>.

La deviazione standard<sup>95</sup>, usata per misurare la rischiosità di un titolo, è molto simile, ma di poco superiore per il MIB ESG, il che significa che ha movimenti più profondi del FTSE MIB. A conferma di ciò si può vedere il massimo ed il minimo, calcolato come rendimento dell'indice in una singola giornata. I due valori del MIB ESG sono di poco superiori, questo conferma ancora una volta l'analisi grafica e dei dati.

In conclusione, questa analisi non è in linea con la letteratura accademica, nella quale i titoli green vengono presentati come meno volatili, mentre in questo caso il rischio di un indice ESG risulta maggiore rispetto ad un indice non ESG, ma è bene tener conto che lo studio si basa su un arco temporale davvero breve. Ma allo stesso tempo, conformemente a quanto sostenuto da vari studiosi, nel 2022 il rendimento del MIB ESG è risultato maggiore rispetto al FTSE MIB.

---

<sup>94</sup> L'indice di correlazione lineare,  $r$  di Pearson, varia tra -1 ed 1 e stanno ad indicare, rispettivamente, una perfetta correlazione lineare negativa e positiva.

<sup>95</sup> La deviazione standard viene calcolata come la radice quadrata della varianza ed è tipicamente utilizzata per stabilire la volatilità di uno strumento finanziario.

### 3.2.2 Obbligazioni verdi

Nel paragrafo precedente è stato analizzato il mercato azionario sostenibile, ponendo l'attenzione sui titoli di capitale con migliori performance ESG. È bene notare che un investitore non si focalizza soltanto su un mercato per comporre il proprio portafoglio, sostenibile in questo caso, ma è giusto inserire anche titoli di debito, in base alle esigenze personali e dei propri clienti, aumentando così la disponibilità di capitali necessari alla transizione verso un'economia più sostenibile. Si parla, a questo proposito, di green bond o obbligazioni verdi. Nel 2014 arrivano in Italia, ma nascono ufficialmente nel 2007 con l'emissione del Climate Awareness Bond da parte della Banca europea per gli investimenti (BEI) e l'anno successivo con il primo green bond della Banca mondiale, registrando un incredibile tasso di crescita fino ad oggi, con un raddoppio delle emissioni tra il 2020 e il 2021. Sono strumenti finanziari dedicati a progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale, proponendo soluzioni di mitigazione dei cambiamenti climatici e di miglioramento dell'efficienza energetica.

Inizialmente, i seguenti strumenti provenivano da istituzioni finanziarie sovranazionali, come la Banca mondiale o la Banca Europea per gli Investimenti.

Con il passare del tempo, i green bond hanno conquistato aziende, società municipalizzate, e agenzie statali. Al momento non esiste uno standard per certificare la natura verde del bond, esistono una serie di linee guida procedurali e non vincolanti, che permettono di combattere il fenomeno del Greenwashing e con

l'obiettivo di incentivare la trasparenza, la divulgazione (disclosure) e la trasmissione di informazioni (reporting) del mercato dei green bond, fornendo l'approccio adeguato per emettere lo strumento in analisi. Si tratta dei GBP (Green Bond Principles) elaborati dall'International Capital Market Association (ICMA) nel 2014 e articolati su quattro pilastri. Per prima cosa, chi emette un'obbligazione deve identificare con chiarezza la destinazione dei proventi. A riguardo, vi è un elenco di categorie di progetti appoggiati dal mercato dei green bond (energia rinnovabile, efficienza energetica, prevenzione e controllo dell'inquinamento, gestione ambientalmente sostenibile delle risorse naturali e utilizzo del territorio, conservazione della biodiversità terrestre e marina, trasporto pulito, gestione sostenibile delle acque e delle acque reflue, adattamento al cambiamento climatico, prodotti e tecnologie di produzione e processi eco-efficienti e/o di economia circolare, edilizia ecologica)<sup>96</sup>.

In secondo luogo, vi sono delle procedure da seguire per la valutazione e selezione dei progetti, che devono rientrare nell'elenco indicato prima. Inoltre, gli emittenti di un titolo di debito devono comunicare agli investitori in modo trasparente come vengono gestiti i proventi, ossia le varie tipologie di collocamento degli stessi. Per ultimo, occorre produrre dei report periodici e certificati per mantenere aggiornati gli investitori sullo stato di avanzamento dei progetti finanziati.

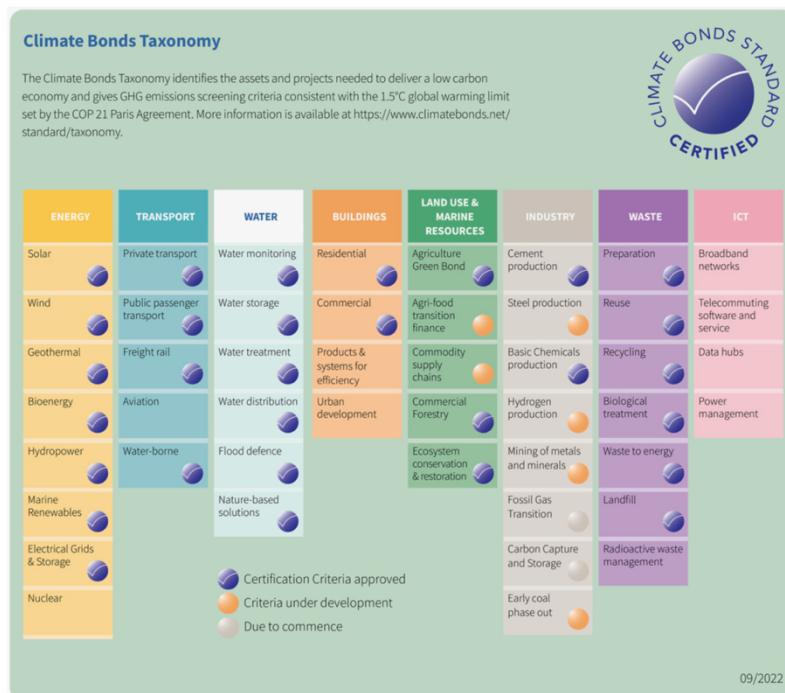
---

<sup>96</sup> [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Italian-GBP\\_201806.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Italian-GBP_201806.pdf)

Per confermare l'allineamento del proprio bond con le quattro componenti appena descritte, ogni emittente nomina uno o più revisori esterni.

Un altro quadro di principi è stato pubblicato dalla Climate Bond Initiative, la quale prevede una tassonomia per classificare le attività definite green, allineate con i GBP e con le iniziative dell'Accordo di Parigi. Di seguito la classificazione.

**Figura 3.10: Climate Bonds Taxonomy, come strumento per capire gli investimenti chiave che offriranno un'economia a basse emissioni di carbonio**



Fonte: Climate Bonds Initiative, 2022

Oltre a questi principi, focalizzati sul processo di emissione, alcuni paesi hanno adottato principi standard nazionali. Per quanto concerne l'Europa, nel luglio 2021 la Commissione ha presentato una proposta di Regolamento (COM(2021) 391

final) che delinea un sistema di criteri, denominati EU Green Bond Standard (GBS) e condivisi a livello europeo per l'emissione di green bond che guardano soprattutto ai progetti a cui sono destinati i ricavi, individuandone di più meritevoli. Il GBS si basa su quattro principi<sup>97</sup>: l'allineamento dei progetti con la Tassonomia; la trasparenza e comunicazione dettagliata sulle modalità di destinazione dei proventi con la pubblicazione di un Green Bond Framework (GBF), controllo da parte di un revisore esterno per garantire il rispetto del regolamento e l'allineamento della tassonomia dei progetti finanziati, supervisione da parte dell'ESMA dei revisori esterni che forniscono servizi agli emittenti di green bond.

Esistono attualmente quattro tipi di Green Bond<sup>98</sup>:

1. *Standard Green Use of Proceeds Bond*: è la tipologia più diffusa sul mercato allineata alla GBP, non garantita con pieno ricorso solo sul patrimonio dell'emittente e con un rating uguale al corrispettivo tradizionale.
2. *Green Revenue Bond*: al contrario del precedente, è un'obbligazione di debito, allineata con la GBP, senza rivalsa verso l'emittente, facendo assumere, così, tutto il rischio dell'operazione all'investitore, poiché il rimborso del capitale, più incerto, è legato ai flussi di cassa che produrrà il

---

<sup>97</sup> [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard_en)

<sup>98</sup> [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles\\_June-2022-280622.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles_June-2022-280622.pdf)



progetto verde. Gli unici emittenti sono i governi (Government Bond) e i comuni (Municipal Bond).

3. *Green Project Bond*: è un'obbligazione di progetto ambientale, con rimborso del capitale legato alla sua buona riuscita. In caso di mancata restituzione del capitale, non è possibile rivalersi sull'emittente. Vale il trade-off maggiore rendimento – maggiore rischio, ed è per questo che si ha un rendimento più elevato, dovuto a una maggiore esposizione al rischio.
4. *Green Securitised Bond*: è un titolo garantito, i cui proventi finanziano saranno impiegati per finanziare uno o più progetti ambientali. Questa categoria può utilizzare come garanzia delle obbligazioni, in via prioritaria rispetto ad altri crediti, covered bond, cartolarizzazioni, commercial paper garantite da attività.

Il rapporto Debt Global State of the Market, della Climate Bonds Initiative<sup>99</sup>, mostra la crescita straordinaria dei seguenti titoli dal 2020 al 2021, passando da 730,5 bilioni di dollari a 1,1 trilioni, con un aumento del 46%. Occorre notare che i green bond rappresentano il 49% del totale<sup>100</sup>, terminando l'anno a 522,7 miliardi di dollari.

---

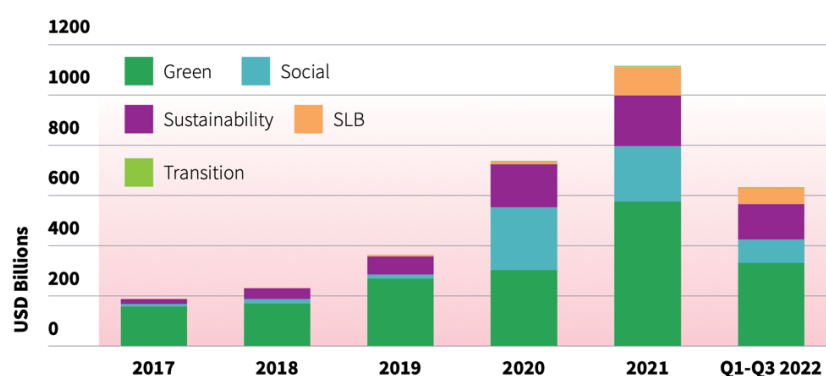
<sup>99</sup> LA Climate Bonds Initiative 2022 è l'undicesima edizione ed è stata ampliata includendo l'analisi dei mercati verdi, sociali e della sostenibilità (GSS), più le obbligazioni legate alla sostenibilità (SLB) e le obbligazioni di transizione, per questo si inserisce la notazione GSS+.

<sup>100</sup> [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_susdebtsum\\_h1\\_2022\\_02c.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsum_h1_2022_02c.pdf)

Questa grande crescita è dovuta al fatto che ogni anno le principali Banche di Sviluppo (Banca Mondiale, International Finance Corporation, European Bank for Reconstruction and Development, European Investment Bank, Asian Development Bank, African Development Bank) avviano nuovi piani di emissioni di Green Bond, ponendo l'attenzione nelle linee guida definite all'interno dei Sustainable Development Goals fissati dalle Nazioni Unite (Agenda 2030).

Nel 2022, invece, il primo semestre ha registrato una riduzione di obbligazioni globali, rispetto al primo semestre dell'anno precedente, con una maggiore quota (+28%) di green bond nel secondo trimestre, raggiungendo 136 miliardi di dollari rispetto ai 106 miliardi emessi nel primo trimestre dell'anno e all'incirca in linea con il secondo trimestre del 2021. Alla fine di settembre, l'emissione cumulativa di green bond ha superato la soglia dei 2 trilioni di dollari<sup>101</sup>.

**Figura 3.11: Volumi cumulativi di GSS+ dal 2017 al primo semestre del 2022**



Fonte: Climate Bonds Initiative, Sustainable Debt Market, November 2022

<sup>101</sup> [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_susdebtsum\\_highlq32022\\_final.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsum_highlq32022_final.pdf)

Stando all'analisi del report della Climate Bonds Initiative Q3 2022<sup>24</sup>, tra i maggiori emittenti di green bond troviamo la banca tedesca per lo sviluppo KfW, raccogliendo un totale di 4,3 miliardi di dollari, la Banca europea per gli investimenti (EIB), con un valore di 4 miliardi di dollari, la società automobilista statunitense General Motors (GM), con green bond pari a 2,25 miliardi di USD, la società di energie rinnovabili Orsted AS, accumulando 2 miliardi di dollari e, infine, troviamo uno dei quattro gestori di sistemi di trasmissione di elettricità in Germania, Amprion GmbH, con un totale di 1,8 miliardi di USD.

Per quanto riguarda l'Italia, Borsa Italiana aderisce alla Climate Bonds Initiative attraverso London Stock Exchange Group, e si posiziona tra gli osservatori dei Green Bonds Principles dell'ICMA.

Il primo Btp Green è stato emesso dal Tesoro italiano il 3 marzo 2021, con scadenza il 30 aprile 2045, i cui proventi sono destinati al finanziamento delle spese che contribuiranno alla realizzazione degli obiettivi ambientali delineati dalla "Tassonomia europea delle attività sostenibili", attualmente in discussione. Il seguente titolo di stato italiano (ISIN: IT0005438004) presenta un tasso nominale annuo pari a 1,50% ed è stato emesso per un importo di 8,5 miliardi di euro, con un lotto minimo di 1000 euro. Nell'ottobre dello stesso anno, è stato emesso un secondo Btp Green, con scadenza al 1° aprile 2035 e cedola 4% (ISIN: IT0005508590). Con questi dati è possibile desumere, a primo impatto, che il Btp green 2045 sarebbe meno interessante a causa della bassa cedola offerta

all'obbligazionista. Invece, il titolo, con un prezzo di euro 60,83 al 27/01/2023, risulta essere il più redditizio tra tutti i bond sovrani italiani qualora si decidesse di acquistarlo al momento. Questo perché permette all'obbligazionista di effettuare un investimento speculativo, in quanto acquisterebbe a 60 una cosa che nel futuro rivenderà a 100, guadagnando sulla plusvalenza. Basti pensare al Btp a 3 anni, emesso il 17 ottobre 2022, con scadenza il 15 gennaio 2026, con una cedola annuale del 3,50%. Apparentemente più redditizio, con una cedola maggiore, ma, qualora si decidesse di acquistarlo oggi, non si andrebbe a lucrare sulla differenza di prezzo (ad oggi quota a 100,41 euro).

Come visto sopra, Green Bond e obbligazioni tradizionali hanno le stesse caratteristiche, seppur meno speculativi rispetto ai titoli azionari, risultano meno rischiosi, ed è questo il principale motivo di scelta, andando così a diversificare il rischio di portafoglio. L'unico elemento che contraddistingue le obbligazioni verdi rispetto alle normali obbligazioni è l'obbligo di utilizzare i fondi raccolti per progetti green. È proprio il fine della raccolta che porta una maggiore attenzione da parte degli investitori, sempre più interessati al cambiamento climatico e alla tutela dell'ambiente. Uno svantaggio al riguardo è, però, la poca liquidabilità del mercato, una problematica al momento dell'acquisto o della vendita.

### **3.3 COSTRUZIONE DEL PORTAFOGLIO ESG**

In questo paragrafo vengono presentati dei portafogli scelti sulla base di alcuni criteri, quali minimum variance, massimo rendimento e ottimizzazione vincolata.

Si procede con l'analizzare il rapporto rendimento-rischio ESG, facendo delle simulazioni di portafogli costruiti sulla base di titoli presenti all'interno di un indice, per avere delle previsioni di lungo periodo e trovare il rischio-rendimento ottimale.

Per far ciò vengono introdotti nell'ultima parte dello studio, oltre a titoli azionari, altri strumenti finanziari che possono impattare positivamente sul rapporto, mitigando il rischio o aumentando il rendimento.

Si tenga presente che la costituzione di un portafoglio è simile a quella di un fondo, poiché viene costruito con la stessa idea di diversificazione di asset class, inserendo all'interno titoli azionari, titoli di debito, real estate, materie prime, ecc., a seconda delle esigenze dei vari investitori.

Per semplicità si è preso in considerazione solo il mercato italiano, poiché l'indice analizzato è il MIB ESG, già presentato in precedenza. Inoltre, vengono esclusi gli strumenti poco liquidi e con un mercato poco attivo (come, ad esempio, il real estate).

### 3.3.1 Scelta dell'asset allocation

*L'asset allocation è il processo con il quale si decide in che modo distribuire le risorse fra diversi i possibili investimenti<sup>102</sup>.*

Per definire l'asset allocation di un portafoglio ci sono vari metodi, il più famoso e forse più semplice è l'approccio media-varianza. Questo metodo si basa sul principio per cui ogni titolo ha un rendimento atteso ed una volatilità, espressi rispettivamente dalla media e dalla varianza della serie storica, e si cerca di massimizzare il primo provando a mantenere la seconda più bassa possibile.

La media dei rendimenti è espressa come segue:

$$E(r) = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n r_t$$

Dove:

- $r_t$ : ritorno al tempo  $t$
- $n$ : numero di osservazioni

Mentre la varianza viene calcolata come:

$$S^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (r_t - \bar{r})^2$$

Dove:

- $r_t$ : ritorno atteso al tempo  $t$
- $\bar{r}$ : ritorno medio
- $n$ : numero di osservazioni

---

<sup>102</sup> Borsa Italiana, "Che cos'è l'Asset Allocation?", 8 giugno 2007.

Nel caso in questione si decide di prendere, come misura del rischio, la deviazione standard al posto della varianza, poiché in questo modo è possibile quantificare la dispersione nella stessa unità di misura dei valori analizzati. La deviazione standard è semplicemente la radice quadrata della varianza ( $S = \sqrt{S^2}$ ).

Inoltre, non sono state prese in considerazione le vendite allo scoperto (o short selling), in quanto è uno strumento avanzato non applicabile a tutte le tipologie di investitori<sup>103</sup>, considerando che lo scopo di questa simulazione è andare a costruire dei portafogli da inserire all'interno di un questionario non rivolto ai soli investitori esperti (di cui si parlerà nel prossimo capitolo).

La scelta dell'asset allocation, alla luce delle considerazioni fatte, ricade esclusivamente su un asset class, i titoli azioni che compongono il MIB ESG Index. Di seguito viene riportata una tabella che mostra l'ESG Risk Rating di ogni titolo, fornito da Morningstar Sustainability. Lo score è stato diviso in quattro categorie: negligibile, per i titoli con un punteggio minore di dieci; low, per quelli compresi tra dieci e venti; medium, per quelli che riportano una valutazione compresa tra venti e trenta; high, per i restanti, con valore maggiore di trenta.

L'ESG Risk Rating del Benchmark è di 18,96, e viene calcolato come la media del punteggio di ogni titolo ponderata per il peso che esso ha all'interno dell'indice.

---

<sup>103</sup> Lo short selling è una strategia di investimento avanzata, presente solo in piattaforme rivolte ad investitori professionisti, i quali possono accedervi a seguito del superamento del questionario di adeguatezza MIFID. La vendita allo scoperto consiste nel vendere un titolo che non si possiede, prendendolo in prestito, per poi riacquistarlo cercando di trarre profitto dalla differenza del prezzo.

**Tabella 3.2: ESG Risk Rating dei componenti del MIB ESG Index**

	ISP	ENEL	STLA	ENI	UCG	STM	G	CNHI	TRN
ESG Risk Rating	15,4	21	24	27,5	21	18,2	17,8	17	8,4

ATL	SRG	MONC	PRY	FBK	MB	RECI	NEXI	PST	AMP
10	15,9	10,1	21,4	13,2	14,2	28,2	12,7	12,7	14,7

LDO	BAMI	TIT	IG	REY	HRA	A2A	UNI	IRE	ERG
21,2	22,4	18,6	15,1	14,9	18	21	28,6	28,2	20,9

BPE	BGN	BMED	PIRC	AGL	US	ANIM	SFER	WBD	OVS	SPM
34,6	9,2	26,1	13,4	24,4	28,6	15,6	12,9	31,7	12,1	18,1

Fonte: Nostre elaborazioni

### 3.3.2 Scelta del portafoglio efficiente

Markowitz riteneva che per costruire un portafoglio occorresse individuare titoli la cui combinazione fosse in grado di minimizzare il rischio e massimizzare il rendimento, utilizzando titoli tra loro correlati.

Per effettuare la simulazione ci si è avvalsi della piattaforma di programmazione Matlab, e di Investing.com per scaricare i dati dell'indice e delle sue componenti, dal 18 ottobre 2021 (data di lancio del MIB ESG) al 28 ottobre 2022. Prima di iniziare l'analisi, i prezzi sono stati normalizzati, in modo tale che tutti partissero



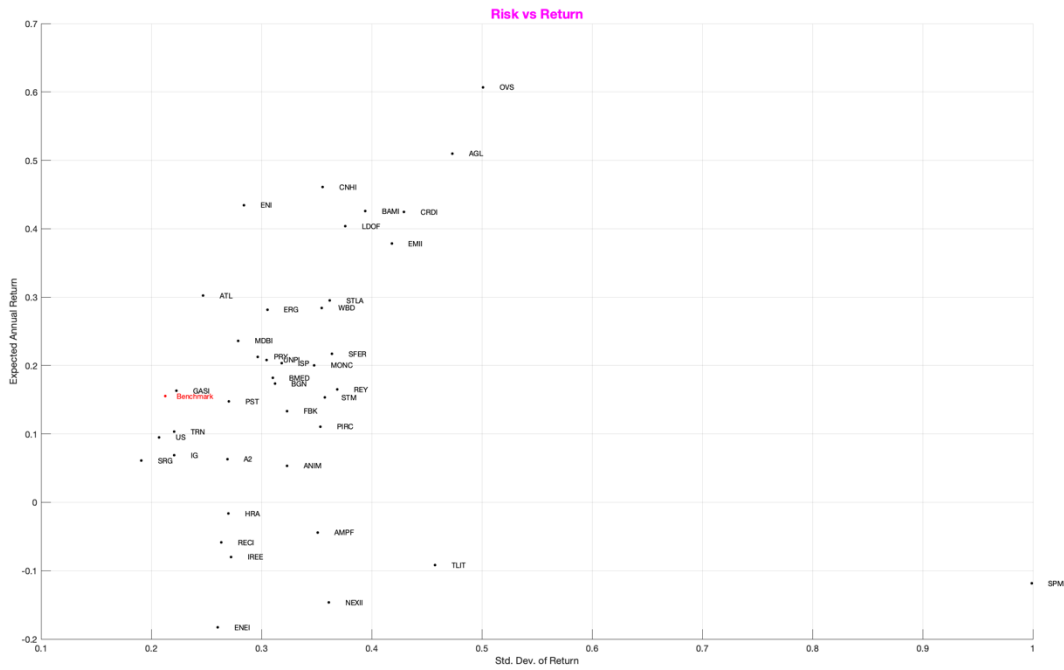
dallo stesso valore, 1, così da studiare meglio la performance delle varie aziende e per effettuare un confronto più semplice ed accurato.

A seguito, per comprendere il rapporto rischio-rendimento, viene fatta una rappresentazione grafica (figura 3.11), indicando il rendimento atteso nell'asse delle ordinate e la deviazione standard (ossia il rischio) nell'asse delle ascisse.

Da come si può notare, la maggior parte dei titoli si distribuisce nella parte sinistra del grafico, ad eccezione del titolo Saipem Spa (SPMI), che può essere considerato quasi come un outlier, con coordinate (1, -0,12). Ciò dà conferma della forte volatilità, in quanto il titolo, alla data di ingresso nell'indice, quotava un prezzo di 3,49, e nell'ultima data di analisi, 28 ottobre 2022, aveva un prezzo di 0,97, con fluttuazioni molto ampie, che toccano picchi di 6,66. Mentre tutti gli altri titoli hanno un basso rischio, avendo una deviazione standard minore di 0,5.

Il benchmark presenta il minor rischio e il miglior rendimento accettabile, andando a confermare l'effetto positivo della diversificazione, ad esempio, vi sono due titoli (Snam rete gas spa e Unipolsai) che espongono l'investitore ad un minor rischio rispetto all'indice di riferimento, ma allo stesso tempo non garantiscono lo stesso rendimento offerto dal benchmark.

**Figura 3.12: Rappresentazione grafica del rapporto rischio-rendimento del benchmark e dei suoi componenti**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

Proseguendo con l'analisi, viene costruita la frontiera efficiente, ossia una curva sulla quale vengono identificati trenta portafogli. Da come si può notare dalla figura 3.12, il portafoglio con il massimo rendimento, e allo stesso tempo con il massimo rischio, che nel caso in questione è il numero trenta, non beneficia affatto dalla diversificazione, in quanto è composto esclusivamente dal titolo OVS.

Spostandosi in basso nella curva si abbassa sia il rendimento sia il rischio, aumentando il numero di titoli all'interno dei singoli portafogli. Il punto rosso in figura, che ha coordinate (0,15; 0,12), è il portafoglio minimum variance. Anche in questo caso si può apprezzare l'effetto positivo della diversificazione, poiché,

nonostante si ha un rischio basso (non vi è alcun titolo o portafoglio con una deviazione standard inferiore), il rendimento è superiore a quello di tanti singoli titoli, avvicinandosi a quello del benchmark.

Un altro modo per trovare un portafoglio è risolvere un problema di ottimizzazione vincolata, che permette, da come si evince dall'espressione, di trovare il portafoglio "ottimo", che a parità di altre condizioni, massimizza il rendimento.

La formula utilizzata è la seguente:

$$\text{Min}(z) - (m, z) + \frac{\alpha}{2}(z, V_z)$$

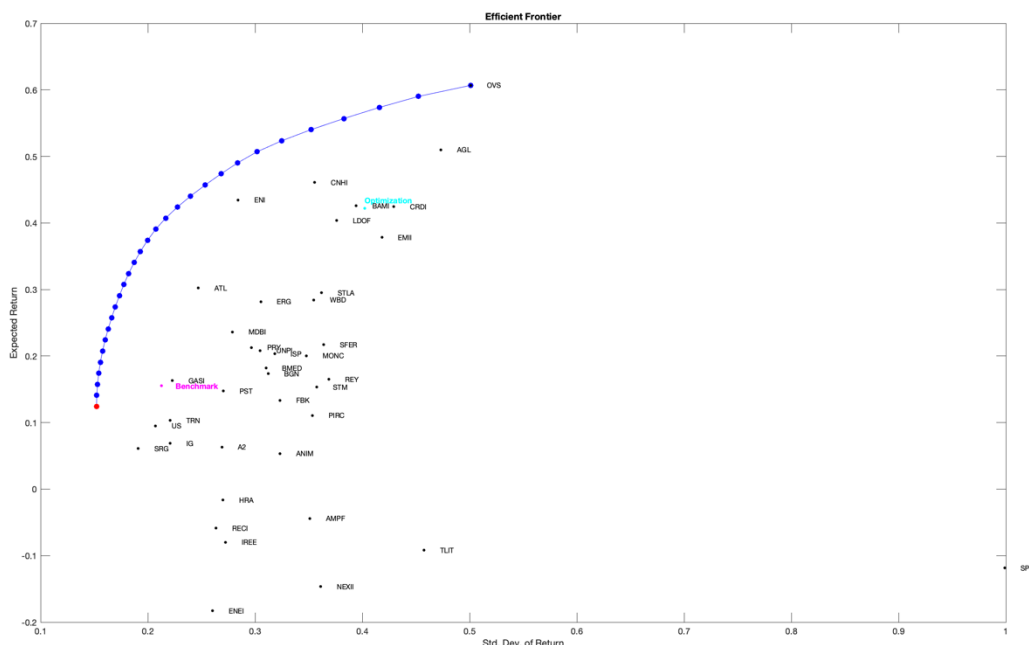
Tale che:

$$z_1 + z_2 + \dots + z_n = 1$$

$$z \geq 0$$

Il punto di coordinate (0,40; 0,42) è quello che risolve il problema e di conseguenza il portafoglio ottimo. Questo, pur avendo una deviazione standard più elevata della maggior parte dei titoli, ha un rendimento maggiore, il che giustifica un livello di rischio più alto.

**Figura 3.13: Fortiera efficiente, con rappresentazione del punto di ottimo**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

Di seguito vengono riportati i portafogli e la loro composizione, escludendo i titoli con un'allocazione efficiente pari a zero in tutti i portafogli. Ad esempio, un titolo escluso è SPMI (di cui se ne è parlato in precedenza), per la sua alta volatilità ed il basso rendimento, addirittura negativo nel periodo preso in considerazione. Da come si può notare, non è stato inserito in alcun portafoglio Intesa Sanpaolo, nonostante la sua presenza (come si è potuto vedere nel paragrafo precedente) nella maggior parte degli indici ESG mondiali<sup>104</sup>. Probabilmente, ciò è strettamente

<sup>104</sup> Intesa Sanpaolo è un titolo con una buona performance ESG, lo si può desumere anche dall'inserimento nel Sustainability Yearbook 2022 e nel Bloomberg Gender-Equality Index (GEI) 2022. La società detiene un punteggio superiore a 82%, al di sopra di circa 10 punti rispetto alla media del settore finanziario globale.

legato al periodo preso in esame, nel quale ha riportato un rendimento pari a 0,20 ed un rischio di 0,32.

Figura 3.14: Composizione dei portafogli presenti nella frontiera efficiente

	Port. 1	Port. 2	Port. 3	Port. 4	Port. 5	Port. 6	Port. 7	Port. 8	Port. 9	Port. 10	Port. 11	Port. 12	Port. 13	Port. 14	Port. 15
ENI	4,85%	6,95%	9,05%	11,15%	13,25%	15,39%	17,58%	19,77%	21,51%	23,00%	24,40%	25,76%	27,22%	28,70%	30,08%
CNHI	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,44%	1,07%	1,76%	2,47%	3,55%	4,48%	5,29%
TRN	5,42%	6,49%	7,56%	8,63%	9,70%	10,75%	11,76%	12,76%	13,82%	14,91%	14,83%	14,34%	11,75%	7,51%	3,16%
ATL	15,93%	17,25%	18,58%	19,90%	21,23%	22,57%	23,95%	25,33%	26,50%	27,56%	28,64%	29,73%	30,37%	30,79%	31,12%
SRG	26,95%	24,00%	21,04%	18,08%	15,13%	12,11%	9,00%	5,89%	3,16%	0,68%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PRY	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,14%	0,59%	1,03%	1,21%	1,26%	1,32%	1,33%	0,29%	0,00%	0,00%
RECI	14,01%	13,02%	12,02%	11,02%	10,03%	8,87%	7,46%	6,04%	4,76%	3,57%	2,11%	0,51%	0,00%	0,00%	0,00%
AMPF	3,36%	2,63%	1,90%	1,17%	0,44%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
LDOF	2,09%	2,33%	2,56%	2,79%	3,02%	3,24%	3,44%	3,63%	3,73%	3,78%	3,82%	3,86%	4,05%	4,31%	4,55%
BAMI	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,16%
REY	0,14%	0,86%	1,58%	2,31%	3,03%	3,65%	4,09%	4,53%	4,86%	5,14%	5,49%	5,80%	5,56%	4,72%	3,79%
ERG	3,83%	4,78%	5,74%	6,70%	7,66%	8,59%	9,48%	10,38%	11,10%	11,73%	12,31%	12,89%	13,87%	15,06%	16,27%
AGL	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,11%
US	22,57%	20,74%	18,91%	17,08%	15,26%	13,38%	11,42%	9,47%	7,57%	5,71%	3,43%	0,92%	0,00%	0,00%	0,00%
SFER	0,85%	0,95%	1,05%	1,15%	1,25%	1,29%	1,23%	1,17%	0,95%	0,61%	0,18%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
OVS	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,37%	1,00%	1,70%	2,40%	3,34%	4,44%	5,48%

	Port. 16	Port. 17	Port. 18	Port. 19	Port. 20	Port. 21	Port. 22	Port. 23	Port. 24	Port. 25	Port. 26	Port. 27	Port. 28	Port. 29	Port. 30
ENI	31,20%	32,21%	34,03%	35,79%	37,54%	39,29%	41,03%	42,62%	36,35%	27,37%	18,39%	9,41%	0,43%	0,00%	0,00%
CNHI	6,40%	8,27%	9,86%	11,37%	12,87%	14,36%	15,86%	17,31%	16,03%	13,75%	11,47%	9,19%	6,91%	0,00%	0,00%
TRN	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ATL	30,71%	28,15%	23,76%	19,29%	14,80%	10,31%	5,82%	0,58%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
SRG	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PRY	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
RECI	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AMPF	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
LDOF	4,56%	4,28%	3,97%	3,68%	3,38%	3,08%	2,78%	2,31%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
BAMI	0,33%	0,39%	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
REY	2,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ERG	17,02%	15,89%	13,11%	10,32%	7,53%	4,74%	1,94%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AGL	0,75%	1,89%	3,49%	5,07%	6,65%	8,22%	9,80%	11,60%	14,18%	16,42%	18,66%	20,90%	23,14%	17,15%	0,00%
US	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
SFER	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
OVS	6,71%	8,91%	11,72%	14,49%	17,24%	20,00%	22,76%	25,58%	33,44%	42,46%	51,49%	60,51%	69,53%	82,85%	100,00%

Fonte: Nostre elaborazioni

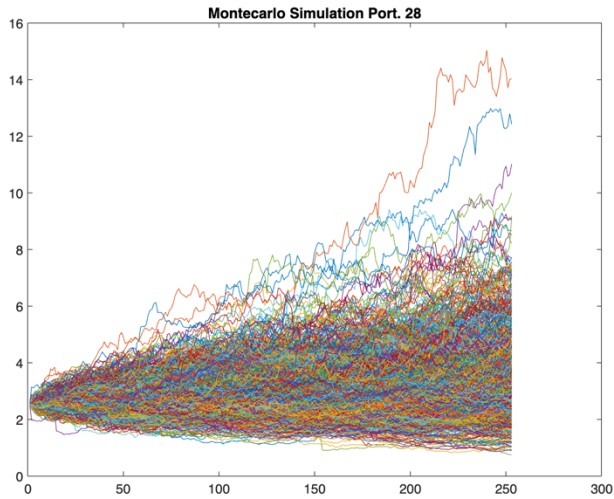
Per proseguire con l'analisi, vengono scelti due portafogli tra quelli presentati, sui quali si effettua la simulazione di Montecarlo, al fine di valutarne l'andamento futuro. La scelta ricade sul numero 28 e sul 19, poiché il primo ha lo stesso rischio del portafoglio ottimizzato e il secondo ha lo stesso rischio del benchmark, ma entrambi con un maggior rendimento. Come criterio di selezione viene anche utilizzato l'ESG Risk Rating, in quanto l'obiettivo è quello di trovare il giusto bilanciamento tra rischio e rendimento ma considerando anche una performance extra-finanziaria, attenta quindi all'ambiente, al social e alla governance. Per fare

questa ulteriore valutazione si è calcolato l'ESG Risk Rating totale di ogni singolo portafoglio, ponderandolo per il peso che ogni titolo detiene al suo interno. Da ciò, il portafoglio 30 è quello che presenta un minor punteggio di rischio, pari a 12,10, ma non lo si è preso in considerazione in quanto è composto da un unico titolo, a differenza del 28 che ne include 4 e presenta un rating di 15,35.

Al contempo si è voluto prendere in considerazione anche un portafoglio con un punteggio alto, per analizzare come i titoli meno sostenibili si muovono sul mercato, e per confrontare lo studio effettuato con la letteratura accademica.

Per questo motivo è stato scelto il portafoglio 19, che presenta un ESG Risk Rating pari a 19,63, anziché quello con il punteggio più alto (19,94), corrispondente al minimum variance, poiché il rendimento era troppo basso (solo l'12,42%, contro il 42,38% del 19). Dopo aver identificato i due portafogli, è stata effettuata la simulazione di Montecarlo, con 252 osservazioni, per riprodurre un arco temporale di un anno, ripetuta mille volte per avere un numero sufficientemente ampio per applicare il teorema del limite centrale. Inoltre, sono stati presi i valori dei percentili indicati dalla BCE per i quattro scenari (stress, sfavorevole, moderato, favorevole), al fine di analizzare il rendimento atteso tra un anno nelle diverse situazioni di mercato previste.

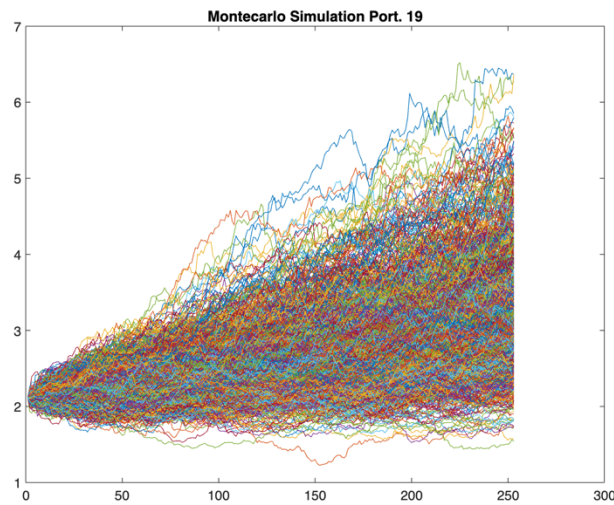
**Figura 3.15: Simulazione Montecarlo del portafoglio 28 e analisi dei rispettivi scenari**



	Prezzo	Rendimento
<b>STRESS</b>	1,1124	-56,16%
<b>SFAVOREVOLE</b>	1,9363	-23,68%
<b>MODERATO</b>	3,3405	31,66%
<b>FAVOREVOLE</b>	5,4765	115,85%

Fonte: Nostre elaborazioni

**Figura 3.16: Simulazione Montecarlo del portafoglio 19 e analisi dei rispettivi scenari**



	Prezzo	Rendimento
<b>STRESS</b>	1,8258	-13,93%
<b>SFAVOREVOLE</b>	2,3351	10,08%
<b>MODERATO</b>	3,1536	48,66%
<b>FAVOREVOLE</b>	4,3685	105,92%

Fonte: Nostre elaborazioni

Si può notare che nello scenario favorevole la performance maggiore è ottenuta dal portafoglio 28, quello con il più alto score ESG, coerentemente con la letteratura.

Negli altri tre scenari il 19 presenta un andamento migliore, probabilmente perché l'effetto diversificazione prevale sulla differenza di punteggio di sostenibilità.

### 3.3.3 Mitigazione del rischio attraverso i green bond

Come ultima analisi si è incluso il Btp Green 2045 all'interno dello studio, con l'obiettivo di mitigare il rischio anche a discapito del rendimento, poiché generalmente un'obbligazione è uno strumento utilizzato per questo scopo.

Poiché l'emissione del bond è avvenuta solo il 18 ottobre 2021, i dati a disposizione non sono sufficienti per un'adeguata analisi. Inoltre, in quest'ultimo anno si è assistito ad una politica monetaria molto restrittiva, con i tassi di interesse che vengono alzati dalla Banca Centrale Europea, cosa che si riflette nel prezzo dei bond<sup>105</sup>. Nonostante la seguente situazione macroeconomica, con l'inclusione dell'obbligazione si ha il risultato desiderato, ossia una riduzione del rischio, e questo lo si può notare anche nella composizione dei portafogli efficienti, poiché partendo dal minimum variance e spostandosi lungo la frontiera, il peso che il BTP assume è decrescente. Successivamente, vengono nuovamente analizzati i due portafogli scelti in precedenza, così da studiare l'impatto, positivo o negativo, dell'inserimento del green bond, andando a ribilanciare l'asset allocation. Per il portafoglio 19 si è scelta un'allocazione più conservativa, data la sua bassa

---

<sup>105</sup> Il prezzo di un bond ha una relazione inversa con il tasso di interesse, all'aumentare dell'uno diminuisce l'altro.



rischiosità iniziale, investendo per il 60% nell'azionario e per il 40% nell'obbligazionario. Invece, un'allocazione più rischiosa è stata applicata al portafoglio 28, che presentava una deviazione standard all'origine più alta, includendo all'80% azioni e al 20% green bond.

Si può notare che la variazione della deviazione standard dei due portafogli, prima e dopo l'inclusione dello stesso, è passata da un valore di 1,91 ad un valore di 0,49 per il 28, e da 1,11 a 0,33 per il portafoglio 19 e ciò è in linea con la nuova allocazione.

**Figura 3.17: Performance del portafoglio 28, considerando l'inclusione del green bond**

	Prezzo	Rendimento
<b>STRESS</b>	0,8130	-40,45%
<b>SFAVOREVOLE</b>	1,1046	-19,09%
<b>MODERATO</b>	1,4642	7,25%
<b>FAVOREVOLE</b>	1,9428	42,31%

Fonte: Nostre elaborazioni

**Figura 3.18: Performance del portafoglio 19, considerando l'inclusione del green bond**

	Prezzo	Rendimento
<b>STRESS</b>	0,8512	-31,14%
<b>SFAVOREVOLE</b>	1,0311	-16,58%
<b>MODERATO</b>	1,2840	3,88%
<b>FAVOREVOLE</b>	1,6017	29,58%

Fonte: Nostre elaborazioni

Paragonando le seguenti tabelle alle precedenti, è possibile notare una diminuzione dei rendimenti in tutti e quattro gli scenari, ma ciò dipende dall'inclusione del bond, in quanto è uno strumento poco volatile e al contempo poco redditizio. Ma occorre fare attenzione, poiché si tratta di uno strumento molto recente, con un quantitativo di dati non sufficientemente ampio, e inoltre è bene ricordare che la performance totale potrebbe essere rafforzata da un ulteriore repricing a mano a mano che la domanda di strumenti ESG (al momento frenata per i green bond) ricomincia ad aumentare.

## **CAPITOLO 4**

### **ANALISI EMPIRICA**

Nei precedenti capitoli è stato presentato il fenomeno degli investimenti ESG e il suo impatto nel mondo della finanza. Nel seguente verrà analizzato l'interesse degli intervistati nei confronti degli investimenti ESG, con l'intento di capire se sono più propensi a creare esclusivamente valore, ossia massimizzare il rendimento e minimizzare il rischio, o se, oltre a ciò, valutano l'impatto ESG del portafoglio. Per effettuare questa analisi è stato di fondamentale importanza il questionario, sottoposto a un campione di oltre 200 persone, così da comprendere il loro modo porsi di fronte a temi finanziari. Una volta ottenuti i dati e tutte le informazioni necessarie, sono stati studiati utilizzando il linguaggio di programmazione R.

Ciò allo scopo di comprendere se effettivamente gli investitori tengono conto del fatto che vi sono alcune aziende che operano più di altre in attività di tipo sostenibile, anche a discapito della propria performance aziendale.

#### **4.1 PRESENTAZIONE DEL QUESTIONARIO**

##### **4.1.1 Ipotesi**

Dalla seguente tesi ci si aspetta di trovare un risultato che risulta in linea con quanto è stato affermato dalla letteratura. Si prevede una conoscenza finanziaria maggiore

negli uomini rispetto alle donne, in quanto la finanza è stata da tempo un campo prevalentemente maschile e solo recentemente ha raccolto un maggiore interesse femminile. Basti pensare ai grandi investitori del mondo, i più noti sono uomini, come George Soros, Warren Buffett, John Bogle, Carl Ichan; invece, solo nel 2014, si è iniziato a sentir parlare di un'importante figura femminile in materia, Cathie Wood, fondatrice, CEO e CIO di ARK Invest. Si pensa di ottenere un'alfabetizzazione finanziaria maggiore tra coloro in possesso di un diploma di laurea, maggiormente chi lo ha conseguito in finanza.

Inoltre, ci si aspetta che i giovani, con un'età compresa tra 18 e 30, siano più propensi al rischio e più attenti all'impatto ESG, poiché le notizie tendono a condizionare molto la mentalità dei millennial e si sente sempre più spesso parlare di protezione ambientale, lotta per i diritti umani, uguaglianza, rispetto dei lavoratori. Un'altra variabile che potrebbe esser correlata negativamente al rischio è l'età, dato che un giovane dovrebbe essere più propenso al rischio di una persona anziana, e di conseguenza una correlazione negativa tra rischio e professione, poiché gli studenti dovrebbero esser più propensi al rischio ed il pensionato più avverso, così come il disoccupato.

Un'altra ipotesi da fare per quanto concerne l'avversione al rischio riguarda l'impiego. Ci si aspetta che gli imprenditori siano più propensi al rischio degli impiegati, poiché hanno una forte fiducia in sé stessi e nelle loro capacità e sono pertanto disposti ad accettare la sfida che questo comporta. Inoltre, gli imprenditori

devono affrontare quotidianamente criticità e sono consapevoli che gli affari potranno anche non andare sempre bene.

Un altro studio interessante può riferirsi alla conoscenza del tema ESG, e vedere come questa è distribuita (se sono più esperte le persone giovani o anziane). Teoricamente gli adulti, con più anni di esperienza lavorativa, e a maggior ragione gli imprenditori, sono posti di fronte, quasi quotidianamente, ad argomenti di sostenibilità, poiché oramai si tende a dare un'immagine delle proprie aziende sempre più attenta all'ambiente, al social ed alla governance. Ma ciò non è detto, poiché, come è stato già citato in precedenza, l'ESG è un tema alquanto recente, con una regolamentazione da poco in circolazione; quindi, potrebbe essere un argomento per molti sconosciuto.

Inoltre, occorre studiare se e come le persone cambiano scelta una volta venute a conoscenza del tema ESG, poiché inizialmente si tende a concentrarsi su un portafoglio con maggior rendimento, coerentemente con l'obiettivo di creazione di valore. Ed è anche possibile analizzare come la propensione al rischio impatta sulla scelta del portafoglio; infatti, un soggetto più avverso al rischio dovrebbe essere interessato di più ad un portafoglio con un basso ESG Risk Rating (preso come misura della rischiosità dei portafogli), anche se questo potrebbe sacrificare il rendimento.

#### 4.1.2 Descrizione del questionario

Si è partiti da un questionario, che ha permesso di estrapolare informazioni utili per lo svolgimento dello studio, fornendo un'analisi descrittiva, qualitativa e quantitativa, circa l'alfabetizzazione finanziaria nonché la conoscenza del tema ESG.

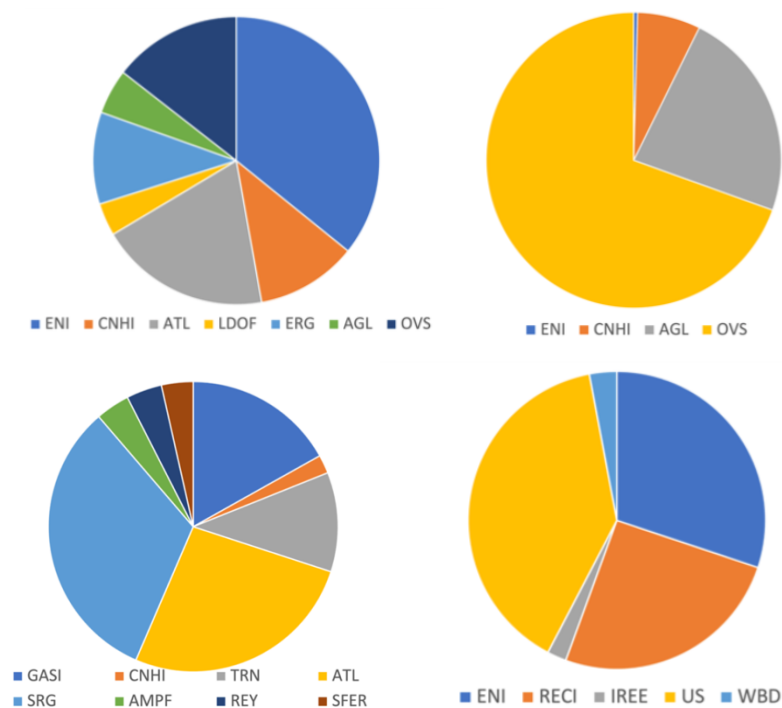
Il questionario è stato somministrato in un intervallo temporale di circa due mesi, a partire dalla metà di novembre 2022, ad un campione di oltre 200 persone di tutte le età, divulgato avvalendosi dei vari social e attraverso il passa parola, garantendone l'anonimato. Per la stesura del questionario si è scelto di adottare uno stile abbastanza semplice, con domande mirate sulla finanza. I dati ottenuti sono stati inseriti in un foglio Excel e successivamente si è passati alla revisione e pulizia degli stessi, a seguito della quale sono stati fatti grafici, a torta ed istogrammi, avvalendosi del linguaggio R, al fine di svolgere un'analisi più accurata.

Le domande poste sono state pensate al fine di dividere gli intervistati in 5 cluster di età, in modo da fare uno studio generazionale e cercare di confrontare la conoscenza dei giovani e degli adulti su determinati argomenti. Le fasce di età sono le seguenti:  $\leq 18$ , 19-30, 31-45, 46-65,  $>65$ .

Inoltre, è stata identificata la professione, nonché la ricchezza finanziaria dei singoli, poiché entrambi impattano positivamente sulla propensione al rischio di un individuo. Teoricamente, l'avversione al rischio è minore quanto maggiore è il patrimonio, e, in aggiunta a ciò, essa impatta sulla funzione di utilità di ogni

soggetto ( $u(x)$ ), influenzandone la curvatura. Si è voluta studiare anche la conoscenza degli intervistati circa la finanza e il tema ESG, ciò per valutare l'alfabetizzazione finanziaria nel nostro Paese, la conoscenza del tema recente legato alla sostenibilità e l'inserimento sempre più attivo all'interno delle varie aziende. Inoltre, i soggetti sono stati posti di fronte ad una scelta di investimento tra quattro portafogli proposti, ognuno dei quali è caratterizzato da un rendimento ed un ESG Risk Rating differente, nonché da una diversa composizione.

**Figura 4.1: Rappresentazione grafica dei quattro portafogli proposti nel questionario**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

I portafogli sopra rappresentati sono rispettivamente, partendo dal primo in alto a sinistra fino ad arrivare all'ultimo in basso a destra, portafoglio 1, portafoglio 2, portafoglio 3 e portafoglio 4.

Il primo portafoglio ed il secondo portafoglio corrispondono rispettivamente al numero 19 e al 28, presentati nel capitolo precedente. Sono stati scelti per la loro composizione, ma soprattutto per l'alto rendimento di entrambi ottenuto negli ultimi due anni, 42,38% per il primo e 57,36% per il secondo. Per quanto concerne invece l'ESG Risk Rating, vi è una lieve differenza, poiché il n. 19 presenta un punteggio leggermente più alto, pari a 19,36 ed il n. 28 pari a 15,35.

Invece, per quanto riguarda il portafoglio 3 ed il 4 sono stati costruiti in maniera differente. Alla base della loro costruzione vi sono sempre i titoli compositori del MIB ESG, ma nel primo caso sono state scelte esclusivamente le aziende con un punteggio ESG Risk Rating basso (inferiore a 20) e nel secondo caso le società con uno score molto più alto (maggiore di 25). È bene ricordare che, come per i precedenti, ci si è avvalsi di score ESG forniti da Morningstar Sustainalytics.

Il procedimento per la costruzione è il medesimo del n. 19 e 28, ossia è stato impiegato il software di programmazione Matlab, andando a costruire due tipologie di frontiere efficienti. La prima, ossia quella dalla quale è stato scelto il portafoglio 3, è costruita esclusivamente con società legate ad uno sviluppo sostenibile, ciò lo si può notare anche dall'ESG Risk Rating del paniere di titoli pari a 13,66. Nel caso in esame è il portafoglio con un punteggio sostenibile migliore, e sul quale si

presuma ricada la scelta di soggetti più attenti all'ambiente, al social ed alla governance, caratterizzato da un rendimento, degli ultimi due anni, pari a 16,04%, molto basso rispetto ai precedenti due. La seconda frontiera è stata costruita avvalendosi solo di titoli ad alto impatto ambientale, sociale e di governance. Dalla seguente è stato scelto il portafoglio 4, il quale presenta il più alto ESG Risk Rating, ossia di 28,25, ed un rendimento di 16,02% a due anni.

A seguito di questa prima scelta, i soggetti sono stati sottoposti ad una ulteriore, supponendo una variazione dei rendimenti dei singoli portafogli a seguito di una simulazione in cui si è andato a studiare l'andamento di ognuno di essi da qui ad un anno. Tenendo conto che il punteggio ESG è rimasto stabile per ciascuno dei precedenti, è stata supposta una variazione annuale media pari a: +3,27% per il portafoglio 1, +1,51% per il 2, +3,85% per il portafoglio 3 e +1,90% per il 4.

Le due scelte poste agli intervistati sono utili per comprendere il modo e, soprattutto, il reale interesse che vi è alla base delle loro scelte di investimento, se incentrato esclusivamente sulla massimizzazione del rendimento, senza valutare l'impatto sostenibile, oppure se quest'ultimo rientra nel processo decisionale.

## **4.1 VALUTAZIONE QUANTITATIVA DELLA RICERCA**

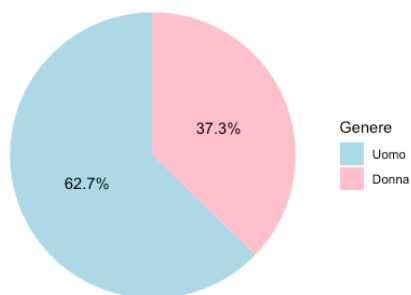
### 4.1.1 Analisi descrittiva

La seguente sezione è dedicata all'analisi dei dati raccolti con la divulgazione e compilazione del questionario.



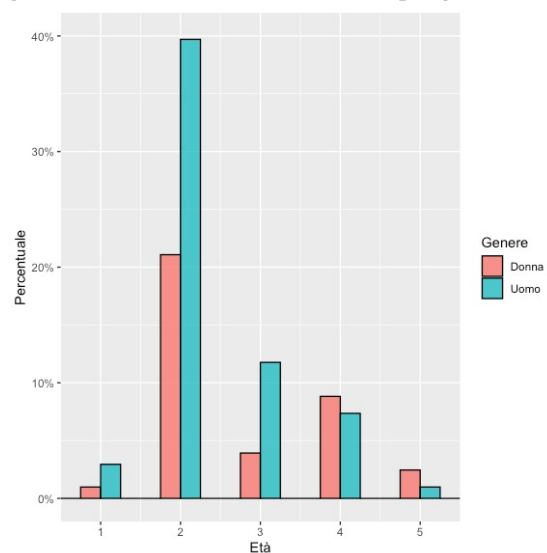
Innanzitutto, come già detto, viene suddiviso il campione identificando la percentuale di donne e uomini sottoposti al questionario. Stando ai risultati, è stata ottenuta una percentuale di risposte maschili superiore a quelle femminili, più della metà, ma ovviamente il grafico sotto si riferisce al numero di coloro che hanno risposto al questionario. Il genere è stato trasformato in una variabile dummy, attribuendo il valore 0 all'uomo e 1 alla donna.

**Figura 4.2: Distribuzione del genere**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

**Figura 4.3: Distribuzione dell'età divisa per genere.**



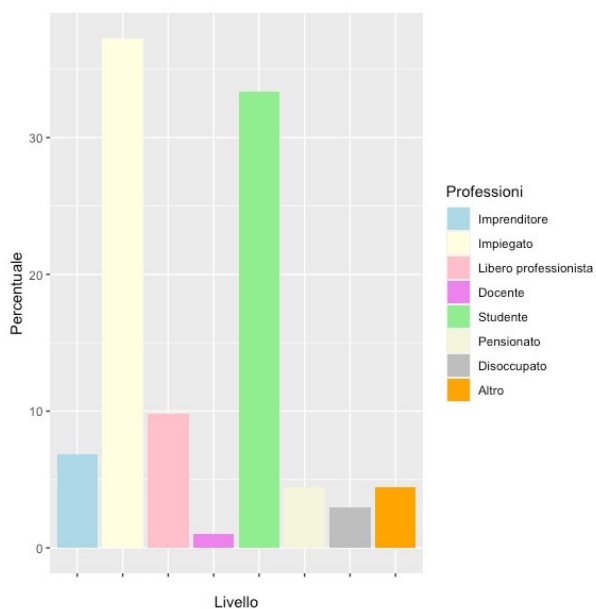
**Fonte: Nostre elaborazioni**

Inoltre, gli intervistati sono stati divisi in cinque cluster di età al fine di ottenere informazioni più dettagliate. Per semplicità sono stati individuati come variabile esplicativa discreta, con punteggi da 1 a 5, partendo dalla fascia più bassa ( $\leq 18$ ) fino ad arrivare a quella più alta ( $> 65$ ). È possibile notare dal grafico che vi è uno sbilanciamento di età, con una concentrazione maggiore nel secondo cluster, 19-30,

con una certa maggioranza di uomini (40%), stessa maggioranza ottenuta anche nel range 31-45. Invece, una maggioranza di risposte femminili la si è ottenuta nel cluster 45-65.

Dal quesito che riguarda la ricchezza finanziaria, espressa in euro, è venuto fuori che il 36% dei soggetti detiene un capitale <10 mila, il 14% possiede tra 10 – 20 mila euro, il 10% tra 20 – 40 mila, poi vi è il 5% e l'8% che detengono rispettivamente 40 – 60 mila e 60 – 100 mila, il 12% ha una ricchezza di 100 – 250 mila euro, solo il 6% ne possiede 250 – 500 mila e, infine, il 7% > 500 mila euro. Per quanto riguarda la professione svolta dal campione intervistato, risulta che più del 30% sono studenti e quasi la metà sono impiegati.

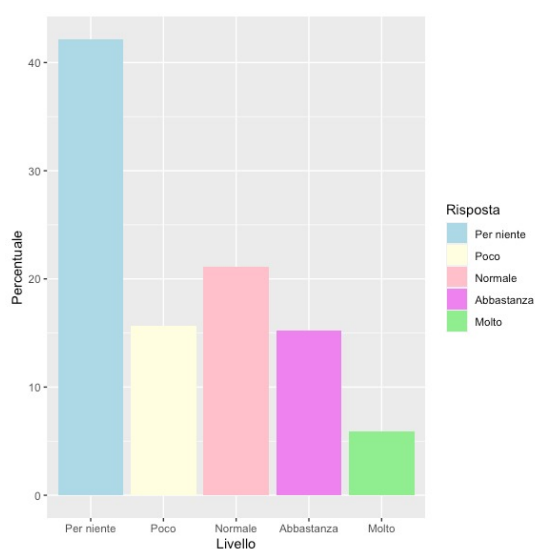
**Figura 4.4: Distribuzione delle professioni**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

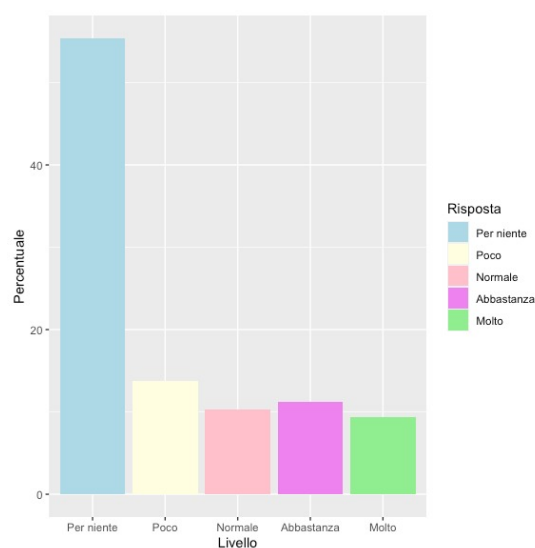
Dai grafici successivi si evince l'alfabetizzazione finanziaria e la conoscenza del tema ESG. È possibile notare come una stragrande maggioranza, ossia per un 40% abbondante, non è a conoscenza del mondo finanziario e per più della metà non ha mai sentito parlare di ESG.

**Figura 4.5: Alfabetizzazione finanziaria**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

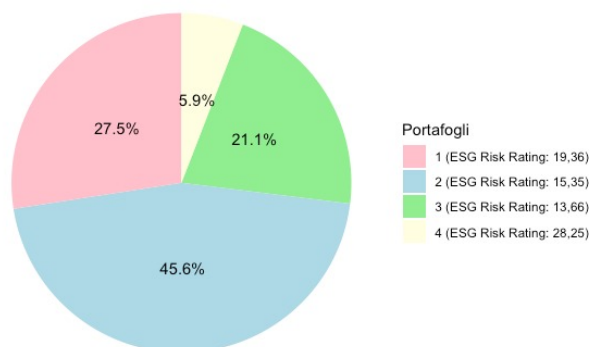
**Figura 4.6: Conoscenza ESG**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

Nell'ultimo quesito previsto dall'indagine, si è chiesto al campione di esprimere una preferenza riguardo ai quattro portafogli proposti, la quale poi dovrà esser ripetuta, cambiandola o confermandola, supponendo che da qui ad un anno vi è stata una variazione media dei rendimenti dei portafogli. Dalla figura 4.7 si può notare che la maggior parte degli intervistati ha scelto il portafoglio con il più alto rendimento, non puntando a quello con il miglior score ESG. Su un totale di 204 intervistati, 56 hanno scelto il primo portafoglio, 93 il secondo, 43 il terzo e solo 12 il quarto.

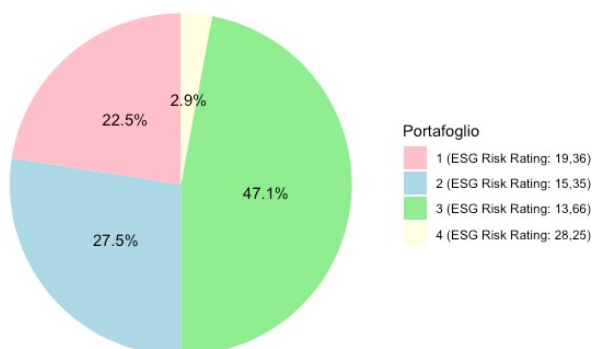
**Figura 4.7: Distribuzione della prima scelta**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

Dalla figura 4.8 è possibile notare come viene modificata la distribuzione a seguito della seconda scelta. 75 persone hanno modificato la scelta fatta all'inizio, decidendo quindi di investire il proprio capitale in un altro portafoglio. Per un'analisi più accurata è possibile dire che di queste 75: 58 hanno cambiato scegliendo il portafoglio 3, facendo diventare così la somma di coloro che investe in quel paniere di titoli pari a 96; 6 sono passati al secondo portafoglio, portando ad un totale di 56 persone che allocano il proprio capitale nel 2; 9 hanno scelto il numero 1, per un totale di 46 intervistati, ciò è stato influenzato anche dall'elevata variazione di rendimento che ha portato dopo un anno il portafoglio 1; ed infine solo 1 persona ha modificato con il quattro. Del seguente totale, gli intervistati che hanno cambiato la loro scelta per un portafoglio più ESG sono 62.

**Figura 4.8: Distribuzione della seconda scelta**

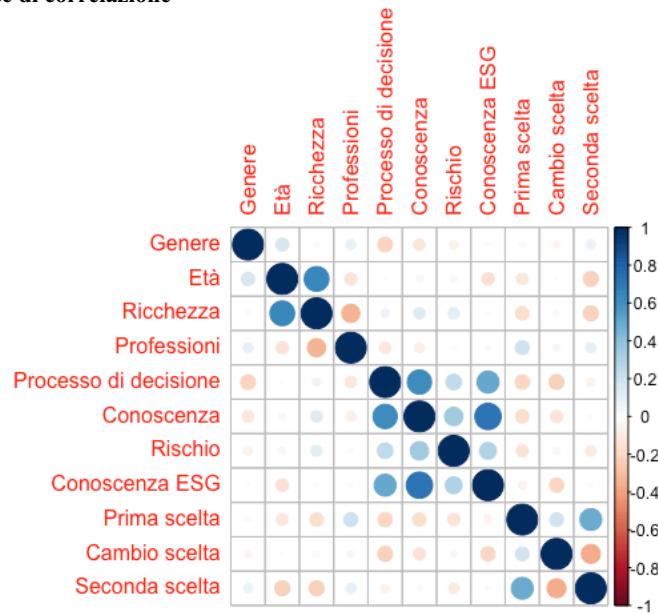


**Fonte: Nostre elaborazioni**

#### 4.2.2 Correlazione tra le variabili

Passando a trattare dell'analisi dei dati, si è iniziato con lo studio delle correlazioni, in modo da avere un'idea più precisa su quali variabili inserire in una eventuale regressione e come queste potrebbero reagire. Si procede alla creazione della matrice delle correlazioni (figura 4.9) fra le variabili prese in considerazione. Ad ogni variabile è stato attribuito un valore numerico, ovvero un peso assegnato arbitrariamente in maniera crescente, ciò poiché studiarle come caratteri sarebbe stato molto più complicato e non sarebbe stato possibile comprendere le relazioni esistenti tra le stesse. È bene tener presente il punteggio attribuito alle professioni, utile per leggere le figure riportate sotto (1= Imprenditore, 2=Impiegato, 3=Libero professionista, 4=Docente, 5=Studente, 6=Pensionato, 7=Disoccupato, 8=Altro).

Figura 4.9: Matrice di correlazione



	Genere	Età	Ricchezza	Professioni	Processo di decisione	Conoscenza	Rischio	Conoscenza ESG	Prima scelta	Cambio scelta	Seconda scelta
Genere	1	0,171	0,022	0,094	-0,218	-0,128	-0,066	-0,001	0,027	-0,041	0,082
Età	0,171	1	0,64	-0,148	0,002	-0,04	-0,036	-0,156	-0,129	0,002	-0,23
Ricchezza	0,022	0,64	1	-0,338	0,061	0,128	0,119	0,018	-0,179	0,023	-0,23
Professioni	0,094	-0,148	-0,338	1	-0,124	-0,088	-0,018	0	0,196	0,039	0,098
Processo di decisione	-0,218	0,002	0,061	-0,124	1	0,615	0,246	0,502	-0,209	-0,225	-0,061
Conoscenza	-0,128	-0,04	0,128	-0,088	0,615	1	0,349	0,726	-0,177	-0,142	0,018
Rischio	-0,066	-0,036	0,119	-0,018	0,246	0,349	1	0,291	-0,143	-0,031	-0,106
Conoscenza ESG	-0,001	-0,156	0,018	0	0,502	0,726	0,291	1	-0,055	-0,205	0,016
Prima scelta	0,027	-0,129	-0,179	0,196	-0,209	-0,177	-0,143	-0,055	1	0,189	0,495
Cambio scelta	-0,041	0,002	0,023	0,039	-0,225	-0,142	-0,031	-0,205	0,189	1	-0,369
Seconda scelta	0,082	-0,23	-0,23	0,098	-0,061	0,018	-0,106	0,016	0,495	-0,369	1

Fonte: Nostre elaborazioni

Dalla tabella è possibile notare la presenza di correlazioni positive e negative. Vi è una correlazione positiva tra età e ricchezza, ossia all'aumentare dell'età si ha una maggiore ricchezza accumulata, ciò è influenzato anche dalla professione, poiché all'aumentare del grado ricoperto all'interno di un'azienda aumenta la ricchezza. Quest'ultima relazione è possibile identificarla come correlazione negativa tra la variabile professione (i cui pesi sono stati attribuiti in maniera decrescente) e la ricchezza.

Andando a cercare correlazioni più interessanti, si può vedere come il processo di decisione, a cui sono stati assegnati pesi da 1=non investo a 4=investo individualmente, è positivamente correlato all'autoconoscenza, a dimostrazione che più uno ha conoscenza finanziaria più sceglie di investire individualmente, senza l'aiuto di consulenti o di amici e parenti. La correlazione negativa tra genere e processo di decisione sta a significare che il numero di uomini (ai quali è stato assegnato un valore pari a 0, individuando il genere come variabile dummy) che investe è maggiore al numero di donne.

Si nota, inoltre, la correlazione positiva e significativa tra la conoscenza e la conoscenza ESG, ovvero le persone che hanno un'alta autoconoscenza finanziaria generalmente sono più informate su temi riguardanti la sostenibilità, rispetto a chi non ha sostenuto di avere un'alfabetizzazione finanziaria. La seguente correlazione positiva ha un maggior impatto sul processo decisionale, poiché chi investe, oltre ad avere una conoscenza finanziaria, di conseguenza, è competente anche sul campo dell'ESG. Vi è anche una correlazione positiva tra l'autoconoscenza finanziaria e il rischio, e tra conoscenza ESG e rischio, questo probabilmente perché chi ritiene di conoscere di più in materia e in tema ESG è anche disposto a rischiare di più. Ma allo stesso tempo chi ha una maggiore propensione al rischio è colui che investe individualmente, ciò è dimostrato dalla correlazione positiva tra le due variabili.

Inoltre, come è stato presentato in precedenza nelle ipotesi, vi è una maggiore conoscenza ESG tra i giovani, come si nota dalla correlazione negativa in figura.

I portafogli sono stati ordinati in base all'ESG Risk Rating, dal più basso al più alto, con pesi da 1 a 4. Arrivando all'oggetto principale dello studio in analisi, si può vedere come la scelta del primo portafoglio è fortemente correlata alla scelta del secondo. Una possibile spiegazione può essere data dal fatto che la maggior parte delle persone non ha cambiato scelta, infatti solo il 36,7% del campione ha deciso di allocare il proprio capitale in un altro portafoglio. È bene tenere a mente che la variabile attribuita al cambio scelta è una dummy, con valori 0=Cambio e 1=Non cambio.

La cosa interessante, però, è che il cambio di scelta è positivamente correlato alla prima scelta e negativamente correlato alla seconda scelta. Questo perché i soggetti che cambiano sono coloro che hanno scelto un portafoglio con un più alto ESG Risk Rating. Ed inoltre, chi ha deciso di cambiare il portafoglio lo ha fatto per uno con un minor punteggio ESG.

#### 4.2.3 Regressione lineare multipla

Si continua cercando di studiare in maniera più accurata cosa impatta la prima e la seconda scelta di ogni intervistato. Prima di effettuare l'analisi è stata verificata l'idoneità dei dati raccolti, e lo si è fatto utilizzando l'indicatore di adeguatezza del campione Kaiser-Meyer-Olkin (KMO). Questo può assumere valori compresi tra 0



e 1, e per far sì che l'analisi delle componenti principali abbia un senso deve avere un valore almeno superiore a 0,5. Nel nostro caso è stato ottenuto un valore di 0,521, corrispondente al limite di accettazione. Per questo motivo si può procedere ad un'analisi dei dati, la quale però non sarà molto accurata poiché l'indicatore non raggiunge un valore sufficientemente significativo. Ciò è stato anche dimostrato dalla scarsa correlazione che vi è tra le variabili, presentata nel sottoparagrafo precedente.

Il seguente studio inizia da una regressione lineare generalizzata, provando a studiare il fenomeno con due famiglie di distribuzioni differenti, la Poisson e la Normale. Questa scelta è guidata dal fatto che nel campione in esame non ci sono valori continui, ma solo discreti e indipendenti. Innanzitutto, è stata verificata la distribuzione poissoniana dei dati ottenuti, prendendo come variabile dipendente la "Prima scelta", ovvero il portafoglio sul quale gli intervistati decidono di allocare inizialmente il proprio capitale. Si effettua questa analisi per capire da cosa è dettata la scelta degli intervistati; quindi, comprendere i principali fattori che la influenzano, cercando di trovare una relazione lineare tra questi provando così a fare inferenza statistica (figura 4.10). Dalla regressione, fissato un livello di significatività  $\alpha$  pari a 0,05, è possibile notare la non significatività della maggior parte delle variabili, ad eccezione del "Cambio scelta" e della "Seconda scelta". Ciò conferma la correlazione esistente tra le tre, prima presentata. Dal

risultato si può constatare, anche grazie al punteggio di AIC<sup>106</sup>, che il miglior modello è quello che deriva da una normale.

**Figura 4.10: Regressione poissoniana della variabile “Prima scelta”**

```

z value Pr(>|z|)
(Intercept)          0.048 0.96142
Genere               -0.828 0.40751
Età                  0.378 0.70568
Ricchezza_finanziaria 0.030 0.97590
Professioni         -0.196 0.84491
Istruzione          -0.226 0.82131
Tipologia_laureaAltro -0.005 0.99602
Tipologia_laureaAmministrazione - Contabilità - Segreteria 0.168 0.86630
Tipologia_laureaCommerciale - Marketing - Vendite 0.015 0.98801
Tipologia_laureaComunicazione - Relazioni estere - Pubblicità 0.073 0.94142
Tipologia_laureaControllo gestione 0.033 0.97373
Tipologia_laureaEdilizia immobiliare -0.171 0.86420
Tipologia_laureaEducazione e formazione -0.515 0.60634
Tipologia_laureaFinanza -0.002 0.99862
Tipologia_laureaInformatica - IT - Telecomunicazioni 0.020 0.98376
Tipologia_laureaProduzione, qualità -0.161 0.87223
Tipologia_laureaRedazione - Grafica - Creatività -0.091 0.92712
Tipologia_laureaSanità - Farmacia - Healthcare 0.167 0.86736
Tipologia_laureaTurismo - Ristorazione -0.297 0.76634
Processo_decisione_finanziaria -0.682 0.49546
Autocultura_finanziaria -0.574 0.56608
Propensione_al_rischio -0.087 0.93056
Conoscenza_ESG 0.685 0.49310
Variazione_scelta 2.942 0.00326 **
Seconda_scelta 4.141 3.47e-05 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

(Dispersion parameter for poisson family taken to be 1)

Null deviance: 40.892 on 107 degrees of freedom
Residual deviance: 10.787 on 83 degrees of freedom
(96 observations deleted due to missingness)
AIC: 341.21

Number of Fisher Scoring iterations: 4
Call:
glm(formula = Prima_scelta ~ ., family = "poisson", data = dati)

Deviance Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-1.34907 -0.18761 -0.01296  0.16134  0.98406

Coefficients:
(Intercept)          0.051756  1.069868
Genere              -0.124395  0.150184
Età                 0.061196  0.162837
Ricchezza_finanziaria 0.001411  0.046715
Professioni         -0.008973  0.045870
Istruzione          -0.039567  0.175183
Tipologia_laureaAltro -0.003918  0.785711
Tipologia_laureaAmministrazione - Contabilità - Segreteria 0.137308  0.815533
Tipologia_laureaCommerciale - Marketing - Vendite 0.011948  0.794924
Tipologia_laureaComunicazione - Relazioni estere - Pubblicità 0.062846  0.855174
Tipologia_laureaControllo gestione 0.026886  0.816401
Tipologia_laureaEdilizia immobiliare -0.165896  0.970007
Tipologia_laureaEducazione e formazione -0.449409  0.872125
Tipologia_laureaFinanza -0.001330  0.769135
Tipologia_laureaInformatica - IT - Telecomunicazioni 0.015958  0.784138
Tipologia_laureaProduzione, qualità -0.158858  0.987778
Tipologia_laureaRedazione - Grafica - Creatività -0.082359  0.900216
Tipologia_laureaSanità - Farmacia - Healthcare 0.133803  0.801163
Tipologia_laureaTurismo - Ristorazione -0.389091  1.281762
Processo_decisione_finanziaria -0.044462  0.065226
Autocultura_finanziaria -0.052228  0.091016
Propensione_al_rischio -0.008675  0.099552
Conoscenza_ESG 0.049747  0.075282
Variazione_scelta 0.520662  0.176987
Seconda_scelta 0.388347  0.093792

```

**Fonte: Nostre elaborazioni**

Si prosegue, quindi, facendo una regressione gaussiana con la “Prima scelta” come variabile dipendente e le restanti come variabili esplicative. Anche in questo caso, il “Cambio scelta” e la “Seconda scelta” sono le due variabili più significative, con un alpha di 0,001. Occorre però notare la presenza di altre tre variabili che presentato un certo livello di significatività: il “Genere” e la “Conoscenza ESG” con un alpha pari a 0,1 e il “Processo decisionale” con un alpha di 0,05.

<sup>106</sup> Akaike Information Criteria: un punteggio assegnato alla regressione che mira a premiare la likelihood, penalizzando la quantità di parametri utilizzati. Più è basso il valore migliore è il modello.

Inoltre, si può osservare un AIC di 189,49, inferiore rispetto al precedente pari a 341,21, ciò a conferma di una miglior bontà del secondo modello.

**Figura 4.11: Regressione gaussiana della variabile “Prima scelta”**

```

Call:
glm(formula = Prima_scelta ~ ., family = "gaussian", data = dati)

Deviance Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-1.98773 -0.20469 -0.02732  0.18443  1.62666

Coefficients:
(Intercept)                0.109638    0.786491
Genere                    -0.199082    0.114695
Età                        0.188778    0.119565
Ricchezza_finanziaria     -0.012868    0.034824
Professioni               -0.011314    0.035902
Istruzione                 0.009752    0.124454
Tipologia_laureaAltro     0.125530    0.590188
Tipologia_laureaAmministrazione - Contabilità - Segreteria  0.375400    0.614066
Tipologia_laureaCommerciale - Marketing - Vendite  0.109117    0.589705
Tipologia_laureaComunicazione - Relazioni estere - Pubblicità  0.177468    0.645148
Tipologia_laureaControllo gestione  0.217593    0.612189
Tipologia_laureaEdilizia immobiliare -0.081397    0.688756
Tipologia_laureaEducazione e formazione -0.783018    0.646775
Tipologia_laureaFinanza   0.127722    0.571549
Tipologia_laureaInformatica - IT - Telecomunicazioni  0.205983    0.585427
Tipologia_laureaProduzione, qualità -0.103026    0.711030
Tipologia_laureaRedazione - Grafica - Creatività -0.066522    0.686139
Tipologia_laureaSanità - Farmacia - Healthcare  0.486301    0.604557
Tipologia_laureaTurismo - Ristorazione -0.299978    0.793009
Processo_decisione_finanziaria -0.102652    0.050891
Autocultura_finanziaria  -0.076028    0.069291
Propensione_al_rischio   -0.014562    0.074815
Conoscenza_ESG           0.096847    0.056179
Variazione_scelta        1.075342    0.135940
Seconda_scelta           0.847057    0.072768

(Intercept)                0.139    0.8895
Genere                    -1.736    0.0863
Età                        1.579    0.1182
Ricchezza_finanziaria     -0.370    0.7127
Professioni               -0.315    0.7535
Istruzione                 0.078    0.9377
Tipologia_laureaAltro     0.213    0.8321
Tipologia_laureaAmministrazione - Contabilità - Segreteria  0.611    0.5426
Tipologia_laureaCommerciale - Marketing - Vendite  0.185    0.8537
Tipologia_laureaComunicazione - Relazioni estere - Pubblicità  0.275    0.7839
Tipologia_laureaControllo gestione  0.355    0.7232
Tipologia_laureaEdilizia immobiliare -0.118    0.9062
Tipologia_laureaEducazione e formazione -1.211    0.2295
Tipologia_laureaFinanza   0.223    0.8237
Tipologia_laureaInformatica - IT - Telecomunicazioni  0.352    0.7258
Tipologia_laureaProduzione, qualità -0.145    0.8851
Tipologia_laureaRedazione - Grafica - Creatività -0.097    0.9230
Tipologia_laureaSanità - Farmacia - Healthcare  0.804    0.4235
Tipologia_laureaTurismo - Ristorazione -0.378    0.7062
Processo_decisione_finanziaria -2.017    0.0469 *
Autocultura_finanziaria  -1.097    0.2757
Propensione_al_rischio   -0.195    0.8461
Conoscenza_ESG           1.724    0.0884 .
Variazione_scelta        7.910    9.81e-12 ***
Seconda_scelta          11.641    < 2e-16 ***

---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

(Dispersion parameter for gaussian family taken to be 0.2721195)

Null deviance: 86.917 on 107 degrees of freedom
Residual deviance: 22.586 on 83 degrees of freedom
(96 observations deleted due to missingness)
AIC: 189.49

Number of Fisher Scoring iterations: 2

```

**Fonte: Nostre elaborazioni**

Nella scelta delle variabili più significative si procede con la backward elimination, per trovare un modello più ristretto. Dopo una serie di prove si è arrivati alla regressione rappresentata nella figura 4.12, che presenta solo 3 variabili indipendenti che risultano significative. Nonostante ciò, in quest’analisi l’AIC è superiore rispetto al precedente modello, questo sta a significare che, anche se il modello viene ridotto alle sole variabili significative, non spiega bene il fenomeno in esame.

**Figura 4.12: Regressione lineare normale ristretta**

```
Call:
lm(formula = Prima_scelta ~ Processo_decisione_finanziaria +
    Ricchezza_finanziaria + Professioni, data = dati)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-1.49473 -0.49473 -0.06618  0.63071  2.19458

Coefficients:
                Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)         2.36499    0.20058   11.791 < 2e-16 ***
Processo_decisione_finanziaria -0.11535    0.04239   -2.721 0.00707 **
Ricchezza_finanziaria      -0.04265    0.02474   -1.724 0.08621 .
Professioni                0.05755    0.03178    1.811 0.07162 .
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.8004 on 200 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.0866,    Adjusted R-squared:  0.0729
F-statistic: 6.321 on 3 and 200 DF,  p-value: 0.0004074

[1] 494.0676
~|
```

**Fonte: Nostre elaborazioni**

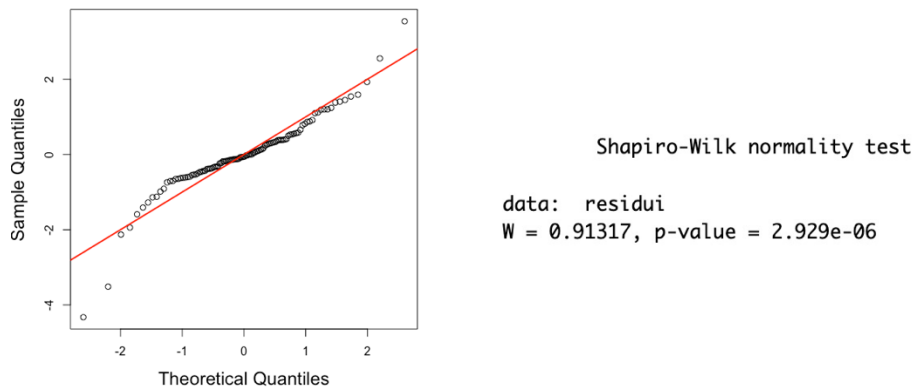
Si procede con lo studio del modello di regressione allargato, andando a verificare che non vengano violate le ipotesi sui residui per poter fare inferenza, ovvero l'omoschedasticità, la distribuzione normale e la media uguale a 0.

Una volta accertato che la media è pari a 0, si passa ai test di normalità: Normal Q-Q Plot e Shapiro test<sup>107</sup>. Il primo viene fatto per avere un'idea grafica, ossia per verificare che i punti coincidano con la retta (0,1) (segnata in rosso nel grafico sotto), ma come si può notare nella figura 4.13 ciò non accade. Il secondo test mostra un valore molto basso, pari a 0,91, quindi non è possibile assumere la normalità dei residui.

---

<sup>107</sup> Lo Shapiro test restituisce un valore da 0 a 1, più il risultato si avvicina ad 1 più si può confermare l'ipotesi di normalità, controllando inoltre che il p-value sia inferiore al livello di significatività scelto.

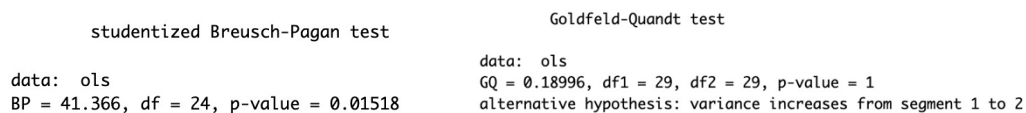
**Figura 4.13: Normal Q-Q Plot e Shapiro test**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

A questo punto si procede con la verifica dell'omoschedasticità (varianza costante). I test utilizzati sono: Breusch-Pagan e Goldfeld-Quandt. Entrambi accettano l'ipotesi nulla, poiché presentano un p-value alto per un livello di significatività pari a 0,01, quindi viene accettata l'ipotesi per cui la varianza rimane costante nel tempo.

**Figura 4.14: Test di Breusch-Pagan e Goldfeld-Quandt**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

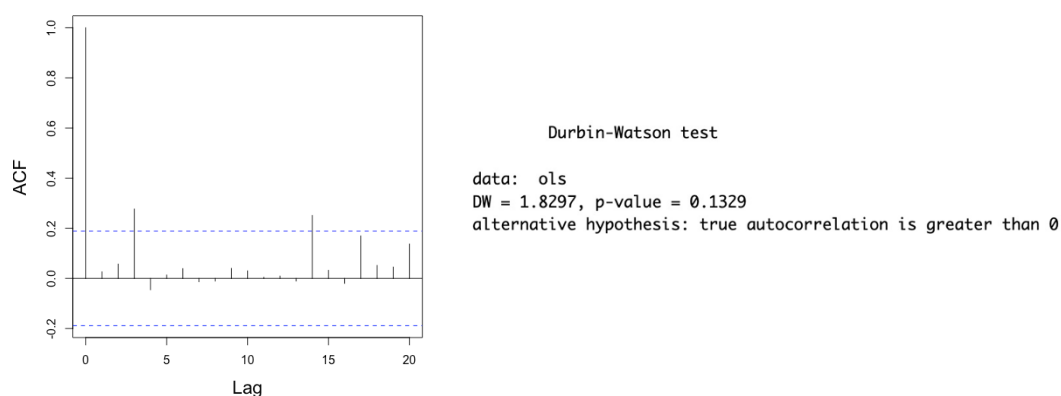
Si prosegue l'analisi con la verifica dell'autocorrelazione, utilizzando sia uno strumento grafico, l'ACF (autocorrelation function), sia il test di Durbin-Watson<sup>108</sup>.

---

<sup>108</sup> Il Durbin-Watson è un test per l'autocorrelazione di primo ordine:  $DW \approx 2(1 - \hat{\rho})$ . DW assume valori tra 0 e 4. Se il risultato del test è intorno a 2 si accetta l'ipotesi nulla, se è poco maggiore o poco minore è inconcludente, invece se è un numero tanto vicino a 0 o a 4 si rifiuta l'ipotesi nulla.

Entrambi sono inconcludenti (figura 4.15), con l'ACF che mostra la presenza di un'autocorrelazione positiva ma non seriale, da come è possibile notare da alcuni spike. Mentre il test di Durbin-Watson ricade nella regione dubbia, con un p-value abbastanza alto per poter accettare l'ipotesi nulla, rifiutando l'alternativa, in cui si presuppone che l'autocorrelazione sia pari a 0.

**Figura 4.15: ACF e test di Durbin Watson**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

A questo punto, viene preso in considerazione un modello che cerca di eliminare l'autocorrelazione appena vista, Cochrane-ortcutt<sup>109</sup>. Seguendo questa strada il risultato di DW è passato da 1,829 a 2,024, facendo sì che l'ipotesi nulla venga accettata e annullando, così, l'autocorrelazione dei residui.

---

<sup>109</sup> Il Cochrane-ortcutt è un approccio econometrico ben noto per tenere conto della correlazione seriale nel termine di errore del modello lineare.

**Figura 4.16: Modello di Cochrane-orecutt per l'autocorrelazione di primo ordine**

```
Call:
lm(formula = Prima_scelta ~ ., data = dati)

number of interaction: 30
rho 0.023376

Durbin-Watson statistic
(Original): 1.82970 , p-value: 1.329e-01
(transformed): 2.02380 , p-value: 4.76e-01
```

**Fonte: Nostre elaborazioni**

Dopo aver fatto uno studio accurato sui residui, si è arrivati alla conclusione che lo scoglio più grande è l'assenza della distribuzione normale degli errori, quindi, è stato deciso di effettuare un Bootstrap. Il Bootstrap può essere applicato in quanto ha alla base l'ipotesi di non dipendenza delle variabili, e in questo caso si è in presenza di dati discreti ed indipendenti tra loro; inoltre, il campione ha una grandezza sufficiente e non vi sono outliers. L'idea di partenza è quella di creare un campione più ampio rispetto a quello osservato per cercare di migliorare il modello e svincolarlo dall'assenza di distribuzione normale dei residui. Nonostante il modello con un  $R^2$  maggiore è la regressione allargata, che tiene conto di tutte le variabili, si procede considerando solo quelle significative, ossia la "Ricchezza finanziaria", le "Professioni" e il "Processo decisionale", andando, così, ad effettuare una regressione lineare ristretta. Viene fatto ciò poiché lo studio in esame si focalizza sull'individuazione di variabili specifiche che influenzano la scelta dei portafogli fatta dai singoli intervistati. Dalla seguente regressione è possibile notare come la significatività delle singole variabili è maggiore rispetto al modello precedente, con

un alpha dello 0,01 per la “Ricchezza finanziaria” e dello 0,05 per le “Professioni” e per il “Processo decisionale”. A conferma di quanto detto vi è la presenza di un  $R^2$  più significativo, poiché si passa da un valore di 0,0866 ad un valore di 0,1671.

**Figura 4.17: Regressione lineare normale ristretta con Bootstrap**

```
Call:
lm(formula = ystar ~ x$Ricchezza_finanziaria + x$Professioni +
    x$Processo_decisione_finanziaria)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-1.54546 -0.41384 -0.04384  0.56624  2.03904

Coefficients:
                Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)         2.49837    0.18634   13.408 < 2e-16 ***
x$Ricchezza_finanziaria -0.09843    0.02298   -4.283 2.86e-05 ***
x$Professioni         0.05946    0.02952    2.014  0.0453 *
x$Processo_decisione_finanziaria -0.09220    0.03938   -2.341  0.0202 *
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.7436 on 200 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.1671, Adjusted R-squared:  0.1546
F-statistic: 13.38 on 3 and 200 DF, p-value: 5.43e-08
```

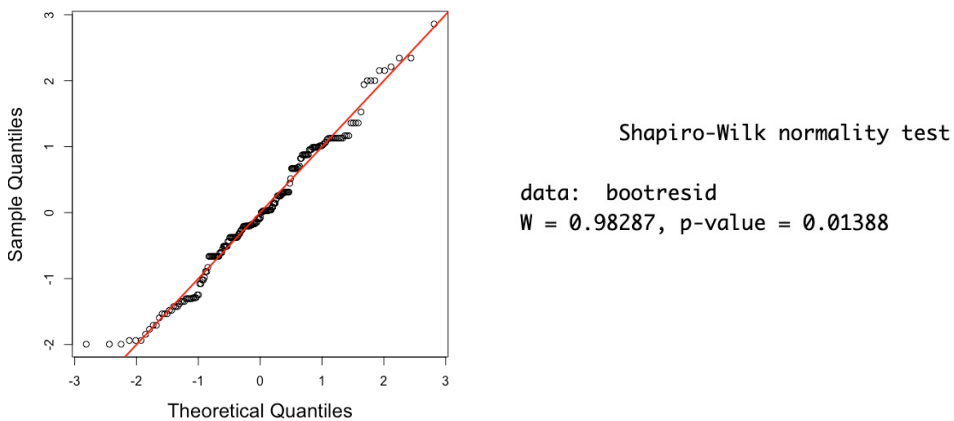
**Fonte: Nostre elaborazioni**

Proseguendo con l’analisi, confermata la miglior performance del seguente modello, si passa nuovamente allo Shapiro test e al Normal Q-Q Plot. Dalla figura 4.18 si osserva il minor valore ottenuto dal p-value nel primo test, inferiore ad un alpha di 0,01, che fa sì che venga accettata l’ipotesi nulla, ossia che le osservazioni in esame sono distribuite come una normale. Come si evince anche dal Normal Q-Q Plot, fatta eccezione per la coda sinistra, i punti si dispongono in modo meno



dispersivo lungo la retta dimostrando che le due distribuzioni sono diventate più simili rispetto a prima.

**Figura 4.18: Normal Q-Q Plot e Shapiro test**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

**Figura 4.19: Confronto tra le stime dei parametri**

	Observed	Bootstrap	SEb	95% LB	95% UB
lalpha	2.3649884	2.3642230	0.1988769	1.9744243	2.7540216
lbeta	-0.0426508	-0.0424710	0.0249326	-0.0913389	0.0063970
lbeta 2	0.0575499	0.0576533	0.0315561	-0.0041966	0.1195031
lbeta 3	-0.1153541	-0.1157418	0.0422600	-0.1985713	-0.0329122
lsigma	0.8004373	0.7914117	0.0360558	0.7207424	0.8620810
IR^2	0.0866014	0.1000630	0.0378050	0.0259652	0.1741608
IF	6.3208151	7.5467576	3.2002723	1.2742238	13.8192914

**Fonte: Nostre elaborazioni**

Quanto dimostrato può essere un nuovo punto di inizio per poter fare inferenza. Il modello da cui si parte è sempre:  $Y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \varepsilon$  con il nuovo  $\alpha$  e i nuovi beta stimati dalla regressione Bootstrap, molto simili alle prime stime, come si può notare dalla Figura 4.17. La variabile “Processo decisionale” ha un

coefficiente negativo, ciò sta a significare che all'aumentare del punteggio attribuito alla suddetta variabile, si avrà una diminuzione della Y di 0,09, ovvero diminuisce il valore della "Prima scelta"; in breve, gli intervistati che investono individualmente scelgono un portafoglio più ESG. Stessa cosa succede per la ricchezza, ovvero gli intervistati con un livello di ricchezza finanziaria maggiore investono in portafogli più ESG. Invece, per le professioni vale la relazione opposta, quindi più si sale verso la scala dei punteggi assegnati alla seguente variabile (in questo caso i livelli più alti si riferiscono a pensionati e disoccupati) più si sceglie un portafoglio meno ESG.

L' $R^2$ , nonostante sia rimasto basso, è notevolmente migliorato, passando da 0,08 a 0,1 (in media), questo sta a significare un miglioramento generale quando si utilizza il Bootstrap, probabilmente dovuto al maggior numero di osservazioni che si riesce ad ottenere.

## **4.3 RIFLESSIONI CONCLUSIVE**

### 4.1.1 Analisi delle componenti principali

Lo studio appena concluso ha evidenziato delle difficoltà nel trovare combinazioni lineari che spieghino adeguatamente il fenomeno in esame. Il maggiore  $R^2$  ottenuto dalla regressione lineare multipla è stato pari a 0,76, un valore accettabile ma non ottimale per svolgere un'analisi accurata. Si è ricorso, quindi, all'analisi delle componenti principali (PCA), cercando di creare delle combinazioni delle variabili

proiettando quelle originarie in un nuovo sistema cartesiano, ordinandole in modo decrescente di varianza. Tutto ciò per semplificare il campione di origine e ridurre il numero di variabili esplicative. Il seguente metodo parte dalla matrice delle correlazioni (vista nel sottoparagrafo 4.2.2) da cui si estraggono autovalori ed autovettori, di seguito riportati:

**Figura 4.20: Matrice degli autovettori**

	PC1	PC2	PC3	PC4	PC5	PC6	PC7	PC8	PC9	PC10	PC11	PC12
Genere	-0,096	-0,004	-0,422	0,548	0,453	0,315	-0,216	0,310	-0,173	0,039	0,143	-0,116
Età	-0,063	-0,503	-0,367	0,178	-0,116	-0,305	0,001	-0,115	-0,219	-0,108	-0,593	0,213
Ricchezza finanziaria	0,066	-0,527	-0,295	0,086	-0,272	-0,005	0,097	-0,257	0,251	0,208	0,604	-0,057
Professioni	-0,101	0,304	0,129	0,486	0,190	-0,688	0,119	-0,262	0,048	0,171	0,142	0,010
Istruzione	0,400	0,157	-0,056	0,033	0,169	0,352	-0,043	-0,723	-0,252	0,223	-0,124	0,081
Processo decisione finanziaria	0,441	-0,035	0,040	-0,123	-0,121	-0,299	-0,191	0,260	-0,680	0,013	0,330	0,093
Autocultura	0,493	0,001	0,001	0,140	-0,185	-0,100	-0,175	0,211	0,273	0,366	-0,330	-0,548
Propensione al rischio	0,289	-0,064	0,156	0,303	-0,040	0,190	0,834	0,198	-0,107	-0,100	-0,040	0,030
Conoscenza ESG	0,465	0,112	-0,034	0,246	-0,070	-0,004	-0,263	0,033	0,429	-0,491	0,054	0,455
Prima scelta	-0,181	0,351	-0,188	0,243	-0,622	0,102	-0,033	-0,179	-0,220	-0,379	0,039	-0,354
Variazione scelta	-0,205	-0,134	0,511	0,399	-0,364	0,253	-0,255	0,076	-0,085	0,361	-0,048	0,334
Seconda scelta	-0,027	0,439	-0,507	-0,136	-0,259	0,000	0,172	0,210	0,077	0,452	-0,045	0,422

Fonte: Nostre elaborazioni

**Figura 4.21: Matrice degli autovalori**

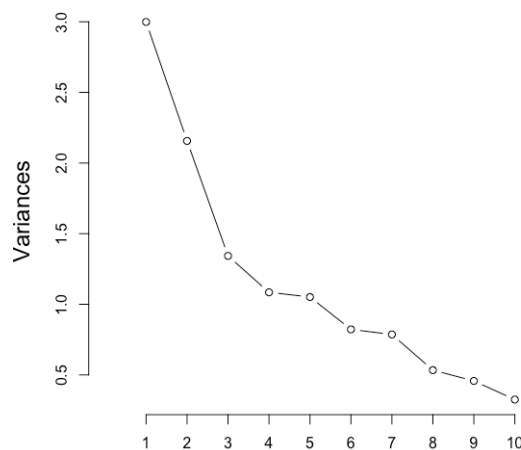
	PC1	PC2	PC3	PC4	PC5	PC6	PC7	PC8	PC9	PC10	PC11	PC12
Genere	2,999	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Età	0	2,157	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ricchezza finanziaria	0	0	1,342	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Professioni	0	0	0	1,085	0	0	0	0	0	0	0	0
Istruzione	0	0	0	0	1,052	0	0	0	0	0	0	0
Processo decisione finanziaria	0	0	0	0	0	0,822	0	0	0	0	0	0
Autocultura	0	0	0	0	0	0	0,786	0	0	0	0	0
Propensione al rischio	0	0	0	0	0	0	0	0,533	0	0	0	0
Conoscenza ESG	0	0	0	0	0	0	0	0	0,457	0	0	0
Prima scelta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,326	0	0
Variazione scelta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,272	0
Seconda scelta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,169

Fonte: Nostre elaborazioni

A questo si procede con la selezione delle componenti principali attraverso due criteri: il primo consiste nel prendere quelle in grado di spiegare circa l'80-90% della variabilità totale; il secondo, la regola di Kaiser, fa ricadere la scelta sulle prime cinque, ovvero quelle con gli autovalori maggiori di 1.

I due criteri portano a scelte di componenti differenti, poiché il secondo, come appena detto, porta a selezionare le prime cinque PC, invece per il primo vengono prese le PC da 1 a 7, come è possibile osservare nella figura sotto indicata.

**Figura 4.22: Plot degli autovalori**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

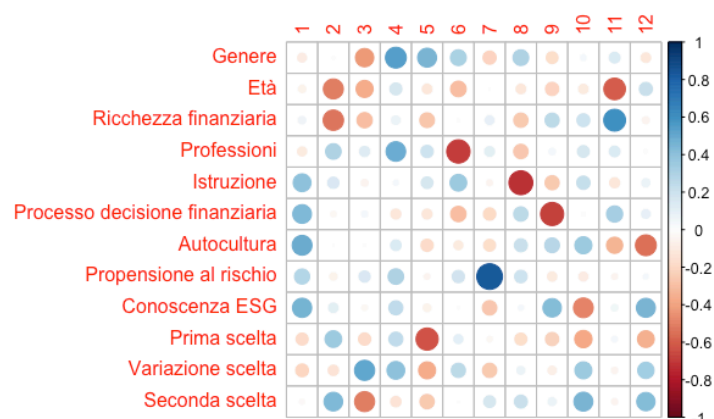
**Figura 4.23: Percentuale degli autovalori**

Importance of components:										
	PC1	PC2	PC3	PC4	PC5	PC6	PC7	PC8	PC9	PC10
Standard deviation	1.7317	1.4685	1.1586	1.0416	1.02544	0.90684	0.88668	0.73063		
Proportion of Variance	0.2499	0.1797	0.1119	0.0904	0.08763	0.06853	0.06552	0.04448		
Cumulative Proportion	0.2499	0.4296	0.5415	0.6319	0.71952	0.78805	0.85356	0.89805		
	PC9	PC10	PC11	PC12						
Standard deviation	0.67630	0.57053	0.52125	0.41089						
Proportion of Variance	0.03812	0.02713	0.02264	0.01407						
Cumulative Proportion	0.93616	0.96329	0.98593	1.00000						

**Fonte: Nostre elaborazioni**

Per avere un'idea più chiara si fa una rappresentazione grafica degli autovettori. La prima componente principale è composta maggiormente dalle variabili che riguardano la sfera finanziaria, la seconda da quelle che riguardano l'allocazione del proprio capitale e l'età, la terza, invece, riguarda la sfera anagrafica. La combinazione delle prime tre PC spiega oltre il 50% della varianza, tenendo in considerazione il fatto che la PC1 da sola spiega il 25% della variabilità totale e per questo le variabili riguardanti la conoscenza finanziaria, ESG e la propensione al rischio sono le più importanti per studiare il campione analizzato.

**Figura 4.24: Rappresentazione grafica degli autovettori**



**Fonte: Nostre elaborazioni**

#### 4.3.2 Studio dei risultati

Dopo una serie di analisi svolte, si è giunti a comprendere da cosa è guidata la scelta, tra i quattro portafogli proposti, degli intervistati. Lo studio è iniziato con la matrice delle correlazioni, che ha permesso di avere un'idea del legame che sussiste

tra le variabili. Principalmente l'attenzione viene rivolta alla "Prima scelta" ed alla "Seconda scelta". Dalla matrice è stato possibile notare che gli intervistati più incentivati ad allocare i propri capitali in portafogli con un ESG Risk Rating basso sono per lo più lavoratori attivi o chi detiene un maggior livello di ricchezza, con un'età avanzata, con una maggiore propensione al rischio o coloro che possiedono più conoscenza in ambito finanziario. Questi risultati sono stati confermati dal modello di regressione lineare, in quanto il segno dei coefficienti è in linea con quanto affermato.

Inoltre, dalle risposte del questionario è venuto fuori che 75 intervistati decidono di cambiare scelta, 62 dei quali indirizzandosi verso un portafoglio con un ESG Risk Rating più basso, ma solo 58 decidono di investire nel portafoglio con il punteggio migliore. Un dato interessante è il profilo di questi 58 intervistati, per lo più uomini e di età compresa tra 18-30 (52% dei 58), poiché sono solo 17 i soggetti che conoscono argomenti di finanza, e 8 dei quali hanno una certa conoscenza ESG. Inoltre, è bene annotare la ricchezza detenuta dagli stessi, poiché, in linea con l'età, detengono la più bassa fascia di ricchezza finanziaria (<10 mila). In aggiunta a ciò, sono solo 1/3 coloro che già investono e da questo è possibile desumere che la maggior parte degli intervistati che cambiano scegliendo un portafoglio ESG migliore non sono a conoscenza di argomenti finanziari, quindi una possibile ipotesi è che non conoscendo l'argomento sono più facilmente influenzabili dalle informazioni che sono state fornite prima di effettuare una nuova scelta di

portafoglio. Quanto risultato è in linea con ciò che è stato dimostrato in precedenza con le correlazioni, ossia la relazione negativa tra variazione di scelta e conoscenza finanziaria, nonché ESG.

Coloro che hanno scelto fin dalla prima allocazione il portafoglio con un ESG migliore sono più attenti all'impatto ambientale, sociale e di governance, e non guidati nella loro scelta di portafoglio solo dalla performance finanziaria. Sono per lo più soggetti che conoscono già la finanza, nonché l'argomento dell'ESG, e, coerentemente a ciò, più della metà investe. È stato riscontrato che i soggetti che scelgono fin da principio il portafoglio con un basso ESG Risk Rating sono impiegati e giovani di età compresa tra 18-30.

Per giunta, la ricchezza e il genere non sono variabili discriminanti, in quanto hanno una distribuzione omogenea.

In conclusione, a seguito di un'accurata analisi dei dati, è venuto fuori che su un campione di 204 intervistati, 96 decidono di investire in un portafoglio con un miglior punteggio ESG: 58 solo in un secondo momento e 38 fin dalla prima scelta. Ciò da dimostrazione del fatto che la maggior parte dei soggetti tende inizialmente a scegliere un portafoglio concentrandosi solo sulla creazione di valore, quindi interessati alla massimizzazione di rendimento, e solo in un secondo momento si decide di rivedere la propria allocazione e puntare su un portafoglio con un ESG migliore, seppur con una buona performance.

## CONCLUSIONE

L'obiettivo principale della ricerca non è determinare in quali aziende investire, ma capire cosa muove l'interesse degli investitori, se esclusivamente la performance generata dalle varie aziende oppure la loro attenzione è rivolta anche a tematiche ESG.

In letteratura ci sono diversi studi discordanti: alcuni dimostrano una correlazione negativa tra fattori ESG e performance economico-finanziaria, altri invece sostengono che le aziende con buoni punteggi di sostenibilità riducono il costo del capitale, operando in maniera più efficace, e presentano un miglior rendimento.

La regolamentazione presenta ancora delle grandi lacune, poiché è un argomento alquanto moderno, nonostante le sue radici. Questo porta ad una non uniformità tra la normativa dei vari paesi ed all'assenza di regole precise o di parametri standard per la rendicontazione delle aziende. Ciò si tramuta in un problema per le società di rating specializzate, le quali forniscono giudizi di sostenibilità divergenti e, di conseguenza, non direttamente confrontabili. Ad esempio, il punteggio ESG di Sustainalytics è un punteggio di rischio, mentre il punteggio di Refinitiv misura una buona performance. Tralasciando i giudizi discordanti, generalmente tutte concordano sull'influenza positiva delle variabili ESG sul rating del credito.

Nonostante la finanza sostenibile stia crescendo negli ultimi anni, rimane un settore giovane, ciò a dimostrazione del recente lancio e, di conseguenza, della scarsa



notorietà di alcuni strumenti finanziari. Per alcuni dei seguenti non si ha una documentazione molto profonda, come si è visto con il MIB ESG, di cui si hanno dati per meno di due anni, in quanto la sua entrata in vigore risale all'ottobre 2021. Mentre, se si considerano indici azionari tradizionali, si hanno molti dati e informazioni a disposizione, basti pensare al FTSE MIB, fondato nel 1992.

Questa carenza di informazioni, però, non è sintomo di cattive performance, poiché è stato dimostrato come panieri sostenibili, nonostante la maggior volatilità, generano un solido rendimento finanziario.

Inoltre, è molto importante per le aziende entrare a far parte di un indice ESG, in quanto ciò rappresenta un riconoscimento dei loro impegni ambientali, sociali e di governance. È proprio dalle componenti di questi che sono stati costruiti portafogli efficienti di cui ci si è serviti per l'analisi.

A causa dell'incertezza e soprattutto della recente nascita del mercato sostenibile, più della metà degli intervistati non era a conoscenza del tema, ed è per questo che la prima scelta è stata rivolta prevalentemente ad un portafoglio con alto rendimento, senza tener conto del parametro ESG Risk Rating. Nonostante ciò, molti, anche se in un secondo momento, hanno scelto l'opportunità di investimento secondo una logica ESG.

Il seguente elaborato conferma il risultato di uno studio del 2021 incentrato sull'integrazione ESG presso InvestCo, a cura di Anna Young-Ferris and John

Roberts<sup>110</sup>. Il seguente arriva alle medesime conclusioni appena citate, ossia mostra la difficoltà degli investitori di identificare la rilevanza finanziaria delle questioni ESG, poiché i clienti dei gestori di fondi sono catturati dai guadagni di investimento differendo, così, dall'idea di sostenibilità che vogliono trasmettere i stessi gestori di fondi.

---

<sup>110</sup> European Accounting Review, “‘Looking for Something that Isn’t There’: A Case Study of an Early Attempt at ESG Integration in Investment Decision Making”, a cura di Anna Young-Ferris & John Roberts, 01 Dec 2021.

## SITOGRAFIA

- 1) <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores>
- 2) <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/notizie-dai-partner/mapping-esg-48.htm>
- 3) <https://www.unpri.org/download?ac=10948>
- 4) <https://www.mdpi.com/2071-1050/14/20/13154>
- 5) <https://www.giappichelli.it/media/catalog/product/excerpt/9788892131996.pdf>
- 6) <https://globalcompactnetwork.org/it/>
- 7) <https://unric.org/it/agenda-2030/>
- 8) <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>
- 9) <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>
- 10) <https://investiresponsabilmente.it/glossario/sfdr-regolamentoue-2088/>
- 11) <https://www.dirittobancario.it/art/sfdr-pubblicati-gli-rtts-nella-gazzetta-ufficiale-ue-regolamento-delegato-ue-2022-1288/>
- 12) <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/regolamentazione/regolamento-europeo-investimenti-sostenibili.htm>
- 13) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=EN>
- 14) <https://www.assolombarda.it/servizi/ambiente/documenti/le-linee-guida-per-lapplicazione-della-tassonomia-in-azienda/>
- 15) <https://www.tidona.com/lazione-delle-istituzioni-europee-a-sostegno-della-finanza-sostenibile/>

- 16) <https://www.borsaitaliana.it/speciali/fisherinvestments/italia/gli-investimenti-esg.htm>
- 17) <https://www.borsaitaliana.it/borsa/indici/esg/scheda.html?symbol=I:MESGP>
- 18) <https://www.morningstar.it/it/news/221676/ecco-perché-il-rating-esg-di-tesla-è-deludente.aspx>
- 19) Fabio La Rosa, Francesca Bernini, *ESG controversies and the cost of equity capital of European listed companies: the moderating effects of ESG performance and market securities regulation*, International Journal of Accounting & Information Management, 2022:  
<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJAIM-03-2022-0047/full/pdf>
- 20) Liu, M, *Quantitative ESG disclosure and divergence of ESG ratings*, Web of Science, 2022:  
<https://www-webofscience-com.ezproxy.cad.univpm.it/wos/woscc/full-record/WOS:000843224800001>
- 21) [https://www.msci.com/documents/1296102/1636401/ESG\\_Controversies\\_Factsheet.pdf/4dfb3240-b5ed-0770-62c8-159c2ff785a0](https://www.msci.com/documents/1296102/1636401/ESG_Controversies_Factsheet.pdf/4dfb3240-b5ed-0770-62c8-159c2ff785a0)
- 22) <https://www.ilsole24ore.com/art/dieselgate-7-anni-dopo-molto-piu-una-centralina-truccata-ma-tsunami-l-auto-AE8qON0B>
- 23) <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf>
- 24) [https://static1.squarespace.com/static/5df776f6866c14507f2df68a/t/6343d209f5c3127a270a017c/1665389078383/CSR+Europe\\_Barometer+2022.pdf](https://static1.squarespace.com/static/5df776f6866c14507f2df68a/t/6343d209f5c3127a270a017c/1665389078383/CSR+Europe_Barometer+2022.pdf)
- 25) <https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/>
- 26) Florian Berg, Julian F. Kölbel, Roberto Rigobon, MIT Sloan, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, University of Zurich, 2022:  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3438533](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533)

- 27) [https://www.equita.eu/static/upload/02\\_/02\\_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi\\_vf.pdf](https://www.equita.eu/static/upload/02_/02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf)
- 28) <https://www.morningstar.it/it/news/148095/il-morningstar-sustainability-rating.aspx>
- 29) Christopher Marquis, Michael W. Toffel, Yanhua Zhou, *Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing*, 2015: <https://ssrn.com/abstract=1836472>
- 30) <https://quifinanza.it/green/greenwashing-cose-definizione/479086/amp/>
- 31) [https://link.springer.com/referenceworkentry/10.1007/978-3-642-28036-8\\_104](https://link.springer.com/referenceworkentry/10.1007/978-3-642-28036-8_104)
- 32) <https://webershandwick.it/annunci/state-corporate-reputation-2020-everything-matters-now/>
- 33) <https://www.unipol.it/it/la-nostri-identita/reputation-management/building-protection>
- 34) <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores>
- 35) <https://www.corporateknights.com/rankings/global-100-rankings/2022-global-100-rankings/100-most-sustainable-corporations-of-2022/>
- 36) <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/esg-indexes>
- 37) <https://group.intesasanpaolo.com/it/sostenibilita/news/ultime-di-sostenibilita/2022/intesa-sanpaolo-nella-cdp-a-list>
- 38) <https://www.unicreditgroup.eu/it/strategy.html>
- 39) <https://www.spglobal.com/spdji/en/education/article/faq-sp-dji-esg-scores/>
- 40) <https://www.spglobal.com/spdji/en/education/article/the-sp-500-esg-index-defining-the-sustainable-core>
- 41) <https://www.ubibanca.it/it/sala-stampa/news/cultura-e-responsabilita-sociale/2022/bloomberg-gender-equality-index-2022>
- 42) <https://www.euronext.com>

- 43) <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/esg/sp-global-net-zero-2050-carbon-budget-2022-vintage-index/#overview>
- 44) [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_susdebtsum\\_highlq32022\\_financial.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsum_highlq32022_financial.pdf)
- 45) [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_susdebtsum\\_h1\\_2022\\_02c.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsum_h1_2022_02c.pdf)
- 46) [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Italian-GBP\\_201806.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Italian-GBP_201806.pdf)
- 47) [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard_en)
- 48) [https://www.dt.mef.gov.it/it/debito\\_pubblico/titoli\\_di\\_stato/quali\\_sono\\_titoli\\_btp\\_green/](https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli_btp_green/)
- 49) <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy>
- 50) [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles\\_June-2022-280622.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles_June-2022-280622.pdf)
- 51) <https://www.morningstar.com/articles/972860/the-esg-fund-universe-is-rapidly-expanding>
- 52) <https://www.morningstar.it/it/news/209409/i-record-dei-fondi-sostenibili-europei-nel-2020.aspx>
- 53) <https://www.morningstar.it/it/news/231423/fondi-sostenibili-aumentano-i-flussi-a-livello-globale.aspx>
- 54) <https://www.amundi-etf.it/it/privati/products/equity/amundi-msci-world-climate-transition-ctb-ucits-etf-dr-eur-c/lu1602144229>
- 55) <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09638180.2021.2000458>