

# POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale



**Politecnico  
di Torino**

Tesi di Laurea Magistrale

Finanza sostenibile e fondi ESG:  
un'analisi quali-quantitativa sul risparmio gestito

Relatore:  
Prof. Giuseppe Scellato

Candidato:  
Daniele Bianco

Correlatore:  
Dott. Luca Lodi

Anno Accademico 2020-2021



# Indice

Abstract .....	1
Capitolo 1 – Cambio di paradigma .....	2
1.1. La finanza sostenibile .....	2
1.1.1. Definizione .....	2
1.1.2. Evoluzione storica .....	3
1.1.3. Istituzioni e principi .....	5
1.2. Il quadro legislativo europeo.....	9
1.2.1. Regolamento (UE) 2019/2088.....	10
1.2.2. Regolamento (UE) 2020/852.....	11
1.2.3. Direttiva 2014/95/UE.....	12
1.3. Finanziare lo sviluppo sostenibile .....	14
1.3.1. Blended finance .....	14
1.3.2. Sustainable Bonds .....	16
Capitolo 2 – ESG nel risparmio gestito.....	18
2.1. Le strategie d’investimento SRI.....	19
2.1.1. Negative/ exclusionary screening .....	19
2.1.2. Norms-based screening .....	20
2.1.3. Positive/ best-in-class screening .....	20
2.1.4. ESG integration.....	21
2.1.5. Sustainability-themed investing .....	21
2.1.6. Corporate engagement & shareholder action.....	21
2.1.7. Impact investing .....	22

2.2.	Fondi ESG .....	23
2.2.1.	Integrazione del rischio di sostenibilità .....	23
2.2.2.	Classificazione dei fondi .....	25
2.2.3.	Trade-off tra impatto e rendimento .....	28
Capitolo 3 – Misurare le performance ESG.....		31
3.1.	Lo stato dell'arte.....	33
3.1.1.	Standard di riferimento .....	33
3.1.2.	Indicatori e parametri di misura.....	37
3.2.	Principali provider di rating ESG.....	42
3.2.1.	MSCI ESG Ratings.....	43
3.2.2.	Morningstar Sustainability Ratings .....	47
3.2.3.	Refinitiv ESG Scoring.....	51
Capitolo 4 – L'analisi di FIDA .....		55
4.1.	Approccio alternativo.....	55
4.1.1.	Strumenti utilizzati .....	56
4.1.2.	Indagine sulla concezione di sostenibilità.....	58
4.1.3.	Strategie d'investimento vs. Portafogli .....	59
4.2.	Il FIDArating ESG .....	61
4.2.1.	Le fasi di valutazione .....	61
4.2.2.	Risultati ottenuti .....	63
Capitolo 5 – Riflessioni finali .....		77
Bibliografia e sitografia .....		82

# Indice delle figure

<b>Figura 1.</b> Prospetto riassuntivo dei principi per l'investimento responsabile.....	8
<b>Figura 2.</b> Rappresentazione degli obiettivi per lo sviluppo sostenibile .....	8
<b>Figura 3.</b> I dieci passi del piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile .....	10
<b>Figura 4.</b> Società che redigono il bilancio di sostenibilità .....	64
<b>Figura 5.</b> Percentuali di AUM classificate dalle società sotto l'articolo 6 SFDR .....	65
<b>Figura 6.</b> Percentuali di AUM classificate dalle società sotto l'articolo 8 SFDR .....	66
<b>Figura 7.</b> Percentuali di AUM classificate dalle società sotto l'articolo 9 SFDR .....	66
<b>Figura 8.</b> Implementazione delle strategie SRI in base alla percentuale di AUM .....	68
<b>Figura 9.</b> SDGs a cui le società fanno riferimento nei target d'impatto perseguiti.....	71
<b>Figura 10.</b> Distribuzione della valutazione delle società analizzate (1/2).....	72
<b>Figura 11.</b> Distribuzione della valutazione delle società analizzate (2/2).....	74

# Indice delle tabelle

<b>Tabella 1.</b> Nomenclatura delle strategie SRI .....	22
<b>Tabella 2.</b> Tassonomia degli approcci all'investimento .....	28
<b>Tabella 3.</b> Principali tematiche relative alle prestazioni di sostenibilità .....	38
<b>Tabella 4.</b> Schema di conversione MSCI ESG Ratings .....	45
<b>Tabella 5.</b> Schema di conversione ESG Risk Rating di Sustainalytics.....	49
<b>Tabella 6.</b> Schema di conversione Morningstar Sustainability Rating .....	50
<b>Tabella 7.</b> Schema di conversione Refinitiv ESG Scoring .....	53
<b>Tabella 8.</b> Gerarchia dei pesi per ciascun quesito del FIDA ESG Survey .....	57
<b>Tabella 9.</b> Raggruppamento tabulare degli score ottenuti .....	76



## **Abstract**

Il presente lavoro di tesi nasce dall'esperienza di tirocinio svolto presso FIDA – Finanza Dati Analisi – ed è volto ad offrire una panoramica di come l'interesse verso la sostenibilità si sia esteso al settore finanziario e, in particolar modo, al risparmio gestito. L'attenzione sempre più crescente degli investitori – circa la performance ambientale, sociale e di governance delle imprese in cui sono investiti – ha generato un'impennata della domanda di metriche e reporting affini alle tematiche c.d. ESG (Environmental, Social & Governance) che ha mosso non poco i professionisti del settore ad un consistente approvvigionamento di informazioni per quanto concerne le linee guida, gli standard legali e i principi necessari per rendere il reporting ESG più affidabile e contribuire all'evoluzione degli investimenti sostenibili.

In particolare, l'analisi condotta nella tesi si focalizza sull'asset management e sull'integrazione del rischio latente di sostenibilità, sulla crescita e sulle prestazioni ESG degli strumenti finanziari che promuovono obiettivi sostenibili, e propone una risposta alla difficoltà nel definire, misurare e riportare le performance ESG delle aziende e dei fondi di investimento.

Al riguardo, FIDA ha avviato un gruppo di lavoro, per estendere il proprio database e per distinguere la qualità e l'impegno in termini di sostenibilità delle società di gestione, sviluppando un sistema proprietario di rating ESG, che analizzi i processi e le politiche di investimento dei fondi e che faccia emergere i diversi livelli di sostenibilità indipendentemente dalle pratiche di comunicazione.

# Capitolo 1 – Cambio di paradigma

## 1.1. La finanza sostenibile

### 1.1.1. Definizione

La finanza sostenibile raccoglie l'insieme delle scelte d'investimento ponderate, non solo in base a meri criteri di profitto o in conformità con il profilo di rischio dell'investitore, ma considerando anche l'impatto sull'economia reale, nonché sulla società e sull'ambiente, osservando un orizzonte temporale di lungo periodo.

In particolare, le ponderazioni di carattere socio-ambientale, sempre più correlate, tengono conto degli avvenimenti legati ai cambiamenti climatici e al loro adattamento, alla biodiversità e agli ecosistemi naturali, nonché allo sviluppo del capitale umano, alle disuguaglianze e alle condizioni estreme in cui riversa la società mondiale. La globalizzazione dei mercati ed il consolidamento di una dimensione finanziaria assai distante dall'economia reale hanno messo in evidenza le fragilità di dinamiche per lo sviluppo improntate solo sul profitto.

A tal riguardo, si affermano i criteri ESG (Environmental, Social e Governance), promotori di un vero e proprio cambio di paradigma nella concezione degli investimenti. Il bilanciamento dei fattori ambientali, sociali ed economici, rende possibile intercettare le esternalità negative nei vari settori e segmenti di mercato che possono tramutarsi sia in costi sia in opportunità per imprese, investitori e le altre categorie di soggetti interessati.

Pertanto, il connubio e la corrispondenza tra finanza e sostenibilità possono realmente contribuire all'implementazione di un sistema per lo sviluppo più resiliente, duraturo e che riporti l'umanità al centro. <sup>[1]</sup>

### **1.1.2. Evoluzione storica**

Nel tentativo di ripercorrere l'evoluzione storica degli investimenti sostenibili, è bene menzionare una filosofia d'investimento ritenuta spesso analoga alla finanza sostenibile ma che differisce nei principi, la finanza etica.

Sostanzialmente, gli investimenti socialmente responsabili devono le proprie radici alle religioni che nel corso dei secoli introdussero il divieto di investire in attività non considerate etiche, basti pensare alla condanna della Chiesa nei confronti dell'usura sancita con il Secondo Concilio Lateranense nel 1139. Analogamente, a partire dal XVII secolo, in Inghilterra e negli Stati Uniti, la morale religiosa contaminò le scelte d'investimento delle istituzioni religiose tramite criteri di esclusione ispirati al proprio credo. Un ulteriore esempio è costituito dal movimento dei Quaccheri<sup>1</sup> che, nella riunione del 1758 tenutasi a Filadelfia, proibì ai membri di partecipare al fiorente commercio degli schiavi.

Il primo fondo etico, il "Pioneer Fund", risale al 1928 e fu istituito a Boston con una politica d'investimento volta ad escludere le imprese operanti nel settore bellico, dell'alcool, del tabacco e del gioco d'azzardo. Oltre a ciò, il '900 va altresì ricordato come il secolo del riconoscimento, se non altro formale, della parità dei diritti che avviò la rivoluzione per una maggiore inclusione sociale ed economica delle donne. Sebbene i timidi tentativi nei primi decenni del '900 – lo scoppio del reattore nucleare di Chernobyl, come il disastro chimico a Bhopal, l'incidente della petroliera Exxon Valdez in Alaska, il boicottaggio della Dow Chemical (USA) durante la guerra del Vietnam a causa della fornitura di napalm all'esercito da parte dell'azienda, nonché il regime dell'apartheid in Sudafrica – sono alcuni degli avvenimenti storici che diedero la giusta attenzione alla crescente tendenza di

---

<sup>1</sup> Movimento religioso inglese nato nel XVII sec. dalla predicazione di G. Fox, originariamente chiamato "Children of the light", poi "Society of friends", e soprannominato («i tremanti») dal giudice G. Bennet (1650) in relazione ai fenomeni 'pneumatici' cui si abbandonavano i seguaci di Fox.

inserire le questioni ambientali e sociali nelle strategie economico-finanziarie, modellando progressivamente il mercato verso una forma più etica e sostenibile. D'altro canto, gli investimenti responsabili non sono una logica conseguenza di un forte credo religioso, piuttosto sono un'espressione dell'etica della società e di una crescente consapevolezza dell'impatto delle scelte d'investimento in termini socio-ambientali e quindi di sostenibilità, dal singolo investitore privato alle diverse istituzioni intergovernative.

Nel 1987, le Nazioni Unite pubblicarono "Our Common Future" - noto anche come Brundtland Report - delineando per la prima volta il concetto di sviluppo sostenibile, ossia "quello sviluppo che consente la soddisfazione dei bisogni economici, ambientali e sociali delle attuali generazioni, senza compromettere lo sviluppo delle generazioni future".

In Germania, il concetto di investimento responsabile è emerso negli anni '90, quando sempre più investitori hanno riconosciuto la responsabilità etica del proprio denaro. Nel 1991, dirigenti bancari ed istituzioni ecclesiastiche promossero il progetto Ethical-Environmental Rating (EÖR) presso il Dipartimento di Teologia Cattolica dell'Università Goethe. Un primo risultato fu il Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden (FHL), un insieme di criteri internazionali da cui è stata realizzata la metodologia del Corporate Responsibility Rating (CRR) della Oekom Research AG di Monaco e, successivamente, il CRIC e.V., un consorzio di investitori eticamente orientati. Nel 2001, è stato fondato il Forum Nachhaltige Geldanlagen (delegazione tedesca nel forum pan-europeo EUROSIF), che coinvolge gestori di investimenti, proprietari di asset e fornitori di servizi.

Anche in Italia la comparsa fu relativamente tardiva, con il primo comparto etico nel settore del risparmio gestito del Gruppo Sanpaolo (1997) e la fondazione di Banca Popolare Etica (1998).

Attualmente, la finanza sostenibile vanta diverse soluzioni d'investimento responsabile e una crescita globale che abbraccia i cinque principali mercati con migliaia di miliardi investite. Secondo l'ultimo report del "Global Sustainable Investment Alliance" (GSIA), il mercato dell'investimento sostenibile è cresciuto a tal punto da rappresentare ben oltre il 50% del totale del patrimonio gestito da investitori professionali in Canada, Australia e Nuova Zelanda, circa il 49% in Europa – con tendenza decrescente per via dell'adozione di definizioni più rigorose per gli investimenti sostenibili – il 26% negli Stati Uniti e il 18% in Giappone.<sup>[2][3]</sup>

### **1.1.3. Istituzioni e principi**

Il maggior contributo allo sviluppo degli investimenti socialmente responsabili è da attribuirsi alle istituzioni e al partenariato pubblico-privato. Nel corso del XXI secolo – con l'aumentare delle preoccupazioni legate alle cause e conseguenze dei cambiamenti climatici, che hanno un significativo impatto sulla popolazione mondiale – sono state intraprese diverse iniziative volte ad aumentare la consapevolezza e la sensibilità di aziende e investitori verso le tematiche ESG. Lo scenario attuale è dunque ricco di principi, di raccomandazioni e di piani d'azione provenienti da istituzioni intergovernative, da direttive comunitarie o leggi nazionali. Pertanto, risulta difficoltoso individuare metodi universali che delimitino le scelte degli strumenti in ambito ESG. Inoltre, i tre elementi che compongono l'acronimo non possiedono la medesima considerazione, con una tendenza a riservare maggiore attenzione alle tematiche ambientali sia nel quadro normativo sia nelle scelte d'investimento. Tra le istituzioni maggiormente attive, l'Organizzazione delle Nazioni Unite ha svolto un ruolo fondamentale.

Nel 1992, a Rio de Janeiro, si tenne lo "UN Earth Summit" a cui parteciparono 172 governi per far emergere la necessità di riconsiderare gli atteggiamenti dell'uomo che inevitabilmente condurrebbero ai cambiamenti climatici.

Nella medesima sede, furono sottoscritte due importanti convenzioni: la “United Nations Framework Convention on Climate Change” (UNFCCC) e la “UN Convention on Biological Diversity”.

Nel 1997, venne aggiunto un ulteriore tassello con la fondazione della “Global Reporting Initiative”, creando il primo sistema di contabilità sostenibile per favorire l’adesione delle aziende ai principi di condotta ambientale responsabile. Successivamente, lo standard GRI è stato ampliato per includere questioni sociali, economiche e di governance (2016).

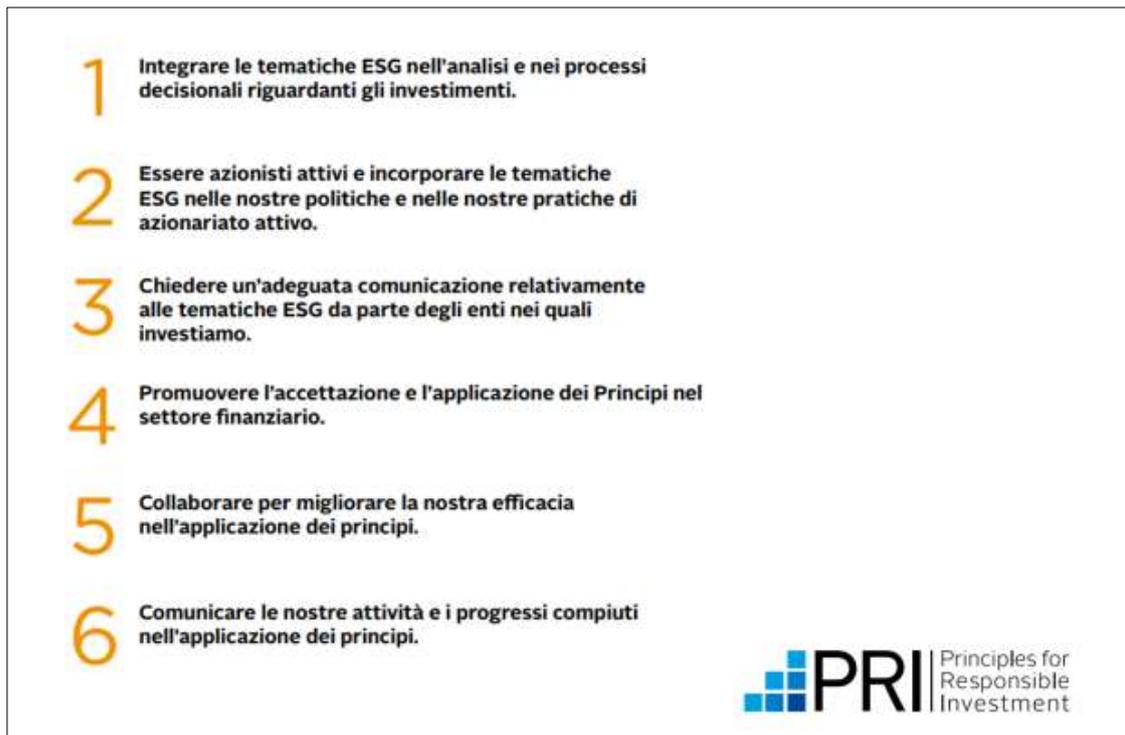
Nel 2005, sempre per iniziativa delle Nazioni Unite, è stato promosso un gruppo internazionale di investitori istituzionali per lo sviluppo dei c.d. “Principles for Responsible Investment” (PRI), presentati un anno dopo alla borsa di New York. I fondatori possono contare sulla collaborazione di due importanti istituzioni delle Nazioni Unite, UN Global Compact e UNEP Finance Initiative, per sensibilizzare rispettivamente aziende e investitori alle tematiche ambientali, sociali e di buon governo (v. Figura 1).

Nel 2009, è stato lanciato il “Global Impact Investing Network” (GIIN), una organizzazione senza scopo di lucro che promuove gli investimenti ad impatto. Convocando gli investitori per favorire lo scambio di conoscenze, evidenziando approcci d’investimento innovativi e generando strumenti nonché risorse preziose – attraverso una leadership mirata ed un’azione collettiva – il GIIN tenta di accelerare lo sviluppo del settore, focalizzandosi sulla riduzione delle barriere agli investimenti d’impatto in modo che sia destinato maggior capitale per finanziare soluzioni alle sfide più difficili del mondo.

Due anni più tardi, è stata fondata la no-profit “Sustainability Accounting Standards Board” (SASB) per sviluppare standard contabili di sostenibilità. Nel 2012, la nuova edizione del “Sustainability Framework” dell’International Finance Corporation (IFC), incluse gli standard di performance ambientale e sociale

che definiscono le responsabilità per la gestione dei rischi ambientali e sociali. Le tematiche ESG hanno ricevuto un ulteriore slancio con “The 2030 Agenda for Sustainable Development”, adottata nel 2015 da tutti gli Stati membri delle Nazioni Unite e che promuove un progetto condiviso circa la pace e la prosperità per il pianeta e per le generazioni, presenti e future, sulla base dei 17 SDGs “Sustainable Development Goals” (v. Figura 2).

Inoltre, 195 paesi hanno adottato il primo accordo universalmente e legalmente vincolante sul clima con l'Accordo di Parigi superando il protocollo di Kyoto (1997). L'impegno è quello di contrastare gli effetti dei cambiamenti climatici e mantenere il livello del riscaldamento globale sotto la soglia dei 2.0°C portando avanti i piani posti in essere per limitarlo a 1.5°C, riducendo le emissioni globali e supportando le città, le autorità subnazionali, la società civile ed il settore privato verso l'adozione di un modello più sostenibile. <sup>[4][5]</sup>



**Figura 1.** Prospetto riassuntivo dei principi per l'investimento responsabile (Fonte: UN PRI)



**Figura 2.** Rappresentazione degli obiettivi per lo sviluppo sostenibile (Fonte: UN)

## 1.2. Il quadro legislativo europeo

Con l'adozione dell'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, i governi di tutto il mondo hanno adottato politiche per la transizione di un'economia più sostenibile e circolare. In orbita europea, la sostenibilità si pone al centro del progetto dell'UE con particolare attenzione sulla dimensione sociale ed ambientale.

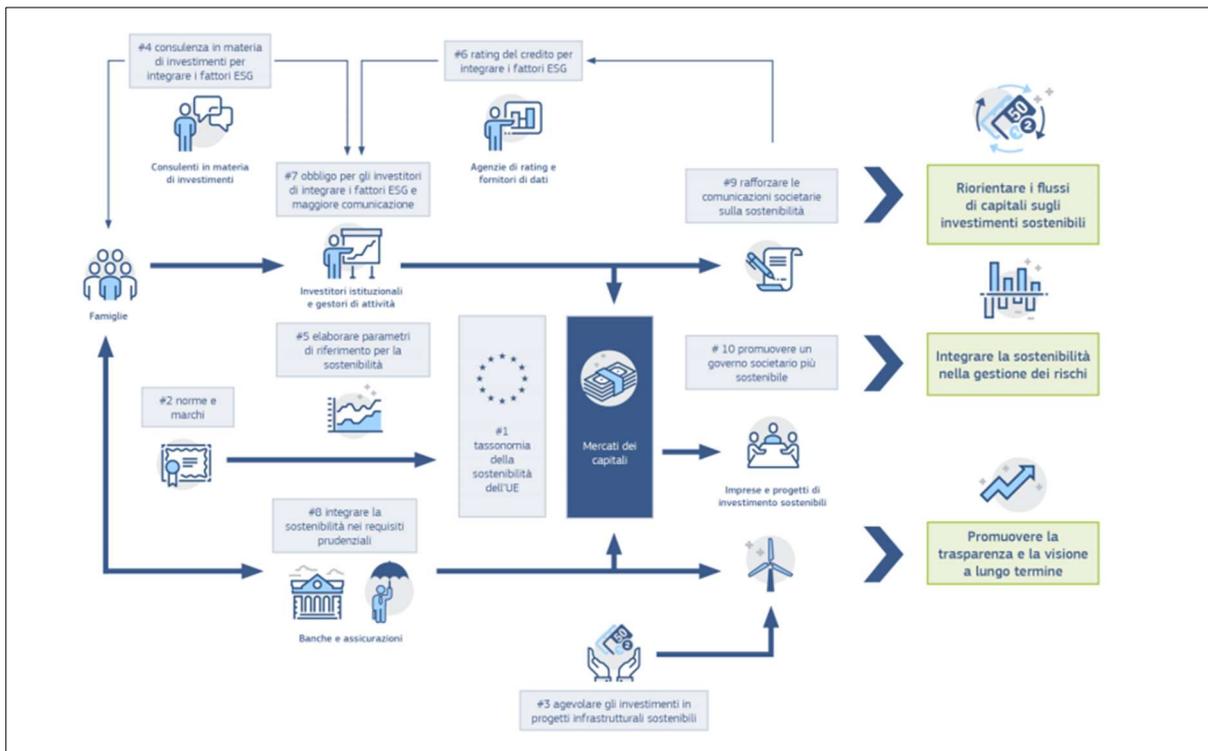
La finanza, dunque, assume un ruolo fondamentale nella transizione sostenibile dell'economia, fungendo da bussola per l'orientamento dei flussi di capitale pubblico e privato.

Nel 2016, la Commissione europea ha istituito un gruppo di esperti sulla finanza sostenibile – denominato “High-Level Expert Group on sustainable finance” (HLEG) e composto da 20 esperti di alto livello – con l'incarico di fornire consulenza su come orientare il flusso di capitale verso investimenti sostenibili, individuare le misure da adottare per proteggere la stabilità del sistema finanziario dai rischi connessi all'ambiente e spiegare queste politiche su scala paneuropea.

Sulla base delle raccomandazioni dell'HLEG, la Commissione europea, nel marzo 2018, ha implementato il c.d. “Action plan on financing sustainable growth” che stabilisce una strategia globale per collegare ulteriormente i finanziamenti alla sostenibilità (v. Figura 3).

È costituito da dieci azioni chiave suddivisibili in tre categorie:

1. favorire gli investimenti sostenibili per una crescita sostenibile e inclusiva;
2. mitigare i rischi finanziari derivanti delle questioni ambientali e sociali;
3. promuovere la trasparenza e l'osservazione di lungo termine nelle attività economico-finanziarie.<sup>[1]</sup>



**Figura 3.** I dieci passi del piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (Fonte: UE)

### 1.2.1. Regolamento (UE) 2019/2088

L'incremento della domanda di investimenti ESG ha richiesto l'adozione di criteri uniformi, per garantire trasparenza circa l'informativa destinata agli investitori finali sulla promozione delle caratteristiche ambientali e/o sociali, nel processo decisionale e nelle attività di consulenza.

Un primo tentativo legislativo europeo è rappresentato dal Regolamento (UE) 2019/2088, denominato "Sustainable Finance Disclosure Regulation" (SFDR), pubblicato in Gazzetta ufficiale il 9 dicembre 2019 ed in vigore dal 10 marzo 2021.

L'UE punta ad armonizzare le disposizioni, per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari, sulla trasparenza di comunicazione dell'integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per società e ambiente, nei processi di governance e nella comunicazione delle informazioni legate alla sostenibilità, attinenti ai prodotti finanziari.

Tra gli obblighi più importanti vi è quello di illustrare, sui siti internet e nella documentazione precontrattuale e periodica, come le politiche ESG siano integrate nel processo d'investimento o, in caso contrario, offrire una chiara motivazione secondo il principio del “comply or explain”.

In supporto a tale regolamento, il Comitato misto delle tre autorità europee di vigilanza (EBA, EIOPA e ESMA – ESAs) ha divulgato i c.d. “Regulatory Technical Standards” (RTS), ossia norme tecniche di regolamentazione che definiscono il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni sulla sostenibilità. L'obiettivo è rafforzare la protezione degli investitori finali con la riduzione delle asimmetrie informative nelle relazioni principale-agente relative alle tematiche ambientali, sociali e di governance (ESG) e sulle caratteristiche di sostenibilità di un'ampia gamma di prodotti finanziari.<sup>[6]</sup>

### **1.2.2. Regolamento (UE) 2020/852**

Nel perseguire l'obiettivo di riorientare i flussi di capitali verso investimenti ecosostenibili, per una crescita sostenibile ed inclusiva, risulta necessario istituire un sistema di classificazione unificato in merito alle attività ritenute tali.

L'assenza di criteri uniformi aumenterebbe i costi di transazione e allontanerebbe gli operatori economici dall'accesso ai mercati dei capitali ai fini di investimenti sostenibili, sia all'interno dei confini nazionali sia oltrefrontiera.

In tal senso – il 22 giugno 2020 – è stato pubblicato in Gazzetta ufficiale il Regolamento (UE) 2020/852, denominato “EU Taxonomy”, che stabilisce i criteri per determinare se un'attività economica è da considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento, e specifica sei obiettivi<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Mitigazione dei cambiamenti climatici; adattamento ai cambiamenti climatici; uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine; transizione verso un'economia circolare; prevenzione e riduzione dell'inquinamento; protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

ambientali e climatici a cui i prodotti finanziari devono fare riferimento.

Inoltre, gli obblighi di informativa di tale regolamento integrano le norme in materia di divulgazione relative alla sostenibilità, stabilite nel regolamento (UE) 2019/2088, al fine di migliorare la trasparenza e fornire un confronto oggettivo sulla quota di investimenti che finanziano attività economiche ecosostenibili. Ai sensi del regolamento sulla Tassonomia, affinché possa essere considerata ecosostenibile, un'attività deve apportare un contributo sostanziale a uno o più obiettivi ambientali stabiliti, purché non ne comprometta nessuno a lungo termine tenuto conto del ciclo di vita economica. Inoltre, deve essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime (delineate dall'OCSE e dai documenti delle Nazioni Unite). In aggiunta, il regolamento ha istituito la creazione della Piattaforma per la finanza sostenibile, un gruppo permanente di esperti del settore pubblico e privato atto a sviluppare politiche e strumenti tecnici di screening per la finanza sostenibile. <sup>[7]</sup>

### **1.2.3. Direttiva 2014/95/UE**

La direttiva 2014/95/UE, detta anche “Non-Financial Reporting Directive” (NFRD), coinvolge enti di interesse pubblico (grandi società quotate, banche, compagnie di assicurazione, o altri istituti finanziari) che presentano un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500.

La NFRD, modificando la direttiva contabile 2013/34/UE, identifica quattro temi di sostenibilità (ambiente, questioni sociali e dei dipendenti, diritti umani, corruzione e riciclaggio) e rispetto a questi temi dispone la divulgazione di informazioni non finanziarie come parte degli obblighi di rendicontazione pubblica annuale.

Alle entità coinvolte è richiesto di divulgare informazioni sul loro modello di business, le politiche e i processi di due diligence implementati, i risultati ottenuti, l'identificazione e la gestione dei rischi, nonché gli indicatori di performance più rilevanti per il proprio segmento di mercato.

Il 21 aprile 2021, come parte del Piano d'Azione per la Finanza Sostenibile, la Commissione europea ha presentato la sua proposta per una direttiva sul reporting di sostenibilità aziendale, la c.d. "Corporate Sustainability Reporting Disclosure" (CSRD), che mira a riconsiderare le norme introdotte dalla direttiva sul reporting non finanziario e a portare, progressivamente, il reporting di sostenibilità sullo stesso livello di quello finanziario.

La proposta estende il campo di applicazione a tutte le grandi società (quotate o meno) e a tutte le società quotate sui mercati regolamentati a prescindere dalla dimensione, ad eccezione delle microimprese quotate, ed evidenzia la necessità per le aziende di considerare i fattori non finanziari per evitare l'esclusione dai portafogli d'investimento.

Inoltre, è richiesto l'audit delle informazioni segnalate, vi sono obblighi di rendicontazione più dettagliati sulla base degli standard della sostenibilità europea, ed è richiesto di "etichettare" le informazioni di sostenibilità riportate secondo un sistema di categorizzazione digitale.

Nel complesso, la proposta mira a garantire che le aziende comunichino informazioni affidabili, comparabili ed accessibili sulla sostenibilità per supportare gli investitori e creare una cultura di maggiore responsabilità pubblica.

La CSRD garantirebbe che le aziende riportino le informazioni utili agli investitori e agli altri partecipanti al mercato finanziario soggetti al SFDR e inoltre gli standard di rendicontazione da sviluppare sotto la CSRD si baseranno sui criteri di "contributo sostanziale" e "nessun danno significativo" del regolamento sulla Tassonomia.<sup>[8][9]</sup>

## **1.3. Finanziare lo sviluppo sostenibile**

In ottica di finanziare lo sviluppo sostenibile e contribuire nel contrastare gli avvicendamenti delle catastrofi naturali, scatenate dal riscaldamento globale e più in generale dai cambiamenti climatici, e/o nel migliorare le condizioni di vita in cui riversa buona parte della popolazione mondiale, risulta fondamentale intercettare flussi di capitale derivanti dagli investimenti privati.

Considerando la crescente domanda per gli investimenti sostenibili e responsabili, il mercato – con particolare riferimento al settore del risparmio gestito e ai fondi cosiddetti ESG, che analizzeremo successivamente – ha aperto le porte a nuove formule d’investimento.

Di seguito sono illustrate due tipologie d’investimento in forte crescita, che hanno la peculiarità di promuovere un approccio responsabile al fine di congiungere filantropia, sostenibilità e rendimento finanziario, gettando le basi per lo studio e l’implementazione di un sistema di sviluppo più etico e sostenibile nel tempo.

### **1.3.1. Blended finance**

Secondo la definizione rilasciata dall’OCSE, la “blended finance”, o finanza mista, è l’uso strategico della finanza al fine di mobilitare capitali privati verso progetti che contribuiscono allo sviluppo sostenibile, fornendo al contempo rendimenti finanziari agli investitori. Questo approccio innovativo – sviluppato dal World Economic Forum tramite la “Redesigning Development Finance Initiative” – contribuisce ad ampliare la quantità totale di risorse disponibili per i paesi in via di sviluppo, integrando i loro investimenti e gli afflussi di sussidi governativi (ODA) con fonti private, per colmare il loro deficit di finanziamento degli SDG e sostenere l’attuazione dell’Accordo di Parigi.

Questa tipologia di finanziamento è comunemente denominata “investimento

concessionario”, poiché tipicamente ad alto rischio e i tassi di rendimento sono inferiori a quelli di mercato. L'obiettivo di tali investimenti è quello di assorbire una quantità sufficiente del rischio complessivo associato al progetto per attrarre un maggior numero di investitori privati, tipicamente alla ricerca di rendimenti di mercato con una gestione del rischio proporzionata, coprendo le loro perdite attraverso incentivi, garanzie, sovvenzioni o assicurazioni.

Inoltre, tramite strumenti di debito mezzanino o senior, avranno la priorità rispetto ai finanziatori pubblici (fondazioni, governi, istituzioni finanziarie di sviluppo, etc.) con debito subordinato o posizioni azionarie junior sugli asset del progetto.

La finanza mista, come tutti gli interventi di finanza allo sviluppo, si basa sul mandato di supportare lo sviluppo sostenibile – in ambito sociale, economico e ambientale – nei Paesi meno abbienti. Il finanziamento allo sviluppo nella finanza mista dovrebbe facilitare lo sblocco dei capitali commerciali per sostenere i bisogni, le priorità e le capacità dei territori e dei mercati finanziari locali.

Considerando l'esigenza di raggiungere obiettivi sia finanziari sia di sviluppo, con un'adeguata allocazione del rischio tra le parti interessate e senza compromettere gli standard prevalenti nell'impiego della finanza per lo sviluppo, è pertanto, necessario che le operazioni siano monitorate in modo trasparente, misurando, riportando e comunicando i flussi finanziari, i ritorni commerciali e i risultati di sviluppo raggiunti.

A sostegno del grande potenziale della finanza mista, l'OCSE ha recentemente rilasciato dati incoraggianti. Tra il 2012 ed il 2018, circa 13,4 miliardi di dollari sono stati mobilitati nei paesi meno sviluppati, oltre 84 miliardi di dollari nei paesi a reddito medio-alto e 68 miliardi di dollari nei paesi a reddito medio-basso.

Nello stesso periodo di osservazione, 45 Paesi meno sviluppati su 47 hanno ricevuto almeno una volta finanziamenti privati mobilitati dal finanziamento ufficiale allo sviluppo.<sup>[10]</sup>

### **1.3.2. Sustainable Bonds**

La prima obbligazione sostenibile è stata emessa nel 2007 dalla Banca europea per gli investimenti e da allora gli strumenti finanziari di questo genere hanno conosciuto un notevole tasso di crescita, assumendo un ruolo significativo nell'aumentare gli investimenti a beneficio dell'ambiente e della società, nonché nell'attrarre investitori privati per integrare i finanziamenti dei governi nel perseguire le iniziative di politica pubblica.

I Sustainable Bonds sono un titolo di debito obbligazionario emesso per finanziare o rifinanziare, in parte o del tutto, esclusivamente progetti che hanno un concreto impatto ambientale e/o sociale positivo, come la produzione di energia da fonti pulite, l'uso sostenibile dei terreni e/o dell'acqua, progetti di efficientamento energetico, trattamento dei rifiuti, edilizia a prezzi accessibili, l'istruzione, la formazione professionale e la microfinanza, o ancora attività contribuiscono allo sviluppo economico locale come la conservazione e creazione di posti di lavoro per categorie di persone in difficoltà o con disabilità, etc.

Generalmente sono suddivisi in tre categorie (Green, Social e Sustainability) a seconda dell'ambito in cui ricade il progetto finanziato che, rispettivamente, interessa la sfera ambientale, sociale o addirittura entrambe.

Di notevole interesse sono anche i c.d. "Sustainability-Linked Bonds", un qualsiasi tipo di strumento obbligazionario per il quale le caratteristiche finanziarie e/o strutturali possono variare a seconda che l'emittente raggiunga obiettivi di sostenibilità predefiniti.

I proventi sono destinati ad essere utilizzati per scopi generali, quindi l'uso non è un fattore determinante per la sua categorizzazione ma conferiscono più elasticità agli emittenti nel combinare i diversi approcci.

Non esiste ancora uno standard ufficiale che identifichi un'obbligazione come

sostenibile, tuttavia il TEG on Sustainable Finance europeo ha diffuso una proposta di standard europeo, attualmente al vaglio delle parti interessate, ispirandosi ai principi rilasciati dall'International Capital Market Association (ICMA), la quale ha definito delle linee guida volontarie per questa categoria di obbligazioni.

Queste ultime forniscono agli emittenti una guida sulle componenti chiave per il lancio di un bond sostenibile ed aiutano gli investitori promuovendo la disponibilità delle informazioni necessarie per valutare l'impatto dei loro investimenti.

Sono di seguito elencati:

1. Trasparenza nella destinazione d'uso dei proventi;
2. Processo di valutazione e selezione dei progetti;
3. Trasparenza nella gestione dei proventi;
4. Reporting periodico sullo stato dei progetti;
5. Revisione esterna da parte di enti competenti. <sup>[11]</sup>

## Capitolo 2 – ESG nel risparmio gestito

Per offrire una panoramica sul risparmio gestito, nell'ambito degli investimenti sostenibili, sono stati utilizzati i dati derivanti da una ricerca condotta da Opimas.

Secondo i risultati ottenuti, negli ultimi quattro anni l'ammontare delle risorse in gestione, presso i fondi che utilizzano dati ESG nelle strategie d'investimento, ha registrato un incremento di circa il 75%, da 22.900 miliardi di dollari nel 2016 ad oltre 40.000 miliardi di dollari nel 2020.

Gli indici ESG hanno sovraperformato i rispettivi indici di benchmark, nonostante la recessione economica derivante dal COVID-19. Ciò evidenzia la capacità dei gestori di fondi di utilizzare i fattori ESG per battere il mercato, ma anche una evidente crescita dell'interesse di imprenditori ed investitori in questo particolare segmento di mercato, spinti dalla pandemia a riconsiderare filiere ed investimenti. Attualmente, sottolinea l'analisi Opimas, i dati ESG sono utilizzati in larga parte solo nell'ambito della gestione del rischio, poiché l'utilizzo come parte integrante della strategia d'investimento del fondo tende ad essere considerato solo nei fondi "etichettati" ESG.

Tuttavia, l'industria del risparmio gestito si sta preparando per una solida adozione dei dati ESG all'interno delle strategie d'investimento; presso i trenta principali gestori patrimoniali globali, le unità ESG sono cresciute in media di quasi il 230% tra il 2017 ed il 2020.

È opinione diffusa, infatti, che l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance contengano informazioni preziose per le strategie di lungo periodo ma anche nelle considerazioni di breve termine, per esempio per intercettare la fluttuazione dei prezzi delle azioni per via dei futuri cambiamenti del rating ESG, o ancora l'opportunità per i gestori attivi di sfruttare le asimmetrie informative per condurre transazioni basate sulle previsioni di controversie ESG. <sup>[12]</sup>

## **2.1. Le strategie d'investimento SRI**

Nel corso degli anni, l'approccio alla sostenibilità di asset manager e proprietari di asset autogestiti ha contribuito a creare una vera e propria nomenclatura delle strategie d'investimento responsabile che gli enti di ricerca – come GSIA, PRI, piuttosto che EUROSIF – hanno poi analizzato e riclassificato (v. Tabella 1) in base a logiche di costo (low cost SRI, high cost SRI), temporalità (ex-ante investment, ex-post investment) o segmentazione (Core SRI, Broad SRI).

Si tratta di strategie che non sono mutuamente escludentesi; è possibile implementarle singolarmente nelle operazioni di gestione dei portafogli, ma anche in combinazione tra loro per un approccio olistico all'investimento sostenibile, decisamente più efficace.

Ad oggi sono universalmente riconosciute le seguenti sette strategie e saranno brevemente analizzate seguendo gli studi condotti da EUROSIF (European Sustainable Investment Forum).<sup>[13]</sup>

### **2.1.1. Negative/ exclusionary screening**

Secondo la definizione adottata da EUROSIF, GSIA e PRI, gli investitori possono decidere di escludere società, interi settori o addirittura Paesi dal proprio universo investibile.

Il processo di esclusione, considerando in quale misura i profitti aziendali siano generati dal prodotto escluso, si basa su criteri ESG o su criteri normativi ed individua aziende non rispettose degli standard o delle convenzioni internazionali.

In base al volume disinvestito, le esclusioni più diffuse riguardano il settore degli armamenti, seguito da tabacco, energia nucleare, pornografia, gioco d'azzardo, alcol e test sugli animali.

### **2.1.2. Norms-based screening**

Il controllo basato sulle norme consente agli investitori di valutare il grado in cui gli investimenti che costituiscono i propri portafogli rispettano le questioni con impatto sui criteri ambientali, sociali e di governance, aderendo alle norme globali<sup>3</sup> sulla protezione ambientale, i diritti umani, gli standard lavorativi e la lotta alla corruzione. Può essere usato anche in combinazione con altre strategie.

Per esempio, nell'eventualità che le società in portafoglio violino una di queste norme, investitori ed aziende in esame possono impegnarsi per decidere che tipo di azione intraprendere (strategia di Engagement) e se sia il caso di considerare l'esclusione.

### **2.1.3. Positive/ best-in-class screening**

Perseguendo questa strategia, gli investitori hanno la facoltà di scegliere le aziende con il miglior punteggio ESG in un determinato settore.

Il "Positive screening" adotta una filosofia opposta alle esclusioni, andando a premiare gli emittenti più virtuosi, ed è caratterizzato da tre approcci.

L'approccio "Best-in-class" mira a selezionare i migliori emittenti di ogni settore, senza esclusione a priori.

Un altro approccio, il più rigido, è il "Best-in-universe" dove alcuni settori possono essere esclusi dall'universo iniziale qualora il contributo allo sviluppo sostenibile di un emittente non sia sufficiente rispetto ai propri pari.

Infine, l'approccio "Best-effort" cerca di includere nel portafoglio solo gli emittenti che hanno effettuato i maggiori progressi per lo sviluppo sostenibile, ma potrebbero comunque non rientrare nel best-in-universe in ambito ESG.

---

<sup>3</sup> Norme stabilite in iniziative e linee guida internazionali come: Linee guida dell'OCSE per le imprese multinazionali, la Dichiarazione tripartita di principi dell'ILO sulle imprese multinazionali e la politica sociale, il Global Compact delle Nazioni Unite, i Principi guida su imprese e diritti umani.

#### **2.1.4. ESG integration**

Tra le strategie d'investimento responsabile, l'integrazione sistematica dei fattori ambientali, sociali e di governance è la più diffusa, nonostante la mancanza di chiarezza nel confine di ponderazione dei fattori che contribuisce ad aumentare l'asimmetria informativa per gli investitori.

È opinione diffusa considerare l'ESG integration e la definizione di investimento sostenibile come sinonimi, tuttavia questo tipo di strategia consiste in una vera e propria evoluzione dell'analisi finanziaria tradizionale che va a modificare le attività di asset pricing e risk management dei gestori patrimoniali.

#### **2.1.5. Sustainability-themed investing**

Strettamente correlati al concetto di sviluppo sostenibile, gli investimenti tematici sono caratterizzati da portafogli che coinvolgono una varietà di temi della sfera ambientale e sociale, nonché etica, sfociando in diversi settori tra cui: energia rinnovabile, efficienza energetica, riduzione del carbonio, trasporto sostenibile, settore edilizio, uso del suolo/silvicoltura/agricoltura, gestione delle acque, gestione dei rifiuti, educazione, benessere, sanità, sicurezza, etc.

#### **2.1.6. Corporate engagement & shareholder action**

Il "Corporate engagement & shareholder action" inteso come azionariato attivo è un processo di lungo periodo in cui, esercitando i propri diritti, gli investitori mirano ad influenzare positivamente il comportamento dell'impresa nelle questioni ambientali, sociali e di governance e ad aumentarne la trasparenza.

È possibile scomporre tale strategia in due accezioni: soft engagement, ossia mera sensibilizzazione del governo societario, oppure hard engagement, quando l'azionista orienta il voto o l'intervento in assemblea verso i temi sopracitati.

## 2.1.7. Impact investing

Secondo il GIIN, l'impact investing è una strategia SRI costituita da investimenti in progetti o attività che abbiano un impatto positivo in ambito ambientale e/o sociale, dunque strettamente legato agli obiettivi di sviluppo sostenibile e che riguardano sia mercati emergenti sia mercati consolidati.

Il presupposto di questi investimenti è la necessità di generare un beneficio volontario e misurabile, oltre alla imprescindibile correlazione tra l'impatto stesso e la redditività finanziaria.

Il trade-off tra impatto e rendimento raccoglie un variegato bacino d'investitori con aspettative di rendimento che attraversano tutto lo spettro del tasso di ritorno, dal "below market" (chiamato anche concessionario) al "risk-adjusted market rate".

	<b>Low cost SRI</b>	<b>High cost SRI</b>	
	<b>Ex-ante</b>	<b>Ex-post</b>	
<b>Broad SRI</b>	Negative/ exclusionary screening	Corporate engagement & shareholder action	
	ESG integration		
	Norms-based screening	Sustainability-themed investing	<b>Core SRI</b>
	Positive/ best-in-class screening	Impact investing	

**Tabella 1.** Nomenclatura delle strategie SRI (Fonte: EUROSIF)

## **2.2. Fondi ESG**

Il report di Morningstar – “Global Sustainable Fund Flows: Q1 2021 in Review” – corrobora la crescita degli investimenti sostenibili nel settore del risparmio gestito. Spinto dal crescente interesse per le tematiche ESG, il patrimonio globale dei fondi sostenibili è aumentato del 18% circa, fino a sfiorare i 2.000 miliardi di dollari alla fine del primo trimestre del 2021, ai massimi storici per il quarto trimestre consecutivo. Dei nuovi afflussi netti, che ammontano a 185.5 miliardi, l'Europa ha rappresentato oltre il 79%, gli Stati Uniti l'11,6%, mentre tra Canada, Australia, Nuova Zelanda, Giappone ed Asia, sono stati registrati flussi per un totale di 17 miliardi rispetto ai 13 miliardi di dollari del quarto trimestre del 2020.

Dallo stesso report emerge che l'universo globale dei fondi sostenibili è costituito da fondi aperti e da fondi negoziati in borsa a livello globale che, tramite le metodiche informative disponibili, affermano di avere un obiettivo di sostenibilità e/o utilizzano criteri ESG vincolanti per la loro selezione degli investimenti.

Sono esclusi, dunque, i fondi che impiegano labili criteri di esclusione (spesso armi controverse, tabacco, carbone termico), i fondi che integrano metriche ESG in modo non determinante per la selezione degli investimenti, i fondi del mercato monetario, i fondi feeder<sup>4</sup> ed i fondi di fondi<sup>5</sup>.<sup>[14]</sup>

### **2.2.1. Integrazione del rischio di sostenibilità**

Uno dei principali obiettivi dell'investimento è ovviamente il rendimento.

Tuttavia, come è ben noto ai partecipanti del mercato finanziario, non esistono investimenti capaci di generare profitto senza esporsi al rischio.

---

<sup>4</sup> Fondo che è stato approvato per investire almeno l'85% delle sue attività in quote di un altro fondo (fondo master). Quest'ultimo non può a sua volta essere un fondo feeder né detenere quote di fondi feeder.

<sup>5</sup> Fondo comune d'investimento che investe in quote di altri fondi comuni e/o SICAV (società di investimento a capitale variabile) che presentano una politica di investimento compatibile con i criteri previsti dal regolamento del fondo acquirente. [Fonte: Borsa Italiana]

In generale è possibile scomporre il rischio associato ad un investimento in due accezioni: rischio sistematico (o generico) e rischio non sistematico.

La prima costituisce la parte del prezzo di un generico titolo soggetta alle fluttuazioni di mercato, mentre la seconda dipende direttamente dalle caratteristiche dell'emittente e, a differenza della prima, può essere mitigata attraverso la diversificazione del portafoglio.

All'interno di queste due categorie è possibile individuare le cosiddette variabili di rischio (emittente, tasso di cambio, tasso di interesse, mercato, liquidità) che, se non monitorate e adeguatamente gestite, potrebbero generare effetti negativi sulle performance degli investimenti.

Le imprevedibili e calamitose conseguenze legate alle questioni di sostenibilità (ambientale e sociale) hanno reso necessari degli interventi per mobilitare capitali non solo mediante politiche pubbliche, ma anche da parte del settore dei servizi finanziari e pertanto la potenziale perdita di rendimento può derivare anche da fattori riconducibili a problematiche ambientali, sociali e di governance, portando all'integrazione del rischio di sostenibilità tra le variabili di rischio tradizionali.

Il regolamento europeo SFDR all'articolo 2 comma 20 definisce il rischio di sostenibilità come "un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento".

In questo contesto, la disponibilità e la qualità dei dati inerenti alle tematiche ESG assumono un ruolo centrale nel fare chiarezza quando si parla di rischio di sostenibilità nei portafogli d'investimento.

Vi è la necessità di monitorare e misurare i fattori che nel lungo periodo hanno un impatto su società ed ambiente e che, in taluni casi, possono intaccare il profitto di aziende ed investimenti.

Nel tentativo di illustrare la materialità di questi fattori e la loro correlazione con il

mercato finanziario, si faccia riferimento alle tematiche ambientali, per esempio al cambiamento climatico e al riscaldamento globale. Le conseguenze catastrofiche che ne derivano hanno un impatto negativo sulla popolazione in termini di carenza di risorse naturali, migrazioni climatiche, degrado del suolo ed altre conseguenze che alterano le condizioni di vita delle persone.

Tutto ciò genera conseguenze sociali urgenti e non solo. È anche causa d'instabilità sui mercati finanziari, basti pensare alla transizione verso fonti energetiche rinnovabili che può generare allo stesso tempo un'opportunità per i mercati emergenti e un possibile cambio di paradigma nell'affrontare le problematiche ambientali, ma anche un rischio per le aziende del settore energetico tradizionale e/o affini.

Gli investitori, privati e professionali, hanno dunque iniziato a chiedersi quanto siano sostenibili i propri investimenti e, soprattutto, che genere d'impatto abbiano. Pertanto, i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari sono tenuti a comunicare informazioni specifiche circa i loro approcci all'integrazione dei rischi di sostenibilità e alla considerazione degli effetti negativi nonché delle opportunità correlate alla considerazione di tematiche extra finanziarie. <sup>[6]</sup>

### **2.2.2. Classificazione dei fondi**

I fondi ESG (o sostenibili) sono portafogli costruiti con prodotti finanziari sulla base di fattori ambientali, sociali e di buon governo, integrati nel processo di investimento applicando una combinazione delle strategie SRI sopradescritte.

Pertanto, oltre al trade-off tra rischio e rendimento dettato dal modello del Capital Asset Pricing Model, gli investitori tengono in considerazione anche il "rischio di sostenibilità", ossia ponderare circostanze di tipo ambientale, sociale o di governance che, qualora si verificassero, potrebbero provocare un significativo impatto negativo (effettivo o potenziale) sul valore dell'investimento.

A rigor di logica, un fondo definito ESG dovrebbe considerare un orizzonte temporale di lungo periodo, contenere solo titoli con un alto punteggio di sostenibilità ed escludere le aziende o gli Stati coinvolti in controversie sull'inquinamento, sul riconoscimento dei diritti umani e/o dei lavoratori, su pratiche di gestione, etc.

Sebbene la selezione dei titoli in tal senso porti a decisioni di investimento più informate e ad una più ampia considerazione dei fattori di rischio<sup>6</sup>, gli addetti ai lavori sottolineano come l'assenza di una definizione armonizzata di investimento sostenibile possa influire negativamente sulle scelte d'investimento e di riflesso sulla mobilitazione di capitali necessari per attuare gli obiettivi di sviluppo sostenibile che le Istituzioni intergovernative si sono poste.

In un'intervista di Capital Monitor, il direttore esecutivo di EUROSIF Victor Van Hoorn, insieme ad altri partecipanti al mercato, ha espresso preoccupazione circa l'assenza di una guida tecnica sui criteri di conformità che porterebbe i regolatori nazionali ad intervenire per colmare le lacune, amplificando notevolmente il rischio di frammentazione e creando involontariamente delle barriere nel mercato dei fondi sostenibili.

A livello europeo, nonostante la Commissione abbia implementato il piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, il ritardo nel rilascio della versione finale degli RTS a supporto del regolamento SFDR (e la conseguente mancanza di chiare linee guida) ha lasciato i gestori patrimoniali a fare ipotesi nel designare i loro prodotti come sostenibili e l'ampia varietà degli approcci ha generato confusione, nonché frammentazione del mercato, con l'incombente del rischio di greenwashing<sup>7</sup>. <sup>[15]</sup>

---

<sup>6</sup> A titolo di esempio, un'azienda con una minore impronta di carbonio affronterebbe un rischio normativo, nonché ambientale e/o sociale (c.d. di sostenibilità) inferiore rispetto ad un competitor che inquina maggiormente, con conseguente volatilità delle azioni più bassa nel tempo.

<sup>7</sup> 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 o nel tentativo di occultare la verità per proteggere o migliorare la reputazione di enti, aziende, prodotti. [Fonte: Treccani]

Per gli investitori ciò potrebbe tradursi in incertezza ed asimmetria informativa nell'individuare il grado di sostenibilità dei prodotti venduti come sostenibili che dipende dalla classificazione dei fondi attuata dal mercato dopo l'entrata in vigore del regolamento SFDR.

Riprendendo le disposizioni del Regolamento (UE) 2019/2088, un prodotto (fondo) può essere classificato sulla base di tre accezioni (c.d. art. 6, art. 8 e art. 9) di cui soltanto l'ultima è consistente con la definizione di "prodotto ecosostenibile" della tassonomia europea.

Un fondo "articolo 6" si limita a stimare i probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento degli strumenti finanziari con i quali è costruito il portafoglio.

Ovviamente ciò non è sufficiente per definire tale prodotto "ecosostenibile", piuttosto rappresenta un primo approccio alla materialità dei fattori di rischio al di fuori della performance finanziaria.

Un fondo "articolo 8", invece, dovrebbe essere caratterizzato da prodotti che nell'informativa precontrattuale promuovano, tra le altre e in modo trasparente, caratteristiche ambientali e/o sociali riguardanti le imprese oggetto d'investimento che rispettino principi di buona governance. Oltretutto, ove presente, dovrebbe indicare come il benchmark di riferimento sia coerente con tali caratteristiche ESG. Infine, un fondo "articolo 9" dovrebbe contenere strumenti finanziari che abbiano come obiettivo investimenti sostenibili<sup>8</sup> e che, qualora presente, comunichino informazioni circa l'indice di riferimento designato (in che modo l'indice scelto sia in linea con detto obiettivo o in cosa differisca da un indice generale di mercato).

---

<sup>8</sup> Investimento in un'attività economica che contribuisce ad un obiettivo ambientale che tramite KPI misurino l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime, risorse idriche o l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare. Oppure un investimento in un'attività economica che contribuisce ad un obiettivo sociale, in particolare alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità svantaggiate. È necessario che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare: strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione e rispetto degli obblighi fiscali. [Fonte: Reg. (UE) articolo 2 comma 17]

Qualora il benchmark non fosse indicato, è richiesta una spiegazione sul modo in cui è raggiunto tale obiettivo.<sup>[6]</sup>

### 2.2.3. Trade-off tra impatto e rendimento

Secondo lo “SRI Study 2012” di EUROSIF, riprendendo le strategie d’investimento SRI ed analizzando il trade-off tra l’impatto socio-ambientale e il ritorno finanziario atteso, è possibile desumere una vera e propria tassonomia degli investimenti.

Le ponderazioni in fase di costruzione dei portafogli individuano sei profili (tradizionale, responsabile, sostenibile, tematico, impact, filantropico) e la classificazione è dedotta dall’approccio dell’investitore che può decidere il grado di attenzione agli aspetti ESG, alla sostenibilità e all’impatto (v. Tabella 2).

<b>Tradizionale</b>	<b>Responsabile</b>	<b>Sostenibile</b>	<b>Tematico</b>	<b>Impact</b>	<b>Filantropico</b>
Rendimenti finanziari competitivi					
	Gestione dei rischi ESG				
	Opportunità ESG				
				Impatto positivo	
<i>Impatto socio-ambientale</i>					

**Tabella 2.** Tassonomia degli approcci all’investimento (Fonte: EUROSIF)

L’approccio è definito “tradizionale” se gli investimenti sono unicamente orientati alla performance finanziaria e non prestano attenzione agli aspetti ESG.

Si dice “responsabile”, invece, l’approccio che mantiene un orientamento al rendimento finanziario ma integra il rischio legato alla materialità dei fattori ESG.

Se oltre ai proventi e ai rischi ESG si tengono in considerazione le opportunità nel lungo periodo, l’approccio è definito “sostenibile” poiché genera un vantaggio

futuro nel contrastare una questione attuale e nella creazione di valore aggiunto.

L'approccio "tematico" consiste nel concentrarsi esclusivamente su una o una serie di problematiche dove il bisogno ambientale o sociale crea un'opportunità di investimento con rendimenti che potrebbero addirittura battere il mercato.

Esempi di questo genere di investimenti sono i clean energy mutual funds, emerging markets healthcare funds, microfinance structured debt funds, etc.

Gli ultimi due approcci sono tipicamente caratterizzati da un forte impatto sociale e/o ambientale positivo – obiettivo principale dell'investimento – con la differenza che l'impact contempla un ritorno finanziario anche minimo, tipicamente inferiore al rendimento di mercato o che almeno recuperi il capitale investito.

Per fornire un esempio, si pensi ad un fondo che fornisce debito o capitale ad imprese sociali e/o enti di beneficenza commerciali.

D'altro canto, l'approccio filantropico è sostanzialmente una donazione a sostegno di progetti di interesse pubblico ed è usato come benchmark di impatto nella riclassificazione degli investimenti. È possibile notare come l'impact si collochi a metà strada tra gli approcci chiamati "finance-first" e la filantropia definita "impact only" e come un bilanciamento tra le due variabili possa generare benefici collettivi. Pertanto, il trade-off è osservato sia negli approcci all'investimento sia all'interno della strategia "impact investing".

In merito a quest'ultima, in base alle informazioni raccolte nell'Annual Impact Investor Survey 2020 condotto dal GIIN, su 294 intervistati – di cui 149 asset manager a scopo di lucro – il 67% ha dichiarato di mirare principalmente a rendimenti aggiustati per il rischio in linea con quelli di mercato (85% per gli asset manager a scopo di lucro).

Il 18%, invece, mira a rendimenti molto vicini a quelli di mercato (9% per gli asset manager), mentre il 15% persegue come obiettivo tassi più vicini alla conservazione del capitale (5% per gli asset manager a scopo di lucro).

Inoltre, il sondaggio ha evidenziato come il 68% (dei 282 intervistati) abbia perseguito performance finanziarie in linea con le aspettative, il 20% ha dichiarato di aver sovraperformato le aspettative e il 12% ha indicato una sottoperformance.

Per quanto concerne le performance d'impatto, il 78% (di 274 intervistati) ha dichiarato performance in linea, il 21% una performance superiore e solo l'1% al di sotto delle aspettative.

Per quanto riguarda il rendimento, bisogna sottolineare che la performance finanziaria è correlata all'andamento del mercato e quindi soggetta a diverse variabili di rischio.

Pertanto, un profilo dal lieve impatto socio-ambientale (o nullo) non è sinonimo di ritorno assicurato. Piuttosto rispecchia la strategia dell'investitore che privilegia il ritorno finanziario all'impatto e, a parità di rendimento atteso, suggerisce un portafoglio d'impatto efficiente. <sup>[13][16]</sup>

## Capitolo 3 – Misurare le performance ESG

Come descritto in precedenza, vi è un notevole incremento della domanda di informazioni non finanziarie oltre a quelle attualmente disponibili nei bilanci.

Molti investitori credono nel valore privato e sociale generato dall'integrazione ESG nel processo decisionale finanziario, come divulgato dai PRI delle Nazioni Unite.

Altri, invece, nutrono un interesse legato maggiormente al generare una performance finanziaria che batta il mercato attraverso alfa desumentati dagli ESG.

In secondo luogo, va menzionata la modesta spinta di regolamentazione delle istituzioni per monitorare i rischi del cambiamento climatico e delle condizioni meteorologiche estreme sui bilanci aziendali, che ha contribuito ad aumentare l'interesse degli investitori per una maggiore divulgazione dell'impatto delle inclinazioni socio-ambientali sulle diverse attività d'impresa e le rispettive filiere.

L'affidabilità delle fonti, la consistenza dei dati, nonché dei criteri adottati, sono questioni molto rilevanti in ottica di misurare con efficacia le performance ESG.

Nel dare seguito alla crescente attenzione di aziende, investitori e stakeholders – circa le tematiche ambientali, sociali e di governance – i professionisti del settore hanno intensificato lo studio e l'implementazione di metodiche atte a quantificare metriche adatte, al fine di rendere il reporting non finanziario più affidabile e contribuire al contempo all'evoluzione della finanza sostenibile.

Sono stati sviluppati diversi quadri contabili di sostenibilità per migliorare la divulgazione standardizzata di tali informazioni che hanno creato dati più coerenti, prontamente disponibili e facilmente interpretabili dagli investitori per valutare l'impatto sulla sostenibilità delle scelte di allocazione del capitale.

Tuttavia, i dati facili da raccogliere e divulgare sono molto meno preziosi delle informazioni raccolte attraverso un'ampia due diligence o collaborazioni con esperti in materia.

Le strutture ESG devono quindi affrontare un difficile compromesso tra le informazioni standardizzate, ampiamente richieste ed accessibili a buon mercato, e le informazioni più difficili da intercettare che costituiscono le fondamenta di strategie in grado di fornire una sovra performance di mercato.

D'altronde, il rischio di classificare una società come sostenibile quando in realtà non lo sia è molto alto; come del resto è molto probabile che un'azienda, la quale abbia investito nel rendere più sostenibile il proprio business, non riesca a far recepire al mercato gli sforzi fatti con conseguenze finanziarie piuttosto rilevanti.<sup>[17]</sup>

## **3.1. Lo stato dell'arte**

In mancanza di un unico standard globale che tenga conto delle informazioni non finanziarie necessarie a misurare le performance di sostenibilità delle aziende e di riflesso degli investimenti, ci sono diversi approcci che soddisfano esigenze diverse. Tuttavia, le fondamenta dello sviluppo delle varie metodiche di rendicontazione extra-finanziaria sono largamente attribuite alla “Triple Bottom Line” di John Elkington, concetto coniato nel 1994 e noto anche come “Planet, People, Profit”. Significa che un'azienda si dice sostenibile quando abbia non solo un sano fondo economico, ma anche sani fondi sociali ed ambientali. Storicamente, le aziende hanno misurato il loro valore solo attraverso i propri profitti economici, che includono elementi come vendite, proventi, tasse pagate o flussi monetari. Il cambio di paradigma si ha con l'introduzione degli altri due fattori.

Il valore sociale può essere misurato da elementi come le pratiche lavorative, i diritti umani o la responsabilità di prodotto. Ancora, in base all'impatto sulla comunità come, per esempio, i contributi finanziari totali versati alle organizzazioni non profit. Il valore ambientale, invece, è sostanzialmente l'impronta ambientale di un'azienda e in genere è misurato attraverso emissioni di gas serra, così come il consumo di energia, di rifiuti, di acqua, etc. <sup>[17]</sup>

### **3.1.1. Standard di riferimento**

Lo standard più diffuso è la “Global Reporting Initiative” (GRI), che offre linee guida per la rendicontazione non finanziaria. L'insieme di standard GRI è stato ideato per guidare la preparazione volontaria dei rapporti di sostenibilità; sono abitualmente applicati a specifiche informative e un'azienda può, eventualmente, preparare un rapporto di sostenibilità seguendo altri schemi, pur continuando a divulgare i principali indicatori di performance calcolati secondo gli standard GRI.

Il pubblico a cui si rivolge è costituito da investitori, ma anche da altri tipi di stakeholders come consumatori, dipendenti e società civili.

La missione del GRI è incrementare la rilevanza delle decisioni che non privilegiano solo gli investitori ma che creino benefici collettivi in linea con i principi dello sviluppo sostenibile.

Inoltre, la Global Reporting Initiative – assieme al Global Compact delle Nazioni Unite ed il World Business Council for Sustainable Development – ha sviluppato la cosiddetta “SDG Compass”, ossia ulteriori linee guida, strumenti e molteplici indicatori, racchiusi in un processo di cinque fasi<sup>9</sup>, che aiutano le imprese ad allineare le proprie strategie agli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs).

Un altro standard di riferimento – con un focus diametralmente opposto al GRI, poiché si rivolge principalmente agli investitori – è il “Sustainability Accounting Standards Board” (SASB), costituito nel 2011 da Jean Rogers e Michael Bloomberg con l’intento di facilitare la comunicazione di informazioni utili agli investitori in ambito di sostenibilità aziendale.

Nel 2018, SASB ha emesso 77 diversi standard che coprono i requisiti minimi di reporting di sostenibilità per le industrie in undici settori diversi.

La materialità dei fattori considerati ha rilevanza pressoché finanziaria, considera cioè le circostanze di sostenibilità che possono avere effetti sulla performance o sulla condizione finanziaria. Per individuarle, SASB ha messo a punto una metodologia proprietaria, denominata “Materiality Map”, che rappresenta in forma matriciale i settori industriali individuati e i rispettivi problemi di sostenibilità più comuni, evidenziandone la rilevanza con una scala di grigi.

Ulteriore esempio di standard di rendicontazione rivolto principalmente agli investitori è l’Integrated Reporting Framework, sviluppato dall’International

---

<sup>9</sup> Comprensione degli SDGs; definizione delle priorità; definizione degli obiettivi; integrazione; reporting e comunicazione.

Integrated Reporting Council (IIRC) con lo scopo di migliorare la qualità delle informazioni disponibili ai fornitori di capitale finanziario per un'allocazione più efficiente e produttiva del capitale.

Sebbene si rivolga espressamente ai fornitori di capitale finanziario, riconosce la presenza di molteplici forme di capitale<sup>10</sup> e mira a promuovere la comprensione delle loro interdipendenze.

Il framework IIRC risulta più difficile da implementare rispetto agli altri standard sopracitati, poiché richiede una rivalutazione del modello di business dell'organizzazione, tra cui l'utilizzo delle diverse tipologie di capitale nella creazione del valore. L'approccio utilizzato evidenzia un cambiamento radicale della narrazione della creazione di valore, riconoscendo l'importanza dei diversi stakeholders lungo tutta la filiera.

Tuttavia, il focus sui fornitori di capitale finanziario alle società quotate dello standard IIRC è stato criticato a tal punto che al di fuori del Sudafrica, dove la Borsa di Johannesburg ha richiesto il reporting integrato per le sue società quotate, l'adozione del framework IIRC non ha avuto lo stesso successo dello standard GRI.

Oltre agli standard appena citati, che hanno un carattere generale, ve ne sono altri strettamente legati alla sfera ambientale. Tra questi annoveriamo il "Carbon Disclosure Protocol" (CDP), il "Climate Disclosure Standards Board" (CDSB), e le "Task Force on Climate-related Financial Disclosures" (TCFD), che si distinguono tra loro per lo scopo delle informazioni raccolte.

Mentre i primi due misurano l'impatto ambientale delle attività d'impresa, il TCFD, viceversa, misura l'impatto sulle performance finanziarie delle imprese derivante dalle questioni ambientali.

Il CDP è un ente senza scopo di lucro con sede nel Regno Unito, creato da una

---

<sup>10</sup> Capitale finanziario, produttivo, intellettuale, umano, sociale e di relazione, naturale.

coalizione di 35 investitori istituzionali interessati ad utilizzare i dati sulle emissioni di carbonio delle aziende nel loro processo di costruzione del portafoglio. Tramite l'utilizzo di questionari – inviati alle maggiori società quotate in borsa, in particolare del Financial Times Global 500 e dello S&P 500 – misura l'impatto ambientale delle imprese, con particolare attenzione alle emissioni di carbonio, fornendo maggiori dettagli rispetto ai rapporti convenzionali sulla sostenibilità delle imprese.

Il CDSB, un'altra organizzazione no-profit britannica, ha diffuso un framework ed una serie di principi atti ad agevolare la divulgazione di informazioni<sup>11</sup> sull'impatto ambientale delle aziende per mezzo di altri standard e strutture ampiamente adottati, come il GRI e il CDP, al fine di incoraggiare gli investitori a prendere decisioni più consapevoli e apprezzabili in un'ottica di lungo periodo.

La TCFD – composta da trentuno membri selezionati dal Financial Stability Board del G20 e presieduta da Michael Bloomberg – si pone, invece, l'obiettivo di comunicare ai partecipanti dei mercati finanziari informazioni esaustive sui rischi e sulle opportunità offerte dall'aumento delle temperature, dalla politica legata all'adattamento ai cambiamenti climatici e dall'innovazione delle tecnologie emergenti, per prendere decisioni più informate su dove e quando allocare il capitale e rivalutare i rischi e le esposizioni a breve, medio e lungo termine.

Nonostante la base volontarie delle proprie raccomandazioni, la TCFD gode di una significativa autorevolezza nel settore finanziario poiché i ministeri delle finanze e le banche centrali possono esercitare una spinta persuasiva notevole anche in assenza di regolamentazione. <sup>[17]</sup>

---

<sup>11</sup> Le informazioni ambientali devono essere coerenti e comparabili, chiare e comprensibili, verificabili, nonché lungimiranti. Inoltre, devono essere preparate applicando i principi di pertinenza e materialità, rappresentate fedelmente e collegate ad altre informazioni nel rapporto principale. [Fonte: CDSB]

### **3.1.2. Indicatori e parametri di misura**

L'obiettivo della rendicontazione di sostenibilità è la creazione di un linguaggio armonizzato per i diversi tipi d'organizzazione e stakeholders attraverso il quale comunicare e comprendere gli impatti ambientali, sociali ed economici legati alle attività d'impresa. Gli standards sono pensati per migliorare la qualità e la comparabilità globale delle informazioni su tali impatti, affinché ci sia maggiore trasparenza e responsabilizzazione delle imprese e consentire agli stakeholders, interni ed esterni, di avere una visione più ampia e consapevole sul contributo di una determinata organizzazione allo sviluppo sostenibile.

Al fine di fornire un'esaustiva panoramica dei criteri ESG – nonché degli indicatori di performance e dei dati che popolano i parametri misurati – non si farà riferimento ad uno standard specifico; bensì seguirà è una rielaborazione “a cascata” degli standards precedentemente citati per fornire un approccio olistico alle tematiche e agli stakeholders che fruiscono di tali informazioni.

Il primo passo è quello di segmentare in tre pillar gli ambiti di sostenibilità aziendale, ovvero determinare i criteri Environmental, Social e Governance (ESG). Per ciascun criterio è possibile individuare diversi fattori materiali, cioè tematiche aziendali che costituiscono la performance di sostenibilità di un'organizzazione. In questa analisi i fattori individuati sono stati raggruppati in quattro categorie – conformità, utilizzo delle risorse, impatto e filiera – che, intersecandosi con i tre pillar ESG, individuano le principali questioni di sostenibilità (v. Tabella 3).

	<b>Conformità</b>	<b>Utilizzo risorse</b>	<b>Impatto</b>	<b>Filiera</b>
<b>Environmental</b>	Conformità ambientale	Capitale naturale Capitale produttivo Materiali Fonti di energia	Scarichi idrici Emissioni GHG Gestione rifiuti	Valutazione ambientale dei fornitori Trasporti Riutilizzo/ Riciclo
<b>Social</b>	Diritti umani Procedure di sicurezza Politica pubblica Conformità socioeconomica	Capitale umano Capitale sociale e di relazione	Opportunità d'impiego Salute e sicurezza sul lavoro/ clienti Formazione e istruzione Diversità e pari opportunità Condizioni di lavoro	Valutazione sociale dei fornitori
<b>Governance</b>	Antiriciclaggio Anticorruzione Trasparenza Tasse	Capitale finanziario	Risultati economici Presenza sul mercato Pratiche di appalto Comportamento concorrenziale	Impatti economici indiretti Gestione dei contratti

**Tabella 3.** Principali tematiche relative alle prestazioni di sostenibilità

Il framework generato evidenzia, dunque, le tematiche più rilevanti in tema di sostenibilità, a loro volta scomponibili in ulteriori parametri misurabili.

Per esempio, dall'incrocio del pillar "Environmental" ed il fattore "Conformità" è possibile analizzare la conformità alle norme ambientali di un'azienda e ad un livello inferiore è possibile tenere traccia del numero di controversie, del numero di sanzioni ricevute, il valore monetario e non delle stesse, etc.

Inoltre, attraverso la categoria "Utilizzo delle risorse" è possibile desumere tematiche come: capitale naturale, capitale produttivo, materiali, fonti di energia. Ciascuno racchiude in sé uno o diversi parametri che misurano l'utilizzo delle risorse all'interno della gestione aziendale.

Sempre a titolo di esempio, i parametri corrispondenti possono essere: percentuale di fonti rinnovabili usate, così come fonti fossili, gestione delle materie prime, percentuale di scarti, efficienza produttiva, etc.

Se ci si sposta, invece, sul fattore "Impatto" è possibile osservare l'influenza dell'organizzazione su questioni come gli scarichi idrici, le emissioni GHG, la gestione rifiuti, ed altre considerazioni, che racchiudono ulteriori parametri misurabili specie la quantità di emissioni di gas serra (c.d. Scope 1 e Scope 2), percentuale di rifiuti generati, metodologia di smaltimento, etc.

Ancora, è possibile tenere traccia dell'impronta ambientale del proprio business, al di fuori dei confini aziendali, monitorando l'intera catena del valore attraverso la conformità ambientale dei fornitori, la gestione dei trasporti, la quantità di emissioni Scope 3, addirittura l'impatto dei consumatori tramite la promozione di piani di raccolta di prodotti in permuta per favorire il riuso o il riciclo di prodotti e componenti.

La stessa impostazione si ottiene per i criteri Social e Governance, andando a delineare un quadro completo.

Per esempio, dall'intersezione con i quattro fattori individuati è possibile desumere

rispettivamente le opportunità d'impiego ed i risultati economici, oppure salute e sicurezza sul lavoro e/o dei clienti e la presenza sul mercato, ancora pari opportunità e comportamento concorrenziale.

Pertanto, nel rendicontare le informazioni rappresentate, è possibile tenere traccia dell'impronta ambientale, dell'impatto sociale e delle pratiche governance di un'attività e della propria filiera, al fine di implementare programmi di transizione per una performance migliore e mitigare i rischi di sostenibilità legati al business. Tuttavia, come del resto emerge dal framework appena descritto, la sostenibilità considera anche variabili che si prestano meno ad un'analisi esclusivamente quantitativa e pertanto, laddove non sia possibile individuare dati e/o parametri misurabili, è necessario un approccio qualitativo ed una ricerca più approfondita. In altre parole, parametri facili da misurare come le emissioni equivalenti<sup>12</sup> di CO<sub>2</sub> stabiliscono una chiara relazione causa-effetto tra emissione e riscaldamento globale per giunta monetizzabile attraverso le ecotasse sulle risorse energetiche. Risulta molto più difficile, invece, individuare e confrontare gli impatti negativi sulla biodiversità o sugli ecosistemi, dove le relazioni causa-effetto sono meno evidenti e quindi più complesse, ma con enormi effetti consequenziali.

Per questo motivo, l'analisi delle strategie di business e/o d'investimento delle società diventa una discriminante fondamentale da monitorare e da valutare. Vi è la necessità di un cambio di paradigma nelle strategie focalizzate sulla sostenibilità. Le aziende hanno bisogno di impegno di leadership, interazione con i diversi tipi di stakeholders lungo la catena del valore, coinvolgimento diffuso dei dipendenti e meccanismi disciplinati per l'attuazione. Un numero crescente di aziende sta prendendo atto di questo doveroso cambiamento, credendo di poter generare perfino un vantaggio competitivo in una prospettiva di lungo periodo.

---

<sup>12</sup> L'emissione equivalente di CO<sub>2</sub> indica l'impatto generato da una certa quantità di gas serra sul riscaldamento globale rispetto allo stesso quantitativo di anidride carbonica.

Un modo per attuare questo processo di transizione sostenibile è fornito dal c.d. “ABC framework”, originariamente introdotto nel 2018 dal Business for Social Responsibility (BSR) e poi sviluppato dall’European Center for Innovation and Sustainability (E\_CIS) presso l’IBMI di Berlino. L’acronimo sta per “Act, Build, Change” e suggerisce un ampio impegno anche oltre la propria responsabilità. Le imprese possono agire entro i confini della propria azienda per supportare la sostenibilità sviluppando nuove strategie aziendali resilienti che si basino sulla creazione di valore a lungo termine e superino le pressioni sulle prestazioni a breve termine e che possano frenare i progressi. Inoltre, possono migliorare le strutture di governance e implementare approcci di leadership al passo coi tempi per essere più flessibili, innovativi, e resilienti.

Per esempio, è possibile allineare la remunerazione o gli incentivi del management alle prestazioni di sostenibilità, reclutare membri del consiglio di amministrazione con competenze in materia di sostenibilità e fornire formazione ai dipendenti sulle questioni di sostenibilità.

D’altro canto, le aziende possono costruire relazioni vantaggiose per rafforzare la sostenibilità oltre i propri confini aziendali attraverso la collaborazione con stakeholders esterni per un’analisi più ampia dell’ambiente in cui opera e la presa di coscienza di essere parte di un vasto sistema sociale. Ancora, l’introduzione di meccanismi di reporting trasparenti di sostenibilità per fornire informazioni ad un ampio ventaglio di destinatari commerciali, e non solo, come investitori, fornitori, partner commerciali, dipendenti, clienti, società civile, e/o responsabili politici. Infine, è possibile cambiare la stasi oltre l’ecosistema societario divulgando standard e criteri di due diligence, influenzando regolamentazione e diritto societario, nonché supportare lo sviluppo sostenibile cercando di far convergere sempre più sostenibilità e benefici collettivi nel lungo periodo. <sup>[18]</sup>

## **3.2. Principali provider di rating ESG**

Comprendere in che modo il mercato considera le performance in termini di sostenibilità è una fase importante per le aziende di qualsiasi dimensione.

Sebbene le principali agenzie di rating non finanziario focalizzino le proprie analisi su società di grandi dimensioni, le tematiche ESG stanno assumendo sempre più rilevanza nelle decisioni di investimento e – nell’ottica di finanziare progetti realmente sostenibili – anche le aziende medio-piccole, coinvolte nelle varie catene del valore, devono a loro volta fare propri determinati criteri extra-finanziari.

Pertanto, il rating di sostenibilità rappresenta un’ulteriore considerazione che dovrebbe rientrare nelle politiche aziendali di pari passo con il rating finanziario.

Inoltre, è un’opportunità per le imprese di piccole-medie dimensioni per dare prova del loro impegno nelle tematiche ad impatto sociale anche in ottica di attirare l’interesse dei cosiddetti investitori “responsabili”.

Il rating di sostenibilità (o ESG) è comunemente inteso come un giudizio sintetico che attesta la consistenza di un’emittente, di un titolo o di un fondo circa gli aspetti ambientali, sociali e di governance, affiancando il rating finanziario con l’obiettivo di aumentare la portata delle informazioni a disposizione degli investitori.

In assenza di regolamentazione, diverse società – tra cui le principali agenzie di rating – hanno adottato metodologie secondo due accezioni. La prima segue un approccio quantitativo, che valuta la performance dell’impresa sulla base dei dati disponibili al pubblico redatti secondo gli standard internazionali. La seconda, invece, segue un approccio qualitativo, costituito dalla raccolta di informazioni tramite questionari ESG che valutano le imprese con metodologie differenziate.

Di seguito saranno descritte tre metodologie di rating ESG differenti, sia a livello corporate sia a livello di fondo, appartenenti ai provider più ragguardevoli sul mercato per emettenti coperte e per focus sugli ESG (MSCI, Morningstar, Refinitiv).

### **3.2.1. MSCI ESG Ratings**

Gli MSCI ESG Ratings sono stati ideati per aiutare gli investitori a comprendere rischi ed opportunità in ambito ESG per integrarli nella costruzione e nella gestione dei portafogli.

Questo modello di rating si basa su considerazioni di medio-lungo periodo circa l'esposizione e la gestione delle problematiche che possano tramutarsi in costi o in opportunità per le aziende, valutate rispetto agli standard e alle performance dei loro pari nel settore di riferimento.

Le informazioni sono raccolte attraverso dataset specializzati di governi, ONG, o altri enti divulgativi, nonché attraverso i report di sostenibilità eventualmente pubblicati dalle aziende.

Sono individuati i tre pillar ESG dai quali sono dedotti dieci temi di carattere generale e suddivisi a loro volta in 35 fattori chiave (o key issues).

La metodologia è strutturata sulla base della classificazione GICS (Global Industry Classification Standard) che definisce i pesi relativi ai key issues considerando le problematiche che caratterizzano ciascun settore e l'intervallo di tempo necessario affinché un impatto negativo o positivo si materializzi.

L'esposizione di ogni azienda ai principali rischi ESG sulla ripartizione del proprio business è calcolata su una scala 0-10. Successivamente, l'analisi considera la misura in cui un'azienda ha sviluppato strategie e dimostrato un forte track record di performance nella gestione del suo specifico livello di rischio o opportunità.

La gestione è valutata sulla medesima scala. Il punteggio di esposizione al rischio ed il punteggio di gestione del rischio sono combinati in modo tale che un livello più alto di esposizione richiede un livello più alto di capacità di gestione dimostrata al fine di ottenere lo stesso punteggio complessivo del fattore chiave.

La valutazione delle opportunità funziona in modo simile ai rischi, ma il modello

per combinare esposizione e gestione è diverso. L'esposizione indica la rilevanza dell'opportunità per ogni azienda in base alla sua attività corrente e ai segmenti geografici. La gestione indica la capacità dell'azienda di trarre vantaggio dall'opportunità. Un'esposizione limitata si traduce in un punteggio limitato verso la metà dell'intervallo, viceversa i punteggi possono essere sia più alti sia più bassi. Una controversia, definita come circostanza in atto in cui le operazioni e/o i prodotti dell'azienda hanno presumibilmente un impatto negativo sui tre pillar (ambientale, sociale e/o di governance), verificatasi negli ultimi tre anni portano ad una deduzione dal punteggio complessivo (0-10) della gestione su ogni tema.

Ogni controversia è valutata per la gravità del suo impatto e di conseguenza classificato in quattro categorie: molto grave, grave, moderato o minore.

Ogni pillar desumerà il proprio score dalla media ponderata dei temi e dei key issues sottostanti, tuttavia la governance è valutata in maniera differente poiché considerata rilevante indipendentemente dal settore in esame.

Pertanto, i fattori chiave e i pesi associati sono sottoposti a revisione formale con cadenza annuale e la valutazione considera metriche di esposizione che misurano quanto l'azienda in analisi sia esposta alle criticità materiali per il settore di riferimento e metriche di gestione per quantificare come l'azienda gestisca tali criticità.

Successivamente, si calcola la media ponderata degli score dei tre pillar ed il punteggio ponderato è normalizzato per settore di riferimento.

Il risultato ottenuto è posto in un intervallo determinato annualmente sulla base di una media mobile degli score realizzati negli ultimi tre anni dalle aziende dello stesso settore appartenenti all'indice MSCI ACWI, con il minimo e il massimo stabiliti in un range compreso tra i due percentili 2,5 e 97,5.

In seguito, la scala dei punteggi normalizzati per settore è divisa in sette classi dalla CCC per performance scarse alla AAA per performance eccellenti (v. Tabella 3).

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

**Tabella 4.** Schema di conversione MSCI ESG Ratings

MSCI ESG Ratings coinvolge oltre 8.500 società e più di 680.000 titoli azionari e a reddito fisso a livello globale per creare punteggi e metriche ESG per circa 53.000 fondi comuni ed ETF multi-asset class in una serie di categorie di esposizione ESG. MSCI ESG Fund Ratings, invece, è progettato per valutare la resistenza delle partecipazioni aggregate di un fondo ai rischi e alle opportunità ESG nel lungo periodo. I fondi con un rating elevato sono costituiti da emittenti con una gestione leader o in miglioramento dei principali rischi ESG.

Ogni fondo nell'universo di copertura riceverà un punteggio di qualità ESG complessivo (0-10) che aggrega i punteggi ESG delle partecipazioni sottostanti a livello di emittente.

Per valutare le caratteristiche ESG dei fondi, MSCI mette a disposizione oltre 200 metriche, disponendole in tre macrocategorie: impatto sostenibile, allineamento dei valori ed esposizione ai rischi.

Le metriche d'impatto sostenibile aiutano gli investitori a misurare l'esposizione dei fondi alle società quotate in borsa che affrontano le principali sfide ambientali e sociali.

Possono essere usate negli investimenti ad impatto per individuare i rendimenti sociali per ogni dollaro investito, tra cui l'esposizione a tecnologie pulite, la costruzione di comunità o l'accesso all'assistenza sanitaria.

Le metriche di allineamento dei valori, invece, sono ideate per agevolare gli investimenti allineati ai valori etici, religiosi o politici, adatti agli investitori che preferiscono evitare le aziende coinvolte in violazioni dei diritti umani oppure operanti in settori come tabacco o armi.

Infine, le metriche di esposizione ai rischi ESG hanno lo scopo di aiutare gli investitori a capire l'esposizione del fondo ai rischi ESG. Possono essere utilizzate da investitori di lungo corso con l'obiettivo di limitare i potenziali costi finanziari connessi a questioni come la scarsità d'acqua o le normative sul carbonio. Il primo step consiste nel calcolare il punteggio ESG medio ponderato del fondo in base al punteggio ESG globale delle aziende sottostanti.

I punteggi globali ESG rappresentano il punteggio ESG finale aggiustato per il settore dell'emittente a seconda della sua classificazione patrimoniale.

In seguito, si passa a calcolare l'aggiustamento percentuale<sup>13</sup> per poi moltiplicarlo al punteggio ESG medio ponderato del fondo per determinare il punteggio di qualità ESG del fondo, a cui corrisponde una delle sette classi di rating (AAA-CCC) individuate in precedenza.

Il punteggio di qualità ESG è mostrato anche come percentile nel proprio peer group<sup>14</sup> che rappresenta la percentuale di fondi dello stesso gruppo con un punteggio di qualità ESG uguale o inferiore al punteggio di qualità ESG del fondo.

---

<sup>13</sup>  $1 + \text{Aggiustamento (\%)} = \text{Trend positivo (\%)} - \text{Trend negativo (\%)} - \text{ESG Laggards (\%)}$

<sup>14</sup> I vari Peer Group sono definiti utilizzando la Lipper Global Classification Scheme di Refinitiv.

Inoltre, ogni fondo incluso nel MSCI ESG Fund Ratings riceve un punteggio relativo al percentile globale, che indica la percentuale di fondi con un punteggio inferiore o uguale al punteggio di qualità ESG del fondo in esame. <sup>[19]</sup>

### **3.2.2. Morningstar Sustainability Ratings**

Raccogliendo informazioni dai report aziendali, dai media, dai report delle ONG, o da altre fonti d'informazione multisetoriali, l'ESG Risk Rating di Sustainalytics, una società di Morningstar, intercetta l'esposizione e la gestione dell'emittente ai rischi ESG specifici del settore.

Il rating fornisce agli investitori un punteggio complessivo dell'azienda basato su una valutazione di quanto non sia gestita l'esposizione al rischio ESG. Pertanto, ad un punteggio elevato del rating corrisponderà una cattiva gestione del rischio ESG. L'esposizione è valutata attraverso 138 classificazioni di sottosettori, l'analisi dell'impatto potenziale di 20 "Material ESG Issues" (MEI) per ciascun sottosettore e la successiva selezione dei dieci MEI più rilevanti che prevedono sempre la corporate governance, poiché ritenuta rilevante e applicabile a tutti gli emittenti.

Il punteggio di esposizione finale di un emittente include aggiustamenti specifici per l'azienda come l'esclusione di un MEI se ritenuto non rilevante per l'emittente. Ciascun emittente riceve una valutazione denominata "issue beta" per ogni MEI che può modificare il punteggio di esposizione del sottosettore su ciascun MEI.

Le controversie, suddivise in cinque categorie ascendenti (1-5) sulla base dell'entità dell'accaduto, sono valutate anche a livello MEI e sono considerate una falla nella gestione. Ciò si traduce in una diminuzione del punteggio di gestione in base alla gravità della controversia. Ogni emittente affronta la possibilità di un rischio idiosincratco, ossia guidato da un evento che emerge a causa di una grave controversia ESG, relativa ad una questione che non è considerata materiale per l'azienda, andando a ridurre il punteggio complessivo di gestione del rischio.

Una caratteristica peculiare delle valutazioni di Sustainalytics è l'introduzione del concetto di rischio gestibile e non gestibile. Il rischio non gestibile costituisce la parte del punteggio di esposizione che, a prescindere dalle pratiche di gestione, rimane un rischio per l'azienda. Si pensi alle aziende che non possono eliminare del tutto i rischi per la salute associati ai loro prodotti come accade per le aziende produttrici di tabacco. Il rischio gestibile, viceversa, è la parte del punteggio di esposizione al rischio che può essere mitigato dalle politiche e strategie aziendali. Ciascuna categoria racchiude un livello di impatto finanziario rilevante scaturito dai fattori ESG. Per ogni MEI assegnato ad un emittente, l'esposizione è valutata tipicamente su un intervallo (0-20) per indicare, rispettivamente, l'esposizione più bassa e l'esposizione più alta. Ogni punteggio di esposizione MEI rappresenta una parte del punteggio di esposizione complessivo, che varia tra 0 e 100. I pesi sono determinati dal contributo del punteggio di rischio gestibile del singolo MEI. Per ogni MEI, il punteggio di gestione è la somma di ogni punteggio ponderato dell'indicatore di gestione e i pesi di quest'ultimi, all'interno di un MEI, si basano sulla capacità relativa dell'indicatore di riflettere la performance della gestione relativa a quel tema. Ogni indicatore di gestione ha un punteggio grezzo tra 0 e 100 ed il punteggio complessivo di rischio gestito dell'azienda è la somma di tutti i punteggi di rischio gestito dei MEI, determinati moltiplicando il punteggio di gestione del singolo tema per il punteggio di rischio gestibile dello stesso. Per esempio, un'azienda con un rischio gestibile di 6 e con un punteggio di gestione dell'80%, associati ad un determinato MEI, avrà un rischio gestito di 4,8. La valutazione complessiva del rischio ESG corrisponde al punteggio di rischio non gestito, calcolato dalla somma del punteggio di rischio non gestibile ed il punteggio di rischio gestibile ma non gestito. Infine, è inserito in una delle categorie di rischio ESG individuate: trascurabile, basso, medio, alto e severo (v. Tabella 5).

<b>Score</b>	<b>ESG Risk Rating</b>
0.00 – 9.99	Trascurabile
10.00 – 19.99	Basso
20.00 – 29.99	Medio
30.00 – 39.99	Alto
40.00+	Grave

**Tabella 5.** Schema di conversione ESG Risk Rating di Sustainalytics

Il Morningstar Sustainability Rating è costruito utilizzando l'ESG Risk Rating di Sustainalytics, è calcolato per gli indici e i prodotti gestiti, ed è il risultato di un processo suddiviso in tre fasi.

Comincia con il calcolo del punteggio di sostenibilità per ogni portafoglio riportato nei 12 mesi precedenti che consiste in una media ponderata per gli asset sottostanti. Successivamente, i punteggi ottenuti sono utilizzati per calcolare il punteggio storico di sostenibilità del portafoglio in esame. Infine, è assegnato un rating di sostenibilità in base al confronto del punteggio storico ottenuto con la rispettiva Global Category di Morningstar.

Per preservare la stabilità del rating da forti oscillazioni di punteggio, è usato un buffer con ampiezza di un punto percentuale. Pertanto, un portafoglio vicino ad una certa soglia di rating deve superare il buffer prima che il suo rating sia modificato. Sulla base del punteggio storico, ai portafogli sono assegnati ranghi assoluti e ranghi relativi all'interno delle rispettive Global Categories, a condizione che una categoria abbia almeno 30 portafogli con punteggi storici di sostenibilità.

Il rating finale, assegnato ai fondi, segue una scala relativa da uno a cinque globi ed

è una misura dei rischi ESG finanziariamente rilevanti in un portafoglio rispetto all'insieme di peer individuati (v. Tabella 6).

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

**Tabella 6.** Schema di conversione Morningstar Sustainability Rating

Poiché le regole di distribuzione sono applicate all'interno delle Global Categories, i portafogli esposti a un elevato rischio ESG potrebbero comunque ricevere rating di sostenibilità positivi. Per questo motivo, i portafogli con un punteggio storico di sostenibilità pari o superiore a 30.00 non possono ricevere un rating migliore del livello medio (3 globi), a prescindere dalla loro posizione nella Global Category.

In questo caso limite, ai portafogli con punteggio storico di sostenibilità da 30.00 a 34.99 è assegnato un rating medio.

Ai portafogli con punteggio storico tra 35.00 e 39.99, invece, è assegnato un rating inferiore alla media (2 globi), mentre i portafogli con punteggio storico pari o superiori a 40.00 ricevono un rating di sostenibilità basso (1 globo).<sup>[20]</sup>

### **3.2.3. Refinitiv ESG Scoring**

La metodologia messa a punto da Refinitiv, una società LSEG, si basa su due livelli. Il primo analizza le performance ESG sulla base dei comportamenti aziendali e la rendicontazione disponibile, mentre il secondo determina lo score ESG integrato attraverso la detrazione di un punteggio relativo alle eventuali controversie che hanno coinvolto l'impresa in esame.

I dati raccolti provengono da report aziendali, rendicontazioni non-finanziarie, siti web delle aziende e/o ONG, nonché archiviazioni di Borsa.

Le classi di benchmark dell'ordinamento sono costituite dai peer di settore per gli indicatori socio-ambientali. Per quanto concerne, invece, quelli di governance è analizzato il Paese di origine della società.

L'analisi di sostenibilità di Refinitiv è strutturata secondo i consueti tre pillar ESG, che individuano 10 categorie e oltre 500 metriche, dalle quali è estratto un sottogruppo significativo per un'analisi più adeguata delle aziende.

Per ogni settore, il punteggio di ciascuna categoria è desunto dalla media aritmetica di tutti gli indicatori rilevanti di cui è composta, mentre i relativi pesi sono fissati in base al numero di indicatori che la compongono rispetto al totale degli indicatori. Pertanto, una categoria con un numero maggiore di indicatori avrà un peso più grande, essendo di maggior maturità e rilevanza per l'analisi ESG.

Per lo scoring percentile delle metriche booleane, delle quali non si hanno dati accessibili o non esiste uno standard di calcolo universalmente riconosciuto, è assegnato 1 al "true" e 0.5 al "false". Qualora l'azienda non fornisca informazioni al riguardo è attribuito di default il "false".

Poiché la distribuzione dei punteggi potrebbe essere quasi piatta e i parametri classici – come media o deviazione standard – non sono particolarmente indicativi, il modello di ranking è basato sui seguenti fattori:

- ( $A^-$ ) il numero di aziende peggiori dell'azienda in analisi;
- ( $A^=$ ) il numero di aziende con lo stesso punteggio (azienda in analisi compresa);
- ( $AT$ ) il numero di aziende totali rispetto alla metrica e alla classe di benchmark.

Il punteggio ESG del primo livello è calcolato come segue:

$$Score\ ESG = \frac{A^- + \frac{A^=}{2}}{AT}$$

Passando alle controversie, riguardanti l'ultimo esercizio contabile per evitare problemi di doppio conteggio, il punteggio è conseguito tramite 23 indicatori di controversie ESG.

Il valore di default di tali indicatori è 0, per poi diventare 1 qualora ci fossero controversie rilevanti per ciascuna categoria, ed è normalizzato rispetto ai peer di settore (benchmark di riferimento per le controversie).

In questo caso, ad un punteggio più alto corrisponde una situazione di maggiore gravità.

Lo score finale deriva dal punteggio delle performance ESG e delle controversie, in base al sistema logico seguente:

- se il punteggio delle controversie è superiore o uguale al punteggio ESG, allora il punteggio finale coincide con il punteggio ESG;
- se il punteggio delle controversie risulta inferiore al punteggio ESG, allora il punteggio finale è uguale alla media del punteggio ESG e delle controversie.

Infine, i punteggi ottenuti e distribuiti seguendo un ordimento percentile, sono opportunamente convertiti in 12 classi di valutazione da D- ad A+ (v. Tabella 7).

<b>Score</b>	<b>Rating</b>	<b>Descrizione</b>
≥ 0.00 ≤ 0.0833	D-	Indica una scarsa performance ESG relativa ed un insufficiente grado di trasparenza nel riportare pubblicamente i dati ESG materiali
> 0.0833 ≤ 0.1667	D	
> 0.1667 ≤ 0.25	D+	
> 0.25 ≤ 0.3333	C-	Indica una performance ESG relativa soddisfacente ed un grado moderato di trasparenza nel riportare pubblicamente i dati ESG materiali
> 0.3333 ≤ 0.4167	C	
> 0.4167 ≤ 0.50	C+	
> 0.50 ≤ 0.5833	B-	Indica una buona performance ESG relativa ed un grado di trasparenza superiore alla media nel riportare pubblicamente i dati ESG materiali
> 0.5833 ≤ 0.6667	B	
> 0.6667 ≤ 0.75	B+	
> 0.75 ≤ 0.8333	A-	Indica un'eccellente performance ESG relativa ed un alto grado di trasparenza nel riportare pubblicamente i dati ESG materiali
> 0.8333 ≤ 0.9167	A	
> 0.9167 ≤ 1.00	A+	

**Tabella 7.** Schema di conversione Refinitiv ESG Scoring

L'ESG Scoring di Refinitiv è disponibile anche per i fondi d'investimento.

Dalla combinazione tra il "Refinitiv Lipper" – che copre oltre 330.000 fondi – e l'apposito database ESG – composto da aziende leader rappresentanti circa l'80% della capitalizzazione del mercato globale – è possibile integrare i fattori ESG nelle composizioni e analisi di portafoglio con diversi punteggi.

Gli strumenti analitici implementati evidenziano le performance dei titoli di un portafoglio rispetto ai pari, ai benchmark o una prospettiva più granulare sulla performance di ciascuna partecipazione in base ai dieci temi ESG principali.

Il Refinitiv Lipper Fund ESG score rappresenta la performance di sostenibilità di un particolare fondo d'investimento, identificando le robuste pratiche ESG per aiutare gli investitori ad esaminare i fondi attraverso uno scrupoloso screening ESG del database Refinitiv Lipper.

Tale punteggio è rilasciato esclusivamente per portafogli con un minimo di dieci titoli, per i quali devono essere disponibili gli ESG score con una copertura del 70% dell'intero portafoglio.

Sebbene non sia stato rilasciato un vero e proprio rating, come avviene per le singole società, Refinitiv è al lavoro per colmare tale divario e fornire un ulteriore strumento di analisi con l'obiettivo di aiutare gli investitori e sostenere la crescente domanda d'investimenti sostenibili. <sup>[21]</sup>

## **Capitolo 4 – L’analisi di FIDA**

La finanza sostenibile e i fondi ESG in particolare – come raccontato nei capitoli precedenti – hanno origini piuttosto lontane, sebbene solo recentemente siano diventati una rilevante tendenza di mercato.

Monitorando costantemente l’evoluzione del settore del risparmio gestito, FIDA – con l’intento di ampliare il proprio database – ha condotto un’analisi approfondita per distinguere la vocazione e l’impegno in termini di sostenibilità delle società di gestione. Il prodotto di tale analisi è lo sviluppo di un sistema proprietario di rating ESG atto ad analizzare i processi e le politiche d’investimento dei fondi, facendo emergere i diversi livelli di sostenibilità delle società e dei fondi in esame.

### **4.1. Approccio alternativo**

L’analisi di FIDA sul risparmio gestito in ambito ESG si basa su un approccio alternativo che mette a confronto la concezione di sostenibilità delle società di gestione con le strategie implementate e quindi i diversi portafogli d’investimento. Tale approccio, attraverso indagini mirate e l’analisi della documentazione fornita, permette la valutazione della vocazione alla sostenibilità delle società e di conseguenza del grado di trasparenza tra la mera comunicazione e l’effettiva organizzazione societaria posta in essere per affrontare il tema della sostenibilità. Ciò si traduce nell’analisi della governance, delle strategie d’investimento, dei prodotti sul mercato, nonché del grado di conformità con i regolamenti vigenti. Le informazioni sono raccolte attraverso un questionario periodico che racchiude dati quali-quantitativi, combinati in seguito attraverso il concetto di scorecard, al fine di far emergere l’impegno delle società di gestione e dare la possibilità agli investitori di orientarsi meglio nel ricercare e selezionare gli investimenti ESG.

### **4.1.1. Strumenti utilizzati**

La raccolta dati su cui si basa l'analisi di FIDA è effettuata tramite un questionario, costituito da due macro-sezioni che pongono l'attenzione sia sull'organizzazione e sulla vocazione alla sostenibilità sia sulle strategie d'investimento e i prodotti ESG. Le informazioni quali-quantitative sono raccolte tramite quesiti a risposta aperta, chiusa o multipla che permettono di raccogliere dati per le valutazioni quantitative e, al contempo, di dare modo alle aziende di illustrare la loro visione di sostenibilità, la loro politica d'integrazione dei fattori ESG negli investimenti e gli obiettivi delle proprie strategie implementate negli ultimi anni.

La peculiarità del questionario è la suddivisione in due macrocategorie che convergono in un'unica valutazione, deducendo il grado di trasparenza della società in esame dalla convergenza tra le informazioni raccolte nelle due sezioni.

Per esempio, per una società che si dichiara apertamente sostenibile e con una spiccata vocazione per la sostenibilità gli analisti si aspettano una gamma di prodotti e un set di strategie coerenti con quanto dichiarato.

Nella prima sezione, il questionario analizza le società in base agli obiettivi di sostenibilità preposti e all'allineamento degli stessi con gli SDGs, alle azioni e certificazioni in ambito ambientale, sociale e di governance, alla presenza di un bilancio di sostenibilità per avere evidenza del proprio impatto, nonché alla conformità ai regolamenti europei – con particolare attenzione alla Tassonomia e alla SFDR – che hanno smosso e non poco il settore del risparmio gestito.

Nella seconda, invece, l'attenzione passa ai prodotti ESG e alle strategie SRI implementate, che per una performance eccellente in scala assoluta dovrebbero rispettare le dichiarazioni della prima sezione. Nello specifico l'analisi si concentra sulle percentuali di asset in gestione in coerenza con la classificazione SFDR (art. 6, 8 e 9), sulle risorse aziendali impegnate nelle ricerche e nelle analisi ESG e, in

ultimo, sulle strategie SRI.

Per quanto riguarda le strategie, il questionario raccoglie informazioni sul modo in cui le società hanno deciso di implementarle, sulla percentuale AUM impiegata in ciascuna strategia e su quali obiettivi si basano.

Per quanto concerne i pesi di ciascun quesito, è stata creata una gerarchia di tre livelli al fine di ponderare il punteggio ottenibile (v. Tabella 8). Quest'ultimo varia a seconda del tipo di domanda ed è compreso tra 0 e 1 a seconda del tipo e del numero di risposte predisposte.

<b>Livello</b>	<b>Riferimento</b>	<b>Peso</b>
Super	Macrocategoria	0.50
Macro	Sottocategoria	0.05 – 0.30
Micro	Quesito	0.05 – 1.00

**Tabella 8.** Gerarchia dei pesi per ciascun quesito del FIDA ESG Survey

Successivamente, i pesi e i punteggi delle informazioni acquisite sono combinati e valutati attraverso il concetto di scorecard<sup>15</sup>. Difatti, il risultato delinea un profilo generale della società su scala assoluta ma la duttilità del questionario si presta anche ad un approccio multivariato che indirizza determinati set di domande ad altre tre componenti – società, prodotti e risorse – per un'analisi capillare e più approfondita dei diversi aspetti in tema di sostenibilità, evidenziando eventuali punti di forza e/o debolezza delle diverse società di gestione analizzate.

---

<sup>15</sup> Per scorecard si intende una registrazione statistica che misura il progresso o il raggiungimento di un indicatore di performance stabilito. Fornisce la possibilità di combinare metriche specifiche al fine di ottenere una visione d'insieme per un'analisi di performance completa.

Per ciascuna delle scorecard, desunte dal questionario, è raccolto il punteggio ottenuto, il quale – attraversando quattro soglie su una scala assoluta da 0 a 100 – delinea altrettanti profili di sostenibilità in base alla performance della società.

Pertanto, le società di gestione e gli asset manager forniscono senza intermediari informazioni qualitative e quantitative al fine di divulgare la propria vocazione e la propria metodologia di gestione delle tematiche ESG con un approccio olistico.

I dati raccolti contribuiscono a definire il grado di sostenibilità previsto dal processo d'investimento delle società di gestione e dei prodotti gestiti, non prima di esser stati combinati con le analisi dei portafogli dei fondi.

Inoltre, in ottica di integrare la valutazione che culmina con l'attribuzione del FIDArating ESG, è stato ideato uno spazio – denominato Focus – nel quale le società intervistate si raccontano e sono stimolate dagli analisti a chiarire gli aspetti centrali della propria organizzazione nonché l'approccio alla sostenibilità implementato.

#### **4.1.2. Indagine sulla concezione di sostenibilità**

L'approccio qualitativo dell'analisi condotta è caratterizzato da una vasta indagine sulla concezione e, pertanto, sulla vocazione di sostenibilità della società in esame.

In particolare, le valutazioni si focalizzano sulle politiche d'integrazione dei rischi di sostenibilità e dei criteri ESG nel risk management aziendale, saggiando il livello di conformità con i principali regolamenti europei, vale a dire SFDR e Tassonomia.

Inoltre, è osservata la propensione nel redigere il bilancio di sostenibilità al di fuori degli obblighi di legge, nonché l'accessibilità e il grado di chiarezza dei dati forniti.

Ancora, è considerata la pianificazione d'impatto degli aspetti materiali in tema di sostenibilità con particolare attenzione su eventuali target preposti, azioni e/o certificazioni inerenti al tema di Corporate Social Responsibility che riguardino gli aspetti ambientali, sociali e di governance delle principali operazioni aziendali.

Per esempio, le principali politiche aziendali adottate a favore dei dipendenti o

dell'ambiente, la presenza di una politica aziendale che includa l'assunzione di criteri ESG per la selezione e la verifica dell'intera catena del valore o, ancora, eventuali politiche di remunerazione dei dirigenti coerenti con l'integrazione dei rischi di sostenibilità in conformità con il regolamento europeo 2019/2088 (SFDR). Infine, l'analisi concerne il livello di allineamento delle politiche d'investimento delle società di gestione agli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, principio cardine degli investimenti sostenibili, che riflette appunto la vocazione e l'impegno della società analizzata verso tali tematiche.

Data la natura multivariata del questionario, la sezione qualitativa contribuisce a raccogliere informazioni determinanti nel calcolo parziale del punteggio della scorecard generale e quella delle risorse, mentre costituisce la totalità del punteggio della scorecard società.

### **4.1.3. Strategie d'investimento vs. Portafogli**

Per quanto riguarda l'approccio quantitativo, invece, le valutazioni riguardano le strategie d'investimento responsabile adottate e la gamma di prodotti ESG/SRI.

Procedendo per gradi, è inizialmente osservata la percentuale di Asset Under Management (AUM) dei prodotti classificati rispettivamente secondo gli articoli 6, 8 e 9 del regolamento SFDR.

Successivamente, è analizzata la percentuale di AUM dedicata a ciascuna delle sette strategie SRI, accompagnate da una descrizione dell'approccio eventualmente utilizzato per un'analisi più approfondita su detti temi.

Infine, l'analisi quantitativa si concentra sulle diverse risorse impiegate, quali la presenza di un team ESG dedicato, la numerosità e l'esperienza dello stesso in ambito di finanza sostenibile, potenziali data provider e advisor esterni consultati, nonché la propensione a condurre ricerche in ambito ESG e la manutenzione di un database con le eventuali controversie in cui possono incappare le società investite.

Dalla valutazione delle strategie divulgate – in parallelo con l’analisi dei portafogli dei fondi offerti, nonché della documentazione rilasciata – è possibile desumere l’effettiva vocazione alla sostenibilità e, soprattutto, il grado di trasparenza delle politiche di comunicazione che promuovono differenti prodotti sostenibili (o ESG). Come accade per la qualitativa, la sezione quantitativa contribuisce a determinare il calcolo parziale del punteggio della scorecard generale e quella delle risorse, mentre rappresenta la totalità dei dati utili al calcolo del punteggio della scorecard prodotti.

## **4.2. Il FIDArating ESG**

L'analisi condotta termina con il rilascio del FIDArating ESG che consiste in una valutazione dei singoli fondi con lo scopo di ampliare il proprio database nel settore del risparmio gestito e offrire, al contempo, uno strumento efficace che aiuti gli investitori ad orientarsi meglio nel ponderare le proprie scelte d'investimento ESG.

### **4.2.1. Le fasi di valutazione**

Al fine di descrivere più accuratamente la metodologia del FIDArating ESG è possibile individuare sei fasi, caratterizzate da valutazioni sia a livello di società sia a livello di singolo prodotto offerto.

Inizialmente, l'analisi si concentra sulla valutazione delle società di gestione che, tramite un processo di due diligence, osserva l'assetto organizzativo, la policy aziendale di sostenibilità, gli obiettivi e i risultati ottenuti in materia di CSR.

Inoltre, esamina la gamma di prodotti ESG e le risorse impiegate dalla società. Questo approccio si traduce in una valutazione preliminare della società di gestione in esame per garantire che le decisioni d'investimento siano effettivamente ponderate all'insegna della sostenibilità e che i risultati ottenuti derivino da politiche strutturate, delineando una prima panoramica della performance ESG.

Contemporaneamente, è condotta un'analisi volta a classificare il livello di sostenibilità delle politiche d'investimento sulla base dei regolamenti comunitari vigenti con particolare attenzione al regolamento SFDR, poiché ha contribuito alla classificazione dei fondi cosiddetti sostenibili.

Infatti, come illustrato, il regolamento (UE) 2019/2088 ha delineato tre distinti livelli in cui sono stati classificati i fondi delle diverse società di gestione, considerando l'integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità.

Pertanto, è valutata l'offerta dei presunti fondi art. 6, art. 8 e art. 9.

I primi riguardano tutti i prodotti gestiti che includano una descrizione sulle modalità d'integrazione dei rischi di sostenibilità nelle decisioni d'investimento e ulteriore trasparenza sulle valutazioni della probabilità che si verifichino ripercussioni sul rendimento dei prodotti offerti.

I secondi etichettano tutti i fondi che promuovono caratteristiche sociali e/o ambientali tramite prassi di buona governance.

I terzi, invece, rappresentano i fondi con obiettivi d'investimento dichiaratamente sostenibili e pertanto necessitano di un maggiore grado di trasparenza nelle modalità di benchmarking e perseguimento di tali obiettivi.

Successivamente, sempre con riferimento al regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR), si passa alla valutazione della trasparenza, un aspetto imprescindibile in finanza, soprattutto quando si parla di finanza sostenibile e di prodotti dichiarati ESG.

Nell'analisi condotta la trasparenza è ricercata nella dicotomia tra le strategie dichiarate e la composizione dei portafogli d'investimento ricercando le informazioni necessarie all'interno dei bilanci di sostenibilità rilasciati, nonché attraverso valutazioni di società di rating di terze parti.

Ciò agevola la valutazione delle fasi costituenti la metodologia, facendo leva sulla responsabilità sociale d'impresa che coinvolge nell'insieme investitori e altri portatori d'interesse.

L'ultima fase di mera valutazione consiste nell'analisi di composizione di portafoglio, rispetto ai principi e ai criteri di sostenibilità, osservando i singoli titoli. Considerando la diversificazione delle tecniche presenti sul mercato e la lunga esperienza dei principali provider – che possono usufruire delle migliori risorse, tra cui database ampi e ben strutturati – questa fase è affidata a società terze, affinché si rilasci una valutazione più articolata dei singoli titoli che compongono i fondi.

In conclusione, gli ultimi due step rimanenti conferiscono, rispettivamente, il

punteggio di sostenibilità complessivo e il rating ESG finale ai singoli fondi.

L'attribuzione del punteggio deriva dal computo dei punti assegnati nelle precedenti quattro fasi, senza precludere l'accessibilità alle valutazioni intermedie; mentre il rating ESG finale è attribuito tramite una suddivisione in percentili.

#### **4.2.2. Risultati ottenuti**

Dei 126.339 strumenti totali tra fondi, ETF, obbligazioni, azioni e certificati, presenti nel database, attualmente FIDA raccoglie informazioni per 73.325 fondi, di cui 30.059 sono autorizzati in Italia e sono oggetto dell'analisi condotta.

Tuttavia, il campione effettivamente analizzato ne riguarda un sottoinsieme per via della mancanza di informazioni in fase di raccolta dati. Infatti, non tutte le società hanno deciso di fornire integralmente le informazioni richieste e, pertanto, il campione potrebbe non avere valenza statistica, piuttosto informativa.

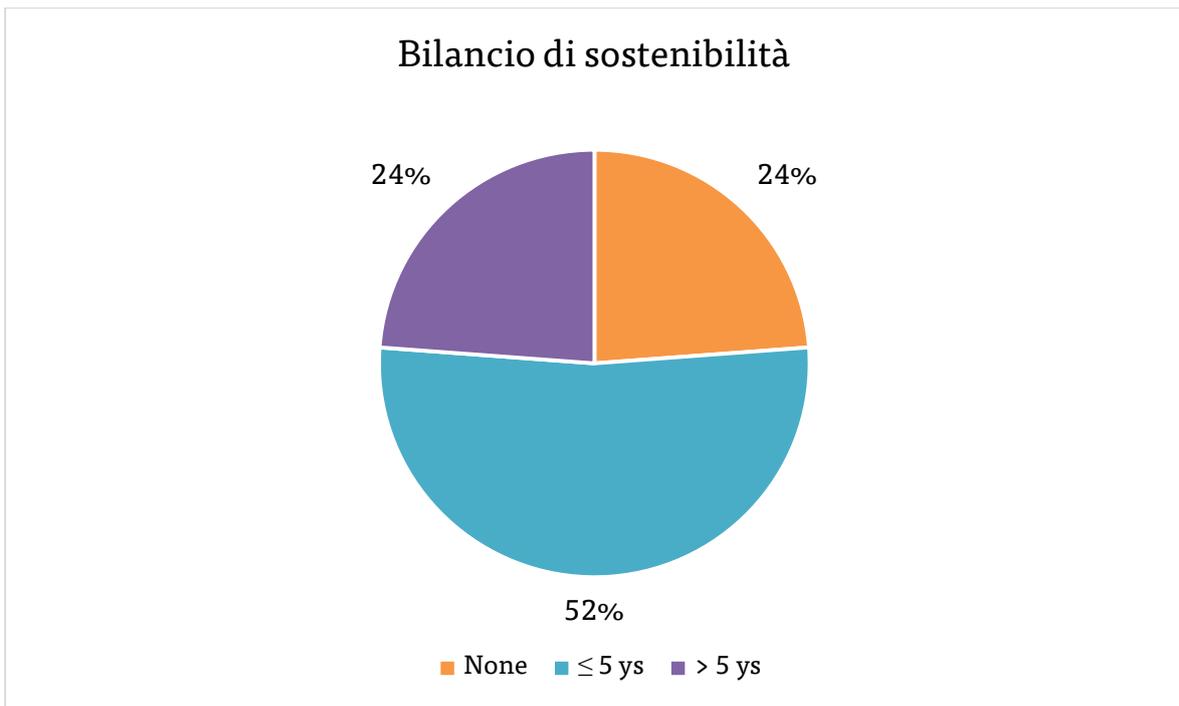
Rispetto ai 30.059 fondi autorizzati in Italia, è stato possibile ottenere informazioni sulla classificazione del livello di sostenibilità delle politiche d'investimento per circa 13.200 fondi, ma le società che hanno compilato il questionario risultano 21 per un totale di 6.638 fondi.

In aggiunta, poiché l'analisi ESG della composizione di portafoglio è affidata ad una società di terze parti, l'effettiva copertura del rating rilasciato al primo round di valutazioni riguarda circa 3.300 fondi d'investimento.

Una prima informazione utile riscontrata riguarda il bilancio di sostenibilità<sup>16</sup>. Il 24% delle società osservate non redige alcun bilancio di sostenibilità, il 52% lo redige da meno di cinque anni e il restante 24% da oltre cinque anni (v. Figura 4).

---

<sup>16</sup> È un documento rivolto agli investitori e a tutti gli stakeholders dell'azienda, la quale comunica gli impegni e i risultati presi nell'ambito della Corporate Social Responsibility (CSR). Rispetto al bilancio d'esercizio, che guarda al mero risultato finanziario, il bilancio di sostenibilità si preoccupa di rendicontare l'impatto che quella realtà ha sul territorio, l'ambiente e l'aspetto sociale.



**Figura 4.** Società che redigono il bilancio di sostenibilità

Il bilancio di sostenibilità è un documento molto importante che racchiude, indipendentemente dalle linee guida adottate per la stesura, informazioni preziose per investitori e stakeholders sull’effettivo impegno della società in esame circa le tematiche ambientali, sociali e di governance.

I dati ottenuti riflettono i limiti della direttiva (UE) 2014/95 che non riguarda le società con un numero di dipendenti inferiore a 500 occupati nell’ultimo esercizio. Pertanto, la nuova proposta della Commissione europea – la c.d. Corporate Sustainability Reporting Disclosure (CSRD) al vaglio delle autorità competenti – amplierà il numero di aziende tenute a redigere il bilancio di sostenibilità. Tuttavia, l’impegno per una società nel redigerlo – soprattutto se al di fuori degli obblighi di legge – sottolinea la dedizione ed una posizione trasparente, contribuendo ad una valutazione positiva, per di più se in un lasso di tempo piuttosto prolungato.

Un altro scenario interessante si è manifestato nel considerare la classificazione dei fondi in base al regolamento SFDR tramite l’osservazione delle percentuali indicative delle masse in gestione presso le società partecipanti.

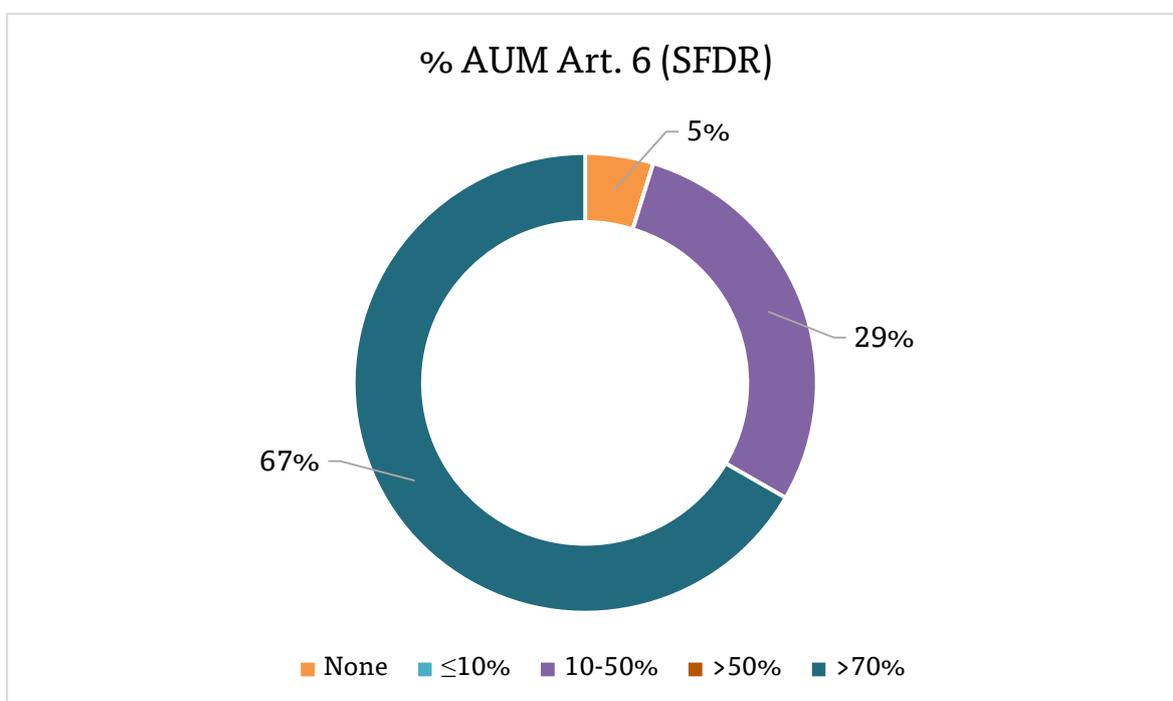
Si evince che il 5% delle società analizzate non ha classificato alcun AUM sotto l'articolo 6 del regolamento, il 29% ne ha allocato una porzione che oscilla tra il 10% e il 50%, mentre il 67% asserisce di classificare oltre il 70% delle proprie masse in gestione (v. Figura 5).

Passando ai fondi articolo 8, il 38% delle società di gestione ha classificato una percentuale dei propri AUM non superiore al 10%, il 38% ne ha classificato una quota tra il 10% e il 50%, mentre il 19% e il 5% delle società in esame ha dichiarato di averne allocato, rispettivamente, oltre il 50% e oltre il 70%.

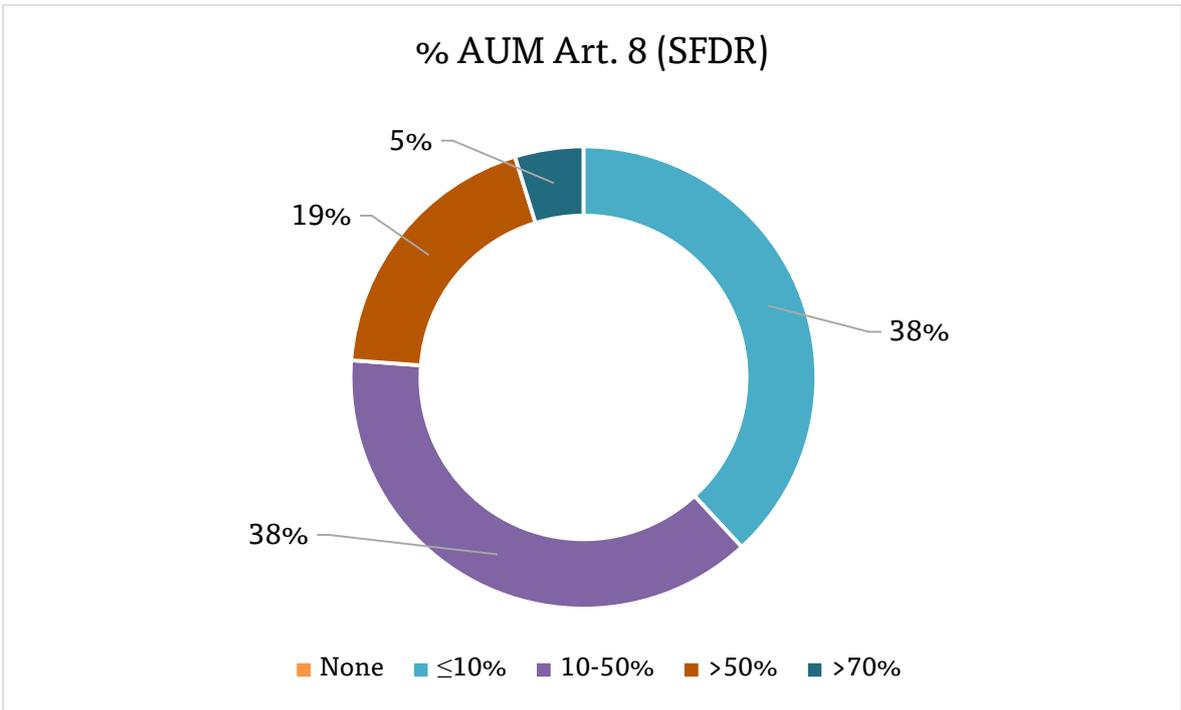
Di conseguenza, risulta che tutte le società siano in grado di offrire almeno un fondo articolo 8 (v. Figura 6).

Per quanto concerne i fondi classificati sotto l'articolo 9, si evince che il 76% ha allocato una percentuale non superiore al 10% delle proprie masse in gestione.

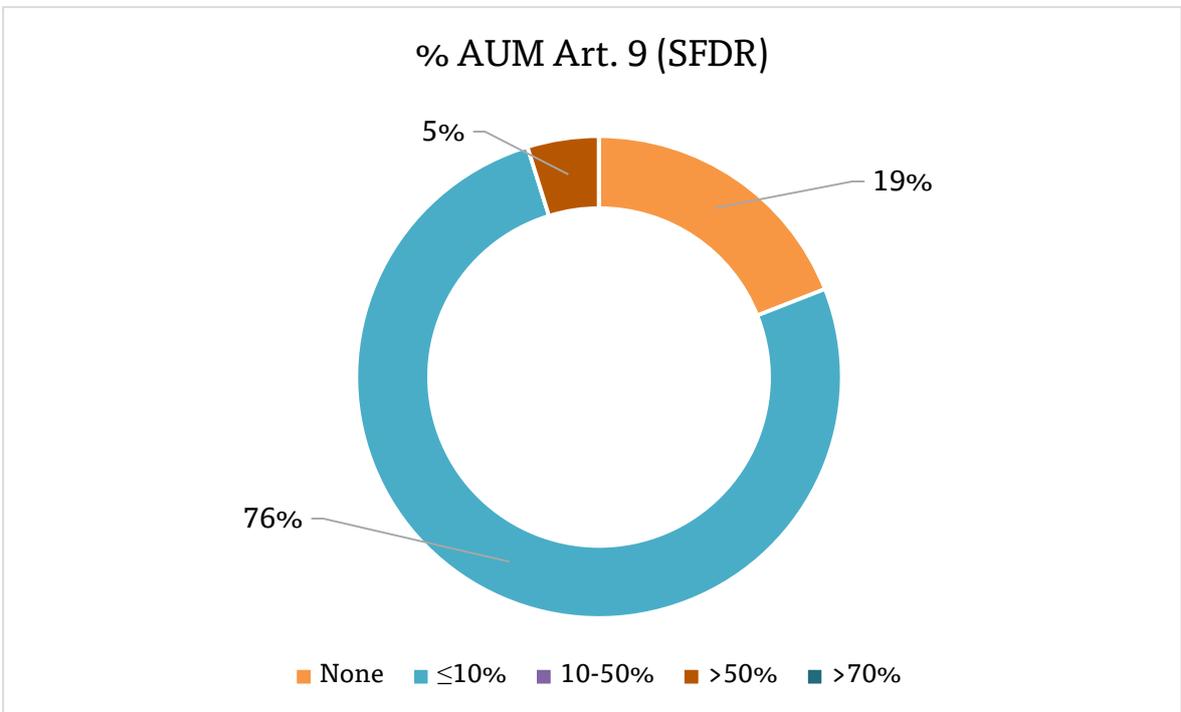
Il 5%, invece, una percentuale superiore al 50%, mentre il 19% non dispone di alcun prodotto che abbia obiettivi d'investimento sostenibile (v. Figura 7).



**Figura 5.** Percentuali di AUM classificate dalle società sotto l'articolo 6 SFDR



**Figura 6.** Percentuali di AUM classificate dalle società sotto l'articolo 8 SFDR



**Figura 7.** Percentuali di AUM classificate dalle società sotto l'articolo 9 SFDR

Il ritardo nel rilascio definitivo degli standard tecnici di regolamentazione e la conseguente mobilitazione alla classificazione dei fondi, attuata dalle società presenti sul mercato e quindi affrettata anche da dinamiche competitive, ha generato frammentazione e discrepanze, soprattutto per i prodotti articolo 6 e 8.

Al momento, non essendoci disposizioni alquanto limitanti, i fondi articolo 6 risultano i prodotti dominanti sul mercato per mole di asset under management, sebbene si limitino solo ad integrare i rischi di sostenibilità annessi alle attività investite e a presentare con trasparenza le politiche d'investimento sostenibile.

Per quanto riguarda i fondi che promuovono caratteristiche sostenibili o ESG (art. 8) e la loro ragguardevole diffusione, risulta determinante la presenza sul mercato dei fondi tematici<sup>17</sup>, i quali rientrano parzialmente in tale classificazione e permettono di offrire prodotti dall'impatto socio-ambientale indubbiamente maggiore dei prodotti cosiddetti tradizionali.

D'altro canto, i fondi prettamente sostenibili – perché si pongono un obiettivo dal rilevante impatto ambientale e/o sociale – sono i meno diffusi.

Le ragioni sono riconducibili ai criteri, decisamente più stringenti, dei regolamenti europei (SFDR e Tassonomia) che disciplinano la classificazione di tali fondi.

Infatti, è necessaria una rigorosa e trasparente integrazione dei fattori ESG e dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali che costituiscono la gestione del prodotto. Quest'ultima deve essere ulteriormente caratterizzata da una formale pratica di engagement, il che significa che l'asset manager partecipi attivamente. Inoltre, bisogna soddisfare il principio DNSH (Do No Significant Harm), ossia, nel conseguire il fine dell'investimento – allineato, per giunta, agli SDGs delle Nazioni Unite – non deve essere arrecato alcun danno significativo a ciascuno dei

---

<sup>17</sup> I fondi c.d. tematici sono fondi con un universo investibile legato, esclusivamente, a specifici ambiti. Per esempio, settori come Biotecnologie, Hi-Tech, Health, Nutrition & Food, Water, Energie alternative, Security, Robotica, Intelligenza artificiale, Fondi Etici, Megatrend, etc.

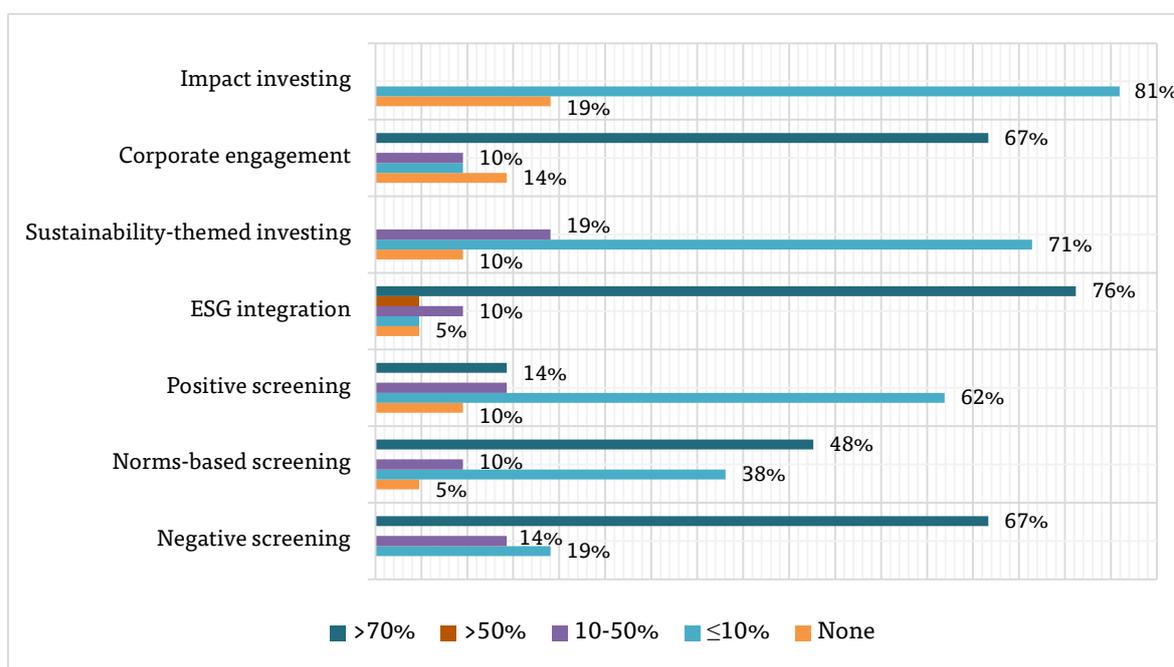
sei obiettivi della Tassonomia.

Tutto ciò si traduce in un maggior costo di gestione rispetto alle altre due tipologie, per via delle garanzie di trasparenza nelle rendicontazioni, finanziarie e non, che devono essere necessariamente fornite.

Del resto, l'obiettivo primario di questi fondi è raccogliere capitale privato per mitigare e contrastare le conseguenze imminenti dei cambiamenti climatici e l'impatto sociale che ne deriva.

Pertanto, è necessario un accurato processo di screening per contribuire con efficacia all'obiettivo.

Osservando sempre le percentuali di asset in gestione, l'analisi si è spostata sulle strategie d'investimento sostenibile e responsabile (c.d. SRI), facendo emergere ulteriori dati interessanti (v. Figura 8).



**Figura 8.** Implementazione delle strategie SRI in base alla percentuale di AUM

Per quanto concerne la strategia “negative/ exclusionary screening” si evince che il 67% delle società analizzate ha dichiarato che oltre il 70% sul totale delle proprie masse in gestione sia interessato da tale strategia, il 14% asserisce di averne destinato una porzione tra il 10% e il 50%, mentre una quota non superiore al 10% di AUM è interessata da tale strategia per il 19% delle società coinvolte nell’analisi. In merito alla strategia “norms-based screening”, è emerso che per il 5% circa delle società di gestione nessun AUM è interessato da tale strategia, per il 38% è implementata in una quota non superiore al 10%, mentre il 10% ha dichiarato una percentuale compresa tra il 10% e il 50% dei propri AUM. Per il restante 48%, invece, oltre il 70% dei propri asset in gestione risulta interessato a tale strategia. Nel caso del “positive/ best-in-class screening”, invece, il 10% delle partecipanti all’analisi non usufruisce di tale strategia, il 62% la utilizza in una percentuale non superiore al 10%, mentre il restante 28% si divide in due sottogruppi della stessa numerosità che implementano tale strategia in una percentuale, rispettivamente, tra il 10% e il 50% ed oltre il 70% dei propri AUM.

A sua volta, la strategia “ESG integration” interessa una quota tra il 10% e il 50% degli AUM per il 10% delle società, mentre il 76% ha indicato una percentuale che supera il 70%. Per quanto riguarda il 15% delle società rimanenti, è possibile individuare tre gruppi di eguale numerosità che hanno asserito di allocare a tale strategia, rispettivamente, nessuna percentuale, una quota non superiore al 10% ed oltre il 50% dei propri asset in gestione.

Passando al “sustainability-themed investing”, si evince che il 10% non utilizza tale strategia, un cospicuo 71% ha indicato una percentuale non superiore al 10% e il restante 19% implementa tale strategia in una percentuale di AUM che oscilla tra il 10% e il 50%.

In riferimento al “corporate engagement & shareholder action”, il 14% delle società che hanno partecipato al questionario ha dichiarato di non implementarla.

Il 10% ha indicato che una quota non superiore al 10% dei propri AUM è interessato a tale strategia, mentre un ulteriore 10% ha dichiarato una percentuale nell'intervallo 10-50%. Infine, le società che utilizzano tale strategia in oltre il 70% dei propri AUM risulta essere circa il 67%.

In ultimo, a proposito di "impact investing", il 19% delle società di gestione ha dichiarato di non implementare tale strategia nella propria politica d'investimento; mentre il restante 81% ha indicato una percentuale di masse in gestione interessate che non supera il 10%.

In merito a quanto appena descritto, è possibile dedurre che le strategie largamente implementate, osservando la mole di asset in gestione, sono quelle appartenenti alle riclassificazioni "low cost SRI" e "broad SRI", ossia "negative/ exclusionary screening", "ESG integration" e "corporate engagement & shareholder action".

Meno diffuse ma pur sempre considerevoli sono, invece, le strategie "norms-based screening" e "positive/ best-in-class screening", appartenenti sempre alla categoria "low cost SRI" ma riclassificabili anche nella "core SRI".

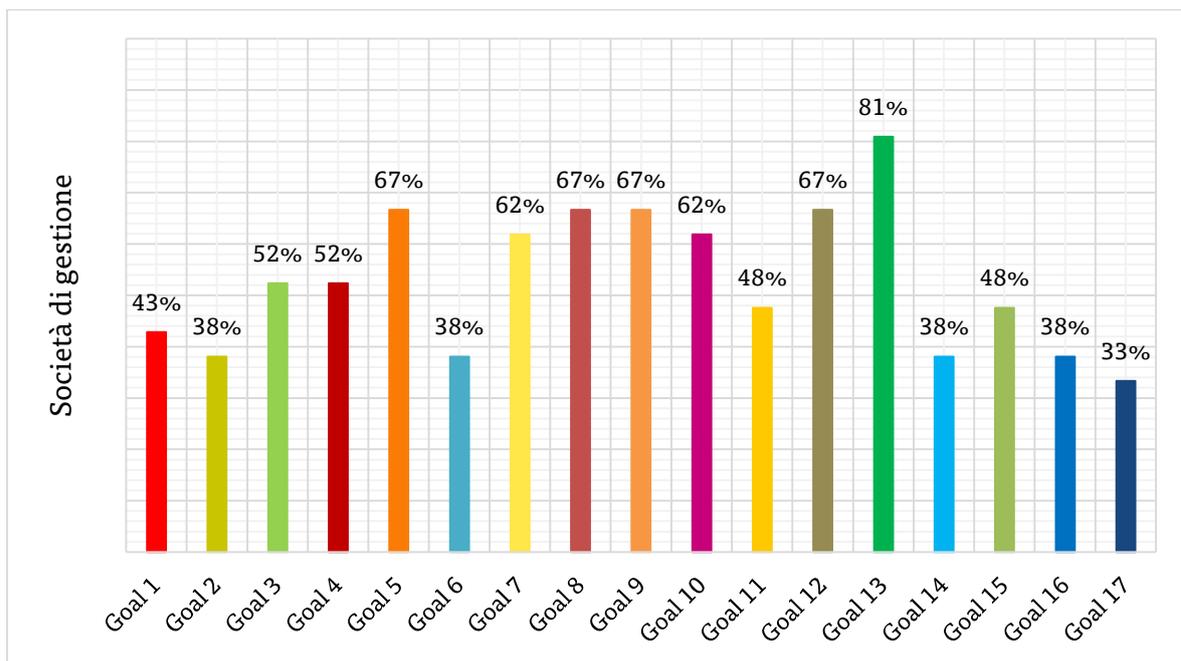
In conclusione, le strategie "sustainability-themed investing" e, in particolar modo, "impact investing" risultano le meno diffuse tra le società analizzate.

Questo dato è molto rilevante, poiché si tratta di strategie molto correlate alle tematiche ambientali, sociali e di buona governance, nonché agli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, e pertanto notevolmente impattanti.

D'altronde le strategie meno diffuse appartengono alle categorie "high cost SRI" e "Core SRI", quindi si tratta di strategie altamente mirate e dai costi di gestione decisamente più sostenuti che rendono i prodotti (fondi) interessati meno appetibili, quantomeno in un'ottica di breve-medio periodo.

Ciò, se affiancato all'evidente minore diffusione dei fondi c.d. "articolo 9", mette in luce le fragilità di un mercato in forte espansione ma che si muove spontaneamente in attesa di definizioni e standard più consoni alle tematiche ESG più rilevanti.

Tuttavia, sebbene attualmente risultino ancora un mercato di nicchia, mostrano un potenziale in termini d'impatto davvero considerevole e rappresentano la strada maestra per una chiara definizione ed armonizzazione d'investimento sostenibile. Consultando i bilanci di sostenibilità e i report d'impatto degli investimenti relativi a ciascuna società di gestione, è possibile saggiare il grado di allineamento delle politiche d'investimento con i 17 SDGs<sup>18</sup> delle Nazioni Unite (v. Figura 9).



**Figura 9.** SDGs a cui le società fanno riferimento nei target d'impatto perseguiti

Dai dati ottenuti si evince che circa l'81% delle società analizzate, nel perseguire i propri target d'impatto sostenibile, faccia riferimento all'obiettivo 13.

Seguono gli obiettivi 5, 8, 9 e 12, indicati da 14 società su 21, mentre 13 su 21 affermano di allineare i propri target d'impatto agli obiettivi 7 e 10.

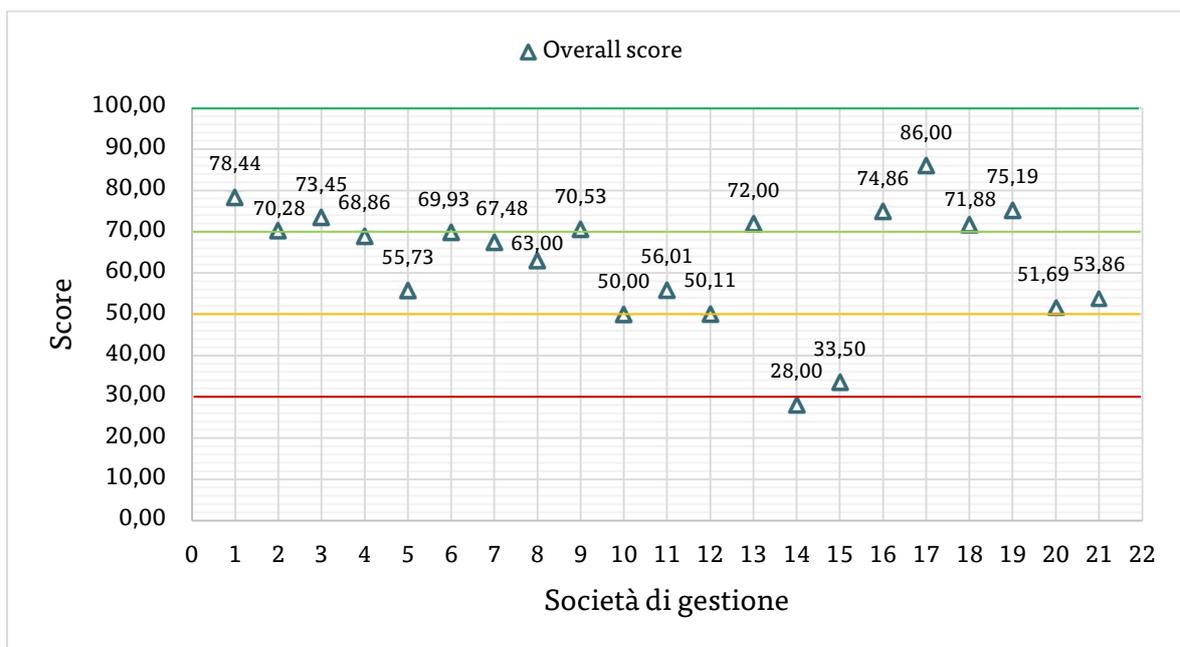
<sup>18</sup> (1) povertà zero; (2) fame zero; (3) buona salute e benessere per le persone; (4) educazione paritaria e di qualità; (5) parità di genere; (6) acqua pulita e servizi igienico-sanitari; (7) energia pulita e accessibile; (8) lavoro dignitoso e crescita economica; (9) industria, innovazione e infrastruttura; (10) ridurre le disuguaglianze; (11) città e comunità sostenibili; (12) consumo e produzione responsabile; (13) cambiamenti del clima; (14) vita sott'acqua; (15) vita sulla terra; (16) pace, giustizia e istituzioni forti; (17) partnership per gli obiettivi.

Mediamente diffusi, invece, sono gli obiettivi 3 e 4 con il 52% dei casi e gli obiettivi 11 e 15 con il 48%. Infine, tra gli SDGs meno ricorrenti, vi sono gli obiettivi 1 (43%), 2, 6, 14 e 16 (38%) e in ultimo l'obiettivo 17 con il 33% (7 società su 21).

In aggiunta, è interessante sottolineare che appena 4 società su 21 non facciano riferimento agli obiettivi di sviluppo sostenibile nel perseguire target d'impatto, mentre tra le restanti 17 emerge una propensione per le tematiche della sfera ambientale a discapito degli aspetti di carattere sociale, meno ricorrenti e piuttosto legati ai confini aziendali.

Ciò è riconducibile, parzialmente, all'approccio della tassonomia europea, fortemente ambientale e ancora indietro per quanto concerne i restanti fattori ESG (Social e Governance). D'altro canto, il mercato ha mostrato maggiore interesse per gli investimenti con caratteristiche ambientali che offrono momentaneamente maggiori ritorni finanziari.

Parallelamente, osservando i punteggi ottenuti dalle società nella prima fase di valutazione, è possibile dedurre uno scenario supplementare (v. Figura 10).



**Figura 10.** Distribuzione della valutazione delle società analizzate (1/2)

Al fine di inquadrare adeguatamente il posizionamento degli attori nel settore del risparmio gestito, individuiamo quattro aree che delineano altrettanti profili di sostenibilità: leader, follower, neutral e laggard.

Partendo dal basso, alle società con performance non eccedenti uno score di 30 punti, su una scala assoluta da 0 a 100, è assegnata la fascia “laggard”. Come suggerisce il termine, si tratta di società che non hanno maturato una particolare vocazione alle tematiche ESG e non hanno implementato strategie ben strutturate. Per le performance rientranti nell’intervallo 30-50 è stata individuata la fascia “neutral” che raggruppa le società caratterizzate da un approccio alla sostenibilità ancora incerto o preferibilmente moderato.

Nella fascia 50-70, invece, figurano le società con profilo “follower”, il quale intercetta performance apprezzabili, frutto di strategie ben strutturate e supportate, nel complesso, da un adeguato impiego di risorse e prodotti.

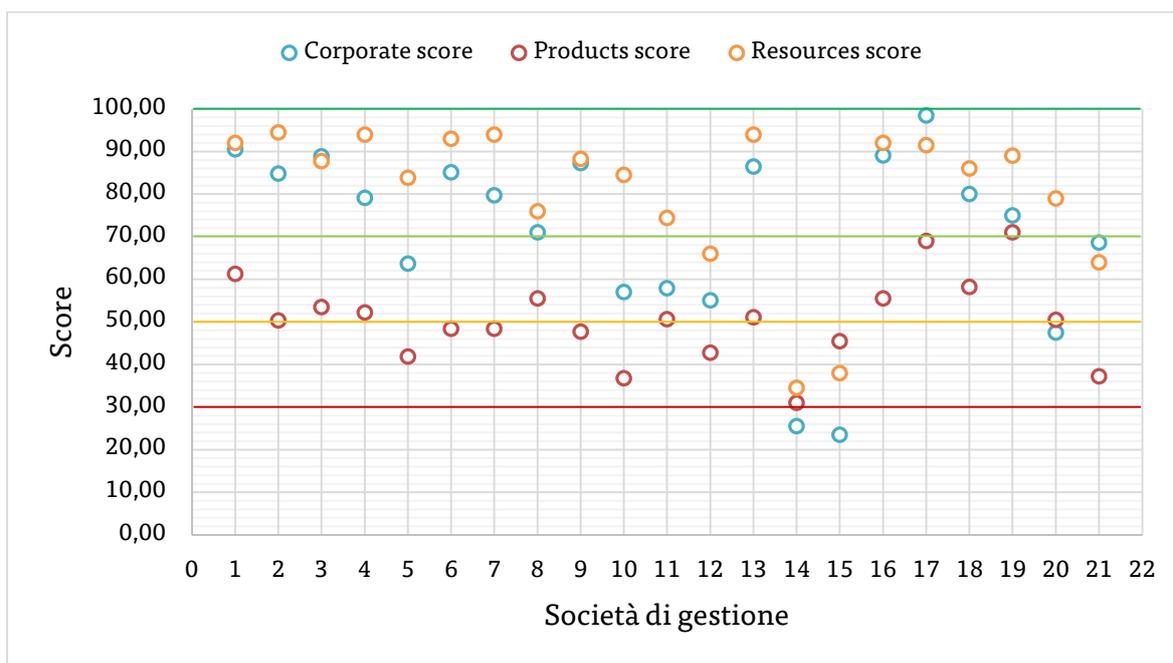
Infine, l’ultima area raggruppa tutte le società in grado di ottenere un punteggio superiore a 70. In questo caso, il profilo individuato è detto “leader” e si tratta di performance caratterizzate da una vocazione alla sostenibilità piuttosto elevata.

In forza a tale risultato vi è un considerevole impiego di risorse, strategie e politiche d’investimento articolate, supportate da percentuali di AUM che interessano la maggior parte delle strategie SRI e adeguati target d’impatto sostenibili.

Esaminando la distribuzione dei punteggi del campione analizzato, si evince una rilevante densità delle aree leader e follower, mentre le due aree restanti sono meno popolate. Infatti, 9 società su 21 (43%) hanno totalizzato un punteggio globale superiore a 70 e lo stesso vale per la fascia nell’intervallo 50-70. Il 10% (2 su 21) rientra nell’area 30-50 e appena una società su 21 (5%) risiede nella fascia laggard. Considerando il punteggio medio delle società analizzate (62.89), il 62% degli elementi del campione ha ottenuto una performance superiore alla media; di contro il restante 38% ha totalizzato uno score sotto la media del campione.

Il range dei punteggi totalizzati individua un intervallo di valori che va da un minimo di 28 ad un massimo di 86 su 100.

In ultima analisi, grazie alla natura multivariata del questionario, è possibile osservare le scorecard relative all'assetto societario, ai prodotti e alle risorse (v. Figura 11).



**Figura 11.** Distribuzione della valutazione delle società analizzate (2/2)

Per quanto concerne il “corporate score”, la distribuzione dei punteggi assume un andamento simile alla valutazione complessiva ed è molto utile per valutare l'assetto societario implementato in ambito di investimenti ESG. Il punteggio massimo ottenuto arriva a quota 98.50, evidenziando una prestazione quasi eccellente supportata da una solida visione dei temi ESG e un grado di compliance alle normative vigenti davvero elevato.

Sul fronte opposto, invece, lo score più basso è pari a 23.50 punti. Trattasi di una società che indugia decisamente rispetto alla media del campione analizzato per quanto concerne l'integrazione dei rischi di sostenibilità, i target d'impatto e le

politiche d'investimento, manifestando poco interesse verso gli investimenti ESG.

Nel complesso, il corporate score – con una media di 71.16 – registra valori decisamente più alti e mette in luce uno standard molto più elevato rispetto alla scorecard della valutazione complessiva.

Di fatto, ben 17 società su 21 popolano le aree “leader” e “follower” – che registrano, rispettivamente, una percentuale del 57% e del 42%.

Al contrario, sul totale delle intervistate, solo tre società registrano punteggi mediocri, di cui soltanto una nella fascia “neutral”.

Una situazione analoga, se non addirittura migliore, è osservabile con la scorecard relativa alle risorse. In questo caso, il “resources score” ha una media di 80.77 e oltre l'81% delle società ha totalizzato uno score superiore a 70. Il restante 19% si colloca in eguale misura nella fascia 50-70 (follower) e 30-50 (neutral).

Le strategie e le risorse impiegate dalle società analizzate – al fine di rispondere alla crescente domanda d'investimenti ESG – risultano nel complesso adeguate, tuttavia le osservazioni dei punteggi del “products score” tendono a mostrare uno scenario diametralmente opposto. Infatti, il punteggio medio ottenuto è di appena 50.40 con un intervallo di valori molto meno ampio delle altre variabili analizzate (31 - 71).

Quanto affermato è ulteriormente corroborato dall'elevata densità nelle fasce “follower” (52%) e “neutral” (43%) dove in totale si colloca il 95% delle società, mentre si osserva solo un caso in fascia “leader” sebbene a ridosso della frontiera.

Le evidenze raggiunte sono riconducibili alla classificazione dei fondi sotto il regolamento SFDR e l'elevato numero di prodotti articolo 6 che, come detto in diverse occasioni, si limita ad integrare i rischi di sostenibilità e non promuove, tantomeno persegue, caratteristiche ESG e/o obiettivi d'investimento sostenibile.

Un'ulteriore e conclusiva osservazione è legata ai benchmark di riferimento adottati nei fondi articolo 8 e articolo 9; essenziali per monitorare le performance dei prodotti sostenibili e che dovrebbero costituire una peculiare differenziazione di

tali prodotti rispetto agli indici di riferimento tradizionali generalmente usati.

Il 66% degli elementi del campione analizzato, pari a 14 società su 21, dichiara di utilizzare indici di benchmark generici, il 24% usa benchmark ESG e il restante 10% si avvale di entrambe le tipologie.

I risultati ottenuti e commentati – dei quali è disponibile anche un raggruppamento tabulare (v. Tabella 9) – si riferiscono alla prima fase di valutazione.

Sono successivamente aggregati e processati con le informazioni delle fasi successive, attraverso la metodologia descritta in precedenza, per rilasciare il rating finale associato ai singoli fondi d'investimento presenti nel database di FIDA.

<b>Company</b>	<b>Overall score</b>	<b>Corporate score</b>	<b>Products score</b>	<b>Resources score</b>
1	78,44	90,50	61,25	92,00
2	70,28	84,80	50,38	94,50
3	73,45	88,90	53,50	87,75
4	68,86	79,10	52,25	94,00
5	55,73	63,70	41,88	83,88
6	69,93	85,10	48,38	93,00
7	67,48	79,70	48,38	94,00
8	63,00	71,00	55,50	76,00
9	70,53	87,30	47,75	88,25
10	50,00	57,00	36,75	84,50
11	56,01	57,90	50,63	74,38
12	50,11	55,10	42,75	66,00
13	72,00	86,50	51,13	94,00
14	28,00	25,50	31,00	34,50
15	33,50	23,50	45,50	38,00
16	74,86	89,10	55,50	92,00
17	86,00	98,50	69,00	91,50
18	71,88	80,00	58,25	86,00
19	75,19	75,00	71,00	89,00
20	51,69	47,50	50,50	79,00
21	53,86	68,60	37,25	64,00
<i>Media</i>	62,89	71,16	50,40	80,77

**Tabella 9.** Raggruppamento tabulare degli score ottenuti

## Capitolo 5 – Riflessioni finali

L'analisi quali-quantitativa condotta, che ha interessato il settore del risparmio gestito, ha evidenziato una considerevole mobilitazione di risorse per la messa a punto di processi e strategie adeguate, al fine di sostenere la crescente domanda d'investimenti sostenibili e responsabili.

Un'evidenza di tale scenario si evince altresì dall'emblematica lettera di Larry Fink – presidente e amministratore delegato di BlackRock – che invita i CEO delle principali aziende quotate sullo S&P500 ad un radicale cambio di paradigma. Questa emblematica pratica di soft engagement è volta a spostare l'attenzione del top management dall'ossessione dei risultati sul breve termine, affinché ci si concentri adeguatamente sulla crescita delle aziende nel lungo periodo, limitando, per esempio, l'eccesso di dividendi in proporzione agli investimenti e l'uso della cassa aziendale per il riacquisto di azioni.

L'engagement delle società di gestione, nell'ambito delle tematiche ESG, appare una strategia con un grande potenziale affinché sempre più aziende maturino un ampio impegno per la sostenibilità e una visione che guardi oltre il risultato finanziario. Occorre implementare strategie aziendali resilienti che guardino alla sostenibilità come motivo d'innovazione, crescita e vantaggio competitivo nel lungo termine. Per perseguire tale obiettivo sono necessarie competenze specifiche e relazioni proficue con le parti coinvolte a supporto dell'innovazione ricercata ed introdotta. Per di più, attraverso una forte leadership e l'engagement sulle tematiche ESG, è possibile influenzare positivamente i futuri quadri legislativi, dimostrando – con esempi di “best practice” – come la sostenibilità generi benefici economici per tutti. Tuttavia, se da un lato si evince un forte interesse da parte delle società di gestione – osservando strategie, politiche d'investimento ed obiettivi perseguiti – dall'altro emerge un certo ritardo dei prodotti (fondi) presenti attualmente sul mercato.

Come detto, i fondi che perseguono obiettivi d'investimento sostenibile – dettati dalla Tassonomia europea – risultano, nel complesso, meno diffusi in relazione al totale delle masse in gestione presso le società analizzate.

Nondimeno, in ottica di intercettare capitali privati e destinarli a progetti con impatto socio-ambientale positivo, occorre incentivare la trasparenza nelle rendicontazioni non finanziarie. Pertanto, è necessario un supporto legislativo aggiuntivo che delinei metodiche precise in grado di classificare gli investimenti. In tal senso, il rilascio definitivo degli RTS costituirà una tappa fondamentale, nonché una fonte inconfutabile di informazioni essenziali per la futura reportistica di sostenibilità delle aziende.

Questo garantirebbe un ventaglio d'investimenti più ampio, che metta al centro soprattutto i privati e le aziende e non unicamente le istituzioni intergovernative. Si pensi, per esempio, a nuovi modelli di business con focus sulla mitigazione e sull'adattamento ai cambiamenti climatici o all'implementazione di programmi che offrano soluzioni ad impatto sociale. Non occorrerà una politica nazionale per perseguire un obiettivo della Tassonomia, ma saranno coinvolti direttamente i privati, purché siano rispettati i target e le norme stabiliti negli RTS.

Pertanto, poiché esiste un ampio insieme di stakeholders per quanto concerne il tema della sostenibilità – dagli investitori ai consumatori, dalle organizzazioni della società civile ai responsabili politici – occorre far convergere priorità ed esigenze di informazione differenti. Le aziende possono adempiere a tale scopo attraverso il reporting di sostenibilità, distribuendo diversi tipi di informazioni a svariati utenti. Al riguardo, sarà indispensabile seguire gli sviluppi della Corporate Sustainability Reporting Disclosure (CSRD) che – come descritto in precedenza – ha introdotto il concetto di “doppia prospettiva di materialità”, ossia comunicare gli effetti delle problematiche di sostenibilità sull'ambiente, sulla società e sulla propria attività d'impresa.

Ciò elargirà una visione adeguata e più trasparente dell'esposizione ai rischi di sostenibilità delle attività sottostanti gli investimenti, pubblici e privati.

La CSRD costituisce un passo in avanti nella legislatura europea per la finanza sostenibile, allineandosi al regolamento SFDR e al regolamento sulla Tassonomia. Con adeguati standard per le rendicontazioni non-finanziarie, comprendenti gli indicatori richiesti nei regolamenti citati, si assicurerebbe che le aziende riportino le informazioni utili agli investitori e agli altri partecipanti ai mercati finanziari.

In aggiunta, è opportuno prendere in considerazione il fenomeno del "dumping"; ossia l'introduzione di prodotti ad un prezzo molto inferiore rispetto a quello di mercato e che non riflette del tutto il costo di produzione, per far fronte alla sovrapproduzione di un bene o sfruttando sussidi statali nel paese d'origine.

L'accezione di carattere sociale, relativa a tale fenomeno, comporta il mancato rispetto delle leggi in materia di sicurezza, diritti del lavoratore, nonché tutela ambientale. L'eventuale investimento in aziende che fanno uso di tale pratica sleale, per ridurre i costi operativi e gonfiare i risultati trimestrali, risulterebbe in netto contrasto con i principi dei criteri ESG e, pertanto, si rivelerebbe non sostenibile.

Un ulteriore spunto riflessivo è costituito dall'uso degli indici di riferimento per il benchmarking dei fondi cosiddetti sostenibili.

Come si evince dall'analisi condotta, occorre maggiore trasparenza sulle tipologie di benchmark usate e, soprattutto, utilizzabili quando si tratta di investimenti ESG. A tal riguardo, risulta importante avvalersi dei cosiddetti benchmark certificate sostenibili. Si tratta di una particolare tipologia di benchmark certificate<sup>19</sup> che hanno come attività sottostante solo indici azionari comprendenti società quotate che adottano le diverse strategie di investimento sostenibile e responsabile (SRI).

---

<sup>19</sup> I benchmark certificate sono prodotti derivati, simili agli ETF, che replicano l'andamento del sottostante senza effetto leva. Il prezzo riflette sistematicamente il valore dell'indice a cui fa riferimento. Tuttavia, presentano quattro peculiarità: assenza di dividendi, assenza di commissioni di gestione, soglia minima di investimento inferiore e un'aliquota fissa al 12,5%. [Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile]

L'esclusivo utilizzo di tale tipologia di benchmark garantirebbe un confronto più consono e trasparente, incentivando l'incremento degli investimenti sostenibili.

In conclusione, al fine di incentivare il trend di mercato analizzato e, nel contempo, perseguire con successo gli obiettivi di sviluppo sostenibile è essenziale creare una rete d'interdipendenze di tre fondamentali fattori: leadership, impatto e reporting.

Dalle aziende agli investitori, passando per dipendenti e consumatori, occorre uno sforzo collettivo ed un approccio olistico alle tematiche ESG, poiché la sostenibilità rappresenta una grande sfida umanitaria, attuabile soltanto con una prospettiva intersettoriale ed una solida collaborazione tra tutte le parti coinvolte.



## Bibliografia e sitografia

- [1] [SF AP FINAL FINAL \(europa.eu\)](#), 28/04/2021
- [2] **Harald Bolsinger, Johannes Hoffmann, Bernd Villhauer**, *The European Central Bank as a Sustainability Role Model – Philosophical, Ethical and Economic Perspectives*, Springer, 2021.
- [3] Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future, 1987.
- [4] **Brendan Bradley**, *ESG Investing for Dummies*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2021.
- [5] [Paris Agreement | Climate Action \(europa.eu\)](#), 16/05/2021
- [6] [EUR-Lex - 02019R2088-20200712 - EN - EUR-Lex \(europa.eu\)](#), 18/05/2021
- [7] [EUR-Lex - 32020R0852 - EN - EUR-Lex \(europa.eu\)](#), 20/05/2021
- [8] [EUR-Lex - 32014L0095 - EN - EUR-Lex \(europa.eu\)](#), 20/05/2021
- [9] [Corporate Sustainability Reporting Directive proposal \(europa.eu\)](#), 20/05/2021
- [10] [Blended Finance - OECD](#), 25/05/2021
- [11] [Sustainable Finance | ICMA \(icmagroup.org\)](#), 10/06/2021
- [12] [ESG Data Integration by Asset Managers: Targeting Alpha, Fiduciary Duty & Portfolio Risk Analysis \(opimas.com\)](#), 29/05/2021
- [13] [Research - \(eurosif.org\)](#), 23/05/2021

- [14] Morningstar, *Global Sustainable Fund Flows: Q1 2021 in Review*, 31/03/2021
- [15] [“Half-baked” EU rules raise greenwashing risks for sustainable funds - Capital Monitor](#), 31/05/2021
- [16] [2020 Annual Impact Investor Survey | The GIIN](#), 18/06/2021
- [17] **Daniel C. Esty, Todd Cort**, *Values at Work - Sustainable Investing and ESG Reporting*, Palgrave Macmillan, Cham, 2020.
- [18] [European Center for Innovation and Sustainability \(E CIS\) | IBMI \(ibm-institute.com\)](#), 25/06/2021
- [19] [ESG Investing: ESG Ratings - MSCI](#), 30/06/2021
- [20] [Il Morningstar Sustainability Rating | Morningstar](#), 02/07/2021
- [21] [ESG Scores | Refinitiv](#), 05/07/2021