



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale in
Amministrazione, finanza e controllo

Tesi di Laurea

**Investimento sostenibile: confronto del profilo rischio-
rendimento tra ETF ESG e i relativi benchmark**

Relatore

Prof.ssa Marcella Lucchetta

Correlatore

Prof. Stefano Battiston

Laureando

Gianluca Marangon

Matricola 866608

Anno Accademico

2021/2022

INDICE

INTRODUZIONE	pag. 1
CAPITOLO 1. L'EVOLUZIONE E L'ESPANSIONE DEGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI E RESPONSABILI	pag. 3
1.1 Definizione di SRI.....	pag. 3
1.2 Dall'antichità agli investimenti sostenibili.....	pag. 5
1.2.1 L'evoluzione dell'investimento sostenibile (SRI).....	pag. 6
1.3 I criteri ESG.....	pag. 19
1.3.1 Il pilastro ambientale (E).....	pag. 19
1.3.2 Il pilastro sociale (S).....	pag. 20
1.3.3 Il pilastro di governance (G).....	pag. 21
1.4 La crescita degli investimenti sostenibili e responsabili.....	pag. 22
1.5 Le strategie SRI.....	pag. 25
1.6 Lo sviluppo delle strategie SRI nel mondo.....	pag. 26
1.7 Le agenzie di rating ESG.....	pag. 29
CAPITOLO 2. LA TASSONOMIA EUROPEA	pag. 35
2.1 Situazione europea sul tema della sostenibilità.....	pag. 35
2.2 La Tassonomia Europea.....	pag. 36
2.2.1 Oggetto e perimetro di applicazione.....	pag. 37
2.2.2 Criteri di ecosostenibilità.....	pag. 40
2.2.3 Comunicazione e trasparenza degli obiettivi.....	pag. 45
2.2.4 Piattaforma sostenibile europea.....	pag. 54
CAPITOLO 3. CONFRONTO DEL PROFILO RISCHIO-RENDIMENTO TRA ETF ESG E I RELATIVI BENCHMARK	pag. 57
3.1 Introduzione concetti base per un investitore.....	pag. 57
3.2 Spiegazione di ETF.....	pag. 61
3.3 Confronto tra ETF.....	pag. 65

3.3.1 Confronto tra ETF azionari americani.....	pag. 65
3.3.2 Confronto tra ETF obbligazionari americani.....	pag. 72
3.3.3 Confronto tra ETF azionari europei.....	pag. 76
3.3.4 Confronto tra ETF obbligazionari europei.....	pag. 79
CONCLUSIONE.....	pag. 85
BIBLIOGRAFIA.....	pag. 89
SITOGRAFIA.....	pag. 91

INTRODUZIONE

Il mondo della finanza è un campo in continua evoluzione in quanto negli ultimi anni sta cambiando la concezione classica di decisione di investimento.

In passato si osservavano e si interpretavano solamente dati e documenti di carattere puramente economico-finanziario, mentre, al giorno d'oggi si prendono sempre più in considerazione fattori non strettamente legati all'ambito finanziario.

Si sta sviluppando rapidamente una nuova visione incentrata ad integrare il concetto di sostenibilità nel mondo degli investimenti.

Nel 2004 è stata coniata ufficialmente la sigla ESG (*Environmental, Social and Governance*) a seguito della stampa del documento "*Who Cares Wins*" da parte della *UN Global Compact Initiative*.

Tuttavia, per decenni, le dimensioni ambientali, sociali e di governance (ESG) non sono state ritenute importanti da una gran parte di aziende. Si riteneva infatti, che le responsabilità ESG non avessero nessun tipo di impatto sulle performance finanziarie e che fossero avvertite come un onere aggiuntivo. Ciononostante, negli ultimi anni, a causa della crisi finanziaria del 2007-2008 e dei preoccupanti e crescenti problemi inerenti al riscaldamento globale, in tutto il mondo si è avvertita una maggiore consapevolezza sulle tematiche ESG. Difatti, gli investimenti sostenibili hanno registrato solo recentemente un rilevante aumento di interesse passando da una pratica di investimento di nicchia ad una preoccupazione generale.

Il presente elaborato, articolato in tre capitoli, ha come obiettivo principale l'analisi degli investimenti sostenibili e responsabili (SRI) e, in particolare, si concentra sul confronto del profilo rischio-rendimento tra ETF ESG e i relativi benchmark.

L'idea di fondo di questo elaborato è quella di immedesimarsi in un classico investitore e cercare di capire se, investendo in strumenti finanziari sostenibili, si rischiano di peggiorare le performance di rischio-rendimento rispetto alle performance degli strumenti privi di caratteristiche ESG.

Il lavoro parte definendo cosa si intende con l'acronico SRI, ovvero investimento sostenibile e responsabile e con la sigla ESG.

Il primo capitolo continua descrivendo la storia che ha portato alla diffusione di questa nuova tipologia di investimenti e la loro espansione a livello globale. Viene spiegato poi il

tema delle agenzie di rating ESG; quest'ultime sono nate con lo scopo di attribuire alle società un giudizio sul loro comportamento relativamente alle tematiche ESG.

Nel secondo capitolo viene approfondita la recente normativa europea, nonché il Regolamento dell'Unione Europea 2020/852, chiamata più comunemente Tassonomia Europea. Questo regolamento fornisce alle imprese delle linee guida e degli strumenti che devono seguire per essere e diventare più sostenibili, superando così il fenomeno del "greenwashing". La normativa è stata suddivisa in quattro argomenti chiave per permettere una comprensione più chiara e semplice possibile. Ogni singolo argomento risponde ad una o più domande precise.

Il primo tema chiarisce a chi si rivolge tale normativa, mentre il secondo spiega cosa si intende in Europa con il termine "ecosostenibilità" e come si misura. Il terzo argomento illustra cosa devono comunicare le aziende in termini di Disclosure. Infine, il quarto tema, si concentra nello spiegare cosa si intende per Piattaforma sostenibile europea.

Nel terzo capitolo si fornisce una risposta alla seguente domanda:

"un investitore che investe il proprio denaro in un ETF ESG rispetto al suo benchmark senza filtri ESG, ci perde in termini di profilo rischio-rendimento?".

Al fine di dare una risposta alla precedente domanda, l'elaborato termina con il confronto tra l'andamento dei rendimenti e degli indicatori di rischio di ETF azionari e obbligazionari americani con i rispettivi benchmark senza filtri ESG. Analoga logica di analisi per quanto riguarda gli ETF azionari e obbligazionari europei.

CAPITOLO 1

L'EVOLUZIONE E L'ESPANSIONE DEGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI E RESPONSABILI

Durante gli ultimi anni le questioni riguardanti la sostenibilità, l'ambiente esterno all'impresa, i diritti umani dei dipendenti e tutte le tematiche ad esse collegate hanno ottenuto un maggiore interesse da parte di cittadini, lavoratori, istituzioni finanziarie e non finanziarie ed investitori.

Al giorno d'oggi, in molti paesi, soprattutto europei, è cresciuta la necessità e la consapevolezza di giungere a delle leggi e delle normative che regolino e considerino maggiormente questi aspetti fondamentali. Tutto ciò, è collegato all'economia globale: infatti, le imprese industriali e le istituzioni finanziarie devono guidare queste tematiche e, attraverso la propria governance, devono riuscire a raggiungere i risultati prestabili.

Per questo motivo i temi degli ESG, degli investimenti responsabili e sostenibili e dell'essere imprese e istituzioni socialmente responsabili si stanno diffondendo e sviluppando a larga scala, così come l'attenzione e l'interesse degli investitori e dei mercati finanziari.

In questo primo capitolo si fornisce una definizione di investimento responsabile e sostenibile e si illustrano le caratteristiche peculiari. Il capitolo continua chiarendo che cosa si intende con la sigla ESG, ovvero "*Environmental, Social and Governance*" e da dove deriva tale acronimo.

1.1 Definizione di SRI

L'acronimo SRI si riferisce alle parole "*Sustainable and Responsible Investment*".

Questa terminologia non sta ad indicare un nuovo strumento finanziario messo a disposizione dalle istituzioni finanziarie, ma si configura semplicemente in un nuovo modo di fare e osservare gli investimenti.

Tali investimenti non prendono in considerazione solo le tradizionali variabili strettamente finanziarie, come rendimento e rischio, ma effettuano anche un'ulteriore

ricerca di carattere non finanziario, che si focalizza su fattori ambientali, sociali e di corretta governance (ESG).

Prima di entrare più nello specifico su quella che è l'evoluzione e la natura dell'investimento sostenibile e responsabile si fornisce una chiara e precisa definizione di tale investimento.

La definizione che si riporta di seguito è quella elaborata dall'*Eurosif* che rappresenta la principale associazione che incentiva e promuove a livello europeo l'impiego e lo sviluppo degli investimenti sostenibili.

L'*Eurosif* definisce l'investimento sostenibile e responsabile come:

“un approccio di investimento orientato al lungo termine che integra i fattori ESG nel processo di ricerca, analisi e selezione dei titoli all'interno di un portafoglio di investimento. Esso combina l'analisi fondamentale ed il coinvolgimento con una valutazione dei fattori ESG al fine di acquisire meglio i rendimenti a lungo termine per gli investitori e di avvantaggiare la società influenzando il comportamento delle aziende.¹”

Analizzando la definizione appena citata emergono quali sono le caratteristiche principali dell'investimento sostenibile e responsabile. Tali caratteristiche possono rispondere alle seguenti domande:

- Cosa: tale investimento viene definito come una modalità per investire, specificato con il termine “approccio”;
- Quando: l'investimento sostenibile si riferisce ad un orizzonte temporale di medio-lungo periodo;
- Come: esso è una modalità di effettuare investimenti che incorpora l'applicazione dei fattori ESG;
- Perché: infine, lo scopo non è semplicemente quello di generare dei rendimenti finanziari positivi nel tempo ma anche quello di realizzare delle azioni positive nei confronti della società.

¹ Fonte: <https://www.eurosif.org/>.

1.2 Dall'antichità agli investimenti sostenibili

Storicamente sia gli economisti che gli investitori hanno operato sull'idea e sulla concezione che la decisione di investimento dovesse essere influenzata solamente da due fattori: il rendimento finanziario ed il rischio. Questa concezione proviene dalla scuola di pensiero economico neoclassica.

Tale scuola di pensiero assume che:

- 1) *“gli individui hanno preferenze razionali riguardo agli scopi;*
- 2) *gli individui massimizzano l'utilità e le imprese massimizzano i profitti;*
- 3) *gli individui agiscono in modo indipendente sulla base di informazioni complete e rilevanti.²”*

Il segreto per capire l'economia neoclassica è comprendere l'*Homo oeconomicus* (the “*economic man*”). Il termine si riferisce all'individuo economico contraddistinto dai seguenti tratti: utilitaristico, insaziabile, egoista e razionale.

L'Homo oeconomicus classico viene raffigurato come “*un cybor che calcola costi e profitti: mancante di passione, che non cede alle tentazioni e non è avido né altruista.³”*

Altre teorie, come la teoria della scelta razionale, sono basate sull'idea che ogni soggetto che si trova nella stessa situazione assume la medesima decisione per massimizzare il proprio interesse personale. Tuttavia, per molti studiosi questo modello era insoddisfacente: infatti, sostenevano che si dovesse integrare anche la psicologia all'interno delle decisioni economiche.

Nella prima metà del XX secolo iniziò a porre le sue radici la teoria economica comportamentale. Tale teoria esamina il rapporto tra la natura imprevedibile della psicologia umana e la scelta razionale che prendono parte al processo decisionale.

I test dell'economia comportamentale hanno dimostrato che il self-interest comprende un ambito più ampio non attribuibile esclusivamente alla persona stessa.

² MARINESCU A., *Axiomathical examination of the neoclassical economic model. Logical assessment of the assumptions of neoclassical economic model*, The School of Advanced Studies of the Romanian Academy, Bucharest, 2016, p. 47 e ss.

³ BRZEZICKA J., WISNIEWSKI R., *Homo Oeconomicus and Behavioral Economics*, University of Varmia and Masuria, Olsztyn, 2014, p. 353 e ss.

1.2.1 L'evoluzione dell'investimento sostenibile (SRI)

Con l'acronimo SRI, dall'inglese *Sustainable and Responsible Investment*, ci si riferisce all'investimento sostenibile, il quale consiste nell'unione, nella strategia e nella pratica dei criteri ambientali, sociali e di governance nelle scelte di investimento.

Lo scopo primario di questo investimento non è semplicemente quello di creare un rendimento finanziario capace di durare nel lungo periodo, ma anche quello di generare un impatto sociale positivo.

Oltre alle teorie economiche descritte precedentemente, anche la religione ha condizionato per molto tempo gli investimenti sulla base di criteri qualitativi. Difatti, l'investimento responsabile ha origini antiche che pone le proprie radici nella dimensione religiosa.

Il primo passo verso l'investimento etico, o sostenibile, si fece già nel VXII secolo. Per cause religiose, infatti, i risparmiatori praticanti le norme dell'Islam cominciarono a non includere nei propri investimenti società le cui attività appartenevano a specifici settori. Non dovevano includere quelle società operanti in settori nei quali la maggior parte dei profitti provenivano dalla fabbricazione e dalla vendita di alcolici, di tabacco, del gioco d'azzardo, di prodotti a base di carne di maiale, di armi, di casinò e di intrattenimento per adulti.

Quindi, l'investimento islamico, denominato anche investimento conforme alla *Sharia*⁴, seguiva delle regole precise, tra cui lo screening degli investimenti delle aziende coinvolte in determinati settori.

Più in generale, la Sharia ha dettato i seguenti criteri per quanto riguarda gli investimenti:

1. *“l'attività della società partecipata deve essere consentita dalla legge islamica;*
2. *il debito fruttifero deve essere inferiore al 40% delle attività totali;*
3. *gli investimenti non conformi alla sharia devono essere inferiori al 33% delle attività totali;*
4. *il reddito non conforme deve essere inferiore al 5% dei ricavi totali della società partecipata;*

⁴ La Sharia (letteralmente “il cammino che conduce alla fonte a cui abbeverarsi”) è la Legge Sacra dell'islamismo, basata principalmente sul Corano e sulla Sunna. È il complesso di regole di vita annunciato da Dio per la condotta morale, religiosa e giuridica dei propri fedeli.

5. *il rapporto di attività illiquide e totale attivo deve essere maggiore del 20%;*
6. *il prezzo di mercato per azione deve essere superiore alla liquidità netta per azione⁵.*

Tuttavia, nell'età cristiana, persone di fede come Metodisti, Quaccheri e Protestanti hanno evitato volontariamente l'investimento in azioni catalogate come "*sin stocks*", ovvero "azioni del peccato". Non esiste una definizione capace di identificare se un'impresa possa essere classificata come "*sin stock*" oppure no, ma generalmente con tale espressione ci si riferisce a quelle imprese che praticano un'attività immorale o considerata contraria alla buona etica e non assumono politiche aziendali legate alle tematiche ambientali, sociali e di governance ma, al contrario, sono ritenute socialmente irresponsabili.

Quest'ultime si riferiscono ad azioni appartenenti a specifiche industrie o settori: alcool, tabacco, produzione di armi e ordigni bellici o gioco d'azzardo.

Queste decisioni si basano sulla volontà di integrare nella scelta di un investimento un insieme di valori che oltrepassano il rendimento finanziario fine a sé stesso.

Proprio la Chiesa metodista infatti, con John Wesley, si fece protagonista della divulgazione dell'utilizzo consono e cosciente del denaro. Infatti, nel VXIII secolo, John Wesley con la sua predica intitolata "*The Use of Money*" sottolineava i principi cardine di quello che poi divenne noto come investimento socialmente responsabile.

I tre punti chiave del suo discorso religioso sono:

- "*Gain all you can*";
- "*Save all you can*";
- "*Give all you can*".

In sostanza, Wesley sostiene che l'uomo dovrebbe impegnarsi al massimo per generare profitti utilizzando tutte le proprie capacità e le proprie virtù, senza privarsi di valori importanti come la vita e la salute. Inoltre, nel suo sermone Wesley specifica chiaramente quali sono le attività rischiose per la singola persona sia da un punto di vista fisico, come quelle mansioni che inducono a rimanere nella stessa posizione per molto tempo o quelle mansioni che conducono ad utilizzare prodotti pericolosi, sia da un punto di vista morale, come lavori illeciti oppure contrari alla legge.

⁵ Sherwood M.W., Pollard J., *Responsible Investing: An Introduction to Environmental, Social, and Governance Investments*, Routledge, New York, 2019, p. 6 e ss.

All'epoca Wesley comandò alla sua parrocchia di non utilizzare o investire denaro in modi che danneggiassero le altre persone.

Questi due eventi rappresentarono i primi casi di investimento sostenibile in quanto entrambi si basavano su convinzioni morali e religiose. Furono fondamentali perché consentirono lo sviluppo di una mentalità più etica.

Tuttavia, molti studiosi identificano l'operato dei Quaccheri come il vero punto di partenza della nuova corrente etica di pensiero, che avvicina alle considerazioni finanziarie anche valutazioni legate ad aspetti sostenibili.

Infatti, nel XVIII secolo, i Quaccheri, seguendo e applicando questa nuova corrente di pensiero, ostacolarono gli investimenti che appoggiavano la tratta degli schiavi usando strategie di screening negativo o di esclusione. Tutto ciò era contrario all'uso comune dell'epoca in quanto l'idea comune era quella che gli schiavi fossero un punto di forza per la redditività degli stati.

Questa nuova visione portò ad un nuovo modo di considerare gli obiettivi d'investimento. Inizialmente cominciò ad espandersi fra le persone, dopodiché a livello globale.

Le teorie economiche, le scritture religiose ed etiche rappresentarono le fondamenta dello sviluppo dell'investimento sostenibile e responsabile.

Proseguendo con gli avvenimenti ed avvicinandosi agli anni recenti, solamente nel 1928 nacque il primo fondo comune di investimento in tema sostenibile. Questo fondo, denominato "*Pioneer Fund*", fu fondato a Boston e la propria strategia d'investimento consisteva nell'acquisto di azioni di società che avessero un forte valore intrinseco ma che fossero sottovalutate in termini di prezzo di mercato e che fossero caratterizzate da un elevato potenziale di crescita. Ovviamente, il fondo evitava di investire in società la cui attività caratteristica fosse la produzione di alcool e di tabacco.

Negli anni che seguirono vi furono numerosi eventi di rilevanza mondiale, tra cui l'Apartheid e la guerra del Vietnam, che contribuirono ad accrescere maggiormente la sensibilità delle persone verso le tematiche etiche e morali, e resero ancora più popolare l'inclusione di fattori non finanziari nelle varie politiche aziendali.

Nei decenni successivi alla Seconda Guerra Mondiale, l'investimento sostenibile è passato dal rispondere a quali fossero le necessità di tale opportunità allo spiegare come riuscire ad integrare i documenti non finanziari nella teoria degli investimenti.

Queste situazioni portarono alla nascita di vari fondi sostenibili a livello mondiale. Di seguito si riportano degli esempi storici:

- nel 1962, in Malesia, è stato fondato il *Lembada Tabung Haji*⁶ (*Pilgrim's Fund Board*), il primo fondo di investimento islamico nel sud-est asiatico.

Questo fondo aveva una doppia funzione: aiutare i musulmani a risparmiare denaro per il santo pellegrinaggio procurando a loro occasioni di investimento e guidare la comunità musulmana malese alle attività di pellegrinaggio;

- nel 1965, in Svezia, è stato creato "*Aktie Ansvar Myrberg*" fondo di investimento responsabile svedese. Questo fondo evitava intenzionalmente investimenti in società che operavano in settori di armi, di tabacco, di alcool;

- nel 1971, in America, nacque il primo fondo che si può far rientrare nel moderno concetto di SRI. Questo fondo, denominato "*Pax World Fund*", oltre ad applicare una strategia di esclusione (screening negativo) delle società operanti in determinati settori di attività, analizzava le società anche dal punto di vista del rapporto che esse avevano con i propri dipendenti e dell'attenzione che esse dimostravano verso l'ambiente esterno. Lo scopo di questo fondo era quello di investire in società che non fossero coinvolte in attività militari, ovvero, che non andassero a finanziare la guerra in Vietnam (1955-1975) che si stava combattendo proprio in quegli anni. È stato il primo fondo americano a mettere in pratica schemi non finanziari nella costruzione del portafoglio di investimenti.

Questo nuovo fondo portò ad una netta divisione fra il vecchio investimento etico caratterizzato dalle restrizioni raccomandate dalla religione e basato sulle azioni del peccato, e la nuova finanza socialmente responsabile, che si sviluppa attraverso l'integrazione di criteri ambientali, sociali e di governance all'interno delle scelte di investimento.

⁶ *Lembada Tabung Haji* è un istituto finanziario islamico che fornisce servizi ai musulmani per risparmiare sulle spese dell'hajj. L'hajj è il pellegrinaggio islamico annuale verso la Mecca, in Arabia Saudita. Fonte: Wikipedia.

Circa nello stesso periodo della guerra del Vietnam, stava avvenendo già da tempo un ulteriore evento che avrebbe portato una forte accelerazione alla crescita degli SRI, ossia il regime dell'Apartheid⁷, presente nel Sudafrica. Il Reverendo Sullivan era molto sensibile a questi abusi e ingiustizie. Nel 1971 entrò a far parte del consiglio direttivo della General Motors (GM). In quegli anni era la più grande azienda ad impiegare persone di colore nelle proprie mansioni. Sullivan utilizzò il proprio potere all'interno del consiglio per cercare di abbattere il regime dell'Apartheid.

Nel 1977 scrisse quelli che al giorno d'oggi sono riconosciuti come i Principi di Sullivan, i quali avevano lo scopo di regolare e di gestire le pratiche commerciali in Sudafrica.

I principi si focalizzavano su:

1. *“non esclusione delle etnie nelle strutture di ristorazione, di comfort e di lavoro;*
2. *equità e uguaglianza nel lavoro per tutti i dipendenti;*
3. *parità di salario per tutti i lavoratori che eseguono l'analogo lavoro o simile per lo stesso periodo di tempo;*
4. *inizio e crescita di programmi formativi che preparano “blacks and other non-whites” per lavori di ufficio, amministrativi e tecnici e di supervisione;*
5. *aumento del numero di “blacks and other non-whites” nelle posizioni dirigenziali;*
6. *miglioramento della qualità della vita per “blacks and other non-whites” al di fuori dell'ambiente di lavoro in aree quali, istruzione, strutture sanitarie, alloggi e trasporti.*
7. *eliminare le leggi ed i costumi che impediscono la giustizia sociale, economica e politica (aggiunto nel 1984)⁸.*

La novità dell'operato di Sullivan fu quella di non aver utilizzato una strategia di esclusione per esprimere i propri valori e i propri pensieri come era accaduto fino a quel momento, ma di aver fatto sentire la propria voce attraverso il suo potere di membro del Consiglio di Amministrazione, stimolando l'azione stessa della società e indirettamente anche quella di molte altre. Pertanto, questo è stato il primo caso noto di strategia di “engagement”.

⁷ Politica di discriminazione razziale attuata dalle minoranze bianche nella Repubblica Sudafricana nei confronti delle persone di colore.

⁸ Sherwood M.W., Pollard J., cit., p. 10.

Tutti questi accadimenti hanno portato gli investitori a diventare sempre più consapevoli e responsabili sulle questioni sociali e ambientali. Fra tanti si distinse Amy Domini, una broker di Boston, che pubblicò nel 1984 il proprio manuale, intitolato *“Ethical Investing”*, sulla tendenza verso gli investimenti etici e responsabili.

Il libro proponeva delle implementazioni pratiche per l’unione di strategie di esclusione e strategie di screening positivo nella costruzione del portafoglio. Il lavoro svolto da Domini è stato rilevante nell’includere il potenziale impatto dell’investimento sostenibile sui rendimenti del portafoglio. È stato uno dei primi elaborati a dimostrare che le metriche adottate per le strategie di investimento tradizionali possono essere anche utilizzate per valutare più precisamente l’efficacia delle strategie di investimento sostenibili.

Il suo crescente interesse verso queste tematiche la portarono nel 1990 a fondare il *Domini 400 Social Index* che, al giorno d’oggi, viene riconosciuto con l’identificativo di *MSCI KDL 400 Social Index*.

L’indice include 400 società, di cui il 90% a grande capitalizzazione, il 9% a media capitalizzazione e l’1% a bassa capitalizzazione, selezionate per i loro risultati positivi su tematiche ambientali e sociali.

“Questo indice misura se un investimento socialmente responsabile possa fornire rendimenti uguali o superiori rispetto alle strategie di investimento tradizionali⁹.”

Negli ultimi decenni, dopo una serie di eventi mondiali, tra cui l’*Affordable Housing Act*, cioè un atto legislativo che permette la fornitura di alloggi a prezzi accessibili da parte dello Stato, il disastro nucleare di Chernobyl nel 1986 e la fuoriuscita di petrolio di Exxon nel 1989, c’è stata una forte accelerazione verso gli investimenti sostenibili.

Questi avvenimenti hanno sensibilizzato gli investitori verso l’integrazione dei fattori sostenibili nelle strategie tradizionali.

Fino ad allora, l’investimento sostenibile avveniva esclusivamente attraverso lo screening negativo o di esclusione, che è diventato popolare grazie agli investitori religiosi o socialmente consapevoli, i quali volevano evitare di investire in società che svolgessero attività non etiche.

⁹ Sherwood M.W., Pollard J., cit., p. 11.

Tuttavia, con la creazione del fondo “*Friends Provident Stewardship*” si implementò una nuova strategia, che approcciava agli investimenti con tre obiettivi:

1. aiutare le aziende a produrre attraverso le loro attività principali un impatto positivo sull’ambiente esterno;
2. non considerare le aziende che hanno un impatto negativo sulla società;
3. premiare le aziende che cercano di comportarsi in modo più etico e responsabile.

L’unione di questi tre obiettivi ha introdotto due nuove strategie di screening come lo “*screening positivo*” ed “*engagement*”. Queste due strategie sono state viste come opportunità per migliorare il profilo di rischio e il potenziale di rendimento dell’investitore.

Con l’inizio del nuovo secolo, dagli anni 2000, si è maggiormente sviluppata la sensibilità verso il tema della sostenibilità da parte dell’economia mondiale e dei governi centrali grazie alla partecipazione attiva di molte organizzazioni e all’incremento della consapevolezza dei cittadini relativamente a queste tematiche.

Proprio nel 2000 fu lanciata un’iniziativa da parte di Kofi Annan, segretario generale delle Nazioni Unite dell’epoca, con lo scopo di sviluppare dei criteri comuni applicabili a qualsiasi società per favorire la sensibilizzazione di quest’ultime ai temi della sostenibilità, scissa nei criteri ambientali, sociali e di governance.

L’iniziativa prese forma quando il segretario si riunì con gli Amministratori Delegati delle 50 istituzioni finanziarie più importanti a livello globale per sviluppare delle linee guida al fine di aiutare le società ad incorporare le tematiche ESG all’interno delle proprie strategie e politiche aziendali.

Il programma si realizzò e fu reso pubblico con il nome di Patto Mondiale delle Nazioni Unite, o *United Nations Global Compact*. Per consentirne la diffusione, nel 2004 le Nazioni Unite pubblicarono un atto chiamato “*Who Cares Wins*”, che rappresenta il documento più significativo, fino ad oggi, nell’ambito degli investimenti responsabili.

Questo documento chiarisce le ragioni e gli obiettivi alla base dell’iniziativa. Il report inoltre esplicita le linee guida e le raccomandazioni da seguire per poter applicare al meglio i criteri ESG.

Il termine ESG è stato ufficialmente coniato nel 2004 con la pubblicazione di quest'ultimo documento della *UN Global Compact Initiative* e deriva dall'abbreviazione della frase "*Environmental, Social and Corporate Governance analysis*".

Il Patto Mondiale delle Nazioni Unite fu accolto positivamente e fu interpretato come il punto di partenza per l'incorporazione dell'investimento ESG nel mondo della finanza moderna.

Il Patto fa evidente richiamo ai tre pilastri della sostenibilità e le raccomandazioni che contiene hanno la finalità di far capire a tutti i soggetti operativi sul mercato che essi sono parte attiva e assumono un ruolo fondamentale per il cambiamento della concezione di sostenibilità nel mondo. Di conseguenza, uno degli obiettivi primari è quello di comunicare e divulgare all'interno delle società che il concetto dell'agire in maniera responsabile è un punto chiave per il conseguimento di risultati di successo nel lungo periodo.

Il Patto delinea dieci principi che devono essere riconosciuti e rispettati universalmente da parte dei soggetti economici. Questi dieci principi possono essere raggruppati in quattro macro-temi che trattano dei diritti umani, delle condizioni di lavoro, della sostenibilità ambientale e dell'anticorruzione.

Una sintesi di quanto contenuto nel Patto è graficamente rappresentato dalla Figura 1.

Figura 1. Raccomandazioni contenute nell'UE Global Compact



Fonte: Who Cares Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World.

Per la storia della moderna finanza sostenibile questo Patto, richiesto dal segretario generale delle Nazioni Unite, è da ritenersi un evento fondamentale.

Uno degli episodi di maggior rilievo riguardanti la storia degli SRI arrivò nel 2005 quando l'Organizzazione delle Nazioni Unite promosse e sviluppò i *Principles for Responsible Investment (PRI)*, che vennero pubblicati nell'aprile del 2006 direttamente presso la borsa di New York.

Questi Principi si appoggiano sull'idea che le tematiche ESG, come il cambiamento climatico o i diritti umani, possono incidere sui rendimenti dei portafogli di investimento. Per questo motivo essi dovrebbero essere considerati insieme a fattori finanziari più tradizionali. Questi non sono altro che dei principi sviluppati per assicurare che gli investimenti realizzati dagli investitori vengano effettuati adottando strategie e procedure che incorporino le tematiche ESG.

I PRI non sono obbligatori, anzi, la sottoscrizione è su base volontaria e non hanno requisiti di accesso o standard di performance.

Quando un investitore sottoscrive i PRI consapevolmente aderisce ai principi e si impegna ad implementarli attraverso appropriate azioni, oltre che a esortare altri investitori a aderirvi.

Chiunque firmi i Principi per l'investimento Responsabile si impegna a:

1. *“incorporare i fattori ESG nell’analisi e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti;*
2. *essere azionisti attivi e integrare le questioni ESG nelle politiche e nelle pratiche di azionariato attivo;*
3. *richiedere un’adeguata trasparenza e comunicazione sugli aspetti ESG presso gli enti nei quali investono;*
4. *promuovere il consenso e l’attuazione dei Principi nel settore degli investimenti;*
5. *aumentare l’efficacia nell’applicazione dei principi tramite una collaborazione con le reti PRI;*
6. *redigere un resoconto annuale sulla propria attività e sui progressi compiuti nell’attuazione dei Principi¹⁰”.*

Costituire un nuovo sistema finanziario globale economicamente efficiente e sostenibile in grado di generare valore a lungo termine è l’obiettivo principale dei PRI. Tale sistema agevola l’investimento sostenibile di lungo periodo e apporta dei vantaggi all’ambiente e alla società nel suo complesso.

Il patto delle Nazioni Unite e questi sei principi hanno trovato un favorevole riscontro presso gli investitori, che si sono interessati sempre di più al tema dell’investimento responsabile. Questo interesse deriva dalla maggiore consapevolezza degli investitori, che hanno compreso che gli argomenti ESG sono essenziali per la nuova visione finanziaria.

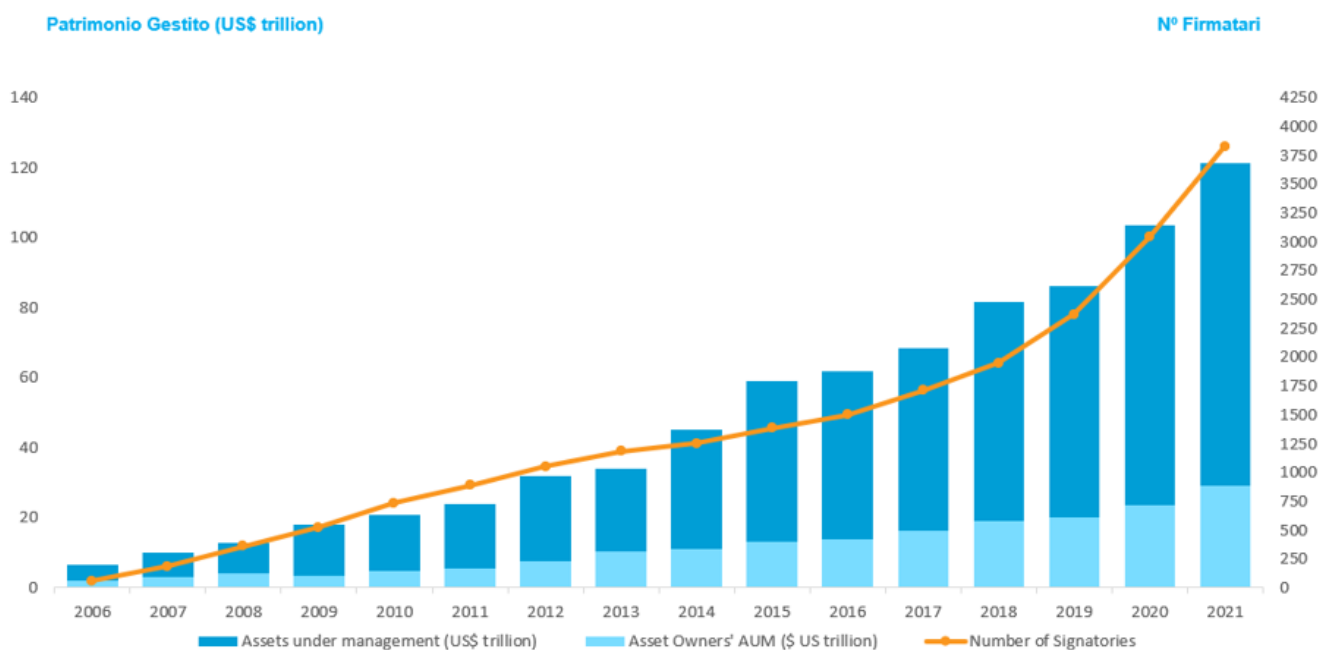
¹⁰ Fonte: <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>.

A dimostrazione di quanto appena affermato, dal 2014 al 2021 il numero dei firmatari dei *Principles for Responsible Investment* si è triplicato, mentre la quantità di patrimonio gestito è più che raddoppiata.

A fine 2021 i firmatari gestivano un patrimonio totale che ammontava ad un valore di circa 121 mila miliardi di dollari.

Quanto appena affermato si può osservare nella Figura 2.

Figura 2. Numero firmatari e quantità di patrimonio gestito (2006-2021)



Fonte: www.unpri.org

Negli ultimi vent'anni, grazie al Patto Mondiale delle Nazioni Unite e ai PRI, l'intera popolazione mondiale è stata coinvolta in un processo di responsabilizzazione e cambiamento riguardante il tema della sostenibilità. Di conseguenza anche le società, per poter restare appetibili agli occhi degli investitori, si sono trovate a dover includere i criteri ESG all'interno delle proprie politiche e strategie aziendali.

Nel XXI secolo ci sono state una serie di ulteriori iniziative sviluppate soprattutto per standardizzare la documentazione non finanziaria e per creare maggiori soluzioni per l'integrazione dei fattori ESG nei processi aziendali.

Difatti, nel 2009, la collaborazione fra UNCTAD¹¹, UN Global Compact, UNEP FI¹² e PRI ha portato alla nascita dell'iniziativa SSE, Sustainable Stock Exchange.

L'iniziativa ha lo scopo di fornire delle linee guida sulla documentazione non finanziaria alle imprese quotate nei mercati finanziari aderenti.

Durante gli ultimi anni, l'Organizzazione delle Nazioni Unite non si è mai fermata riguardo agli argomenti di sostenibilità e d'ambiente; anzi, nel 2015, sviluppò un'agenda di 17 obiettivi interconnessi fra di loro da raggiungere entro il 2030, conosciuta come Agenda 2030. I 17 obiettivi, chiamati *Sustainable Development Goals* (SDGs), sono necessari per garantire uno sviluppo sostenibile del pianeta e per ottenere un futuro migliore.

Questi obiettivi affrontano un'ampia gamma di questioni importanti attinenti allo sviluppo economico e sociale e mirano a porre fine alla povertà, a lottare contro le disuguaglianze sociali e di genere, ad affrontare i cambiamenti climatici e a costruire società che rispettino i diritti umani.

Nella Figura 3 sono riportati i 17 obiettivi dell'Agenda 2030.

Figura 3. Elenco 17 obiettivi per lo sviluppo sostenibile.



Fonte: <https://unric.org/it/>

¹¹ Conferenza delle Nazioni Unite sul commercio e lo sviluppo.

¹² Iniziativa per il finanziamento del programma ambientale delle Nazioni Unite.

Tutti i 193 Paesi membri delle Nazioni Unite hanno approvato questo programma d'azione e il risultato raggiunto è stato quello di coinvolgere direttamente anche le società nell'attuazione di questi obiettivi, richiedendo loro di assumere una posizione attiva nel conseguimento del progetto.

Sempre nello stesso anno, la città di Parigi ha ospitato la Conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, denominata anche COP21. La Conferenza di Parigi ha aperto il dialogo tra i vari Paesi che aderiscono all'Organizzazione delle Nazioni Unite con lo scopo di elaborare un nuovo accordo globale e giuridicamente vincolante sulle tematiche dei cambiamenti climatici.

Il risultato finale della Conferenza è la stipula di un nuovo accordo sul clima, comunemente chiamato Accordo di Parigi, per il periodo a decorrere dal 2020 che, per la prima volta, impegna diversi paesi internazionali a ridurre le emissioni di gas serra attraverso una serie di obiettivi. Tra le diverse finalità prestabilite, l'accordo persegue l'obiettivo di limitare al di sotto dei due gradi celsius il riscaldamento globale.

In tempi ancora più recenti, la nuova Commissione Europea ha presentato *l'European Green Deal*, un vero e proprio programma di politica industriale che mira a far diventare l'Europa il continente guida su tutti i temi della sostenibilità poiché quest'ultima è diventata un asset strategico estremamente importante. Asset in termini di tecnologie, di brevetti, di processi per raggiungere gli obiettivi di sostenibilità e di know-how.

In sostanza, *l'European Green Deal* è un insieme di proposte politiche con le quali si vuole raggiungere un'economia più sostenibile e green, rimuovendo l'impatto climatico entro il 2030. L'intento di questo programma è quello di revisionare ogni legge vigente in materia di clima, di stabilire un piano d'azione per l'economia circolare e di introdurre nuove leggi sulla ristrutturazione degli edifici, sull'agricoltura e sull'innovazione.

Questo è stato scelto come tema per posizionare il continente europeo nel panorama globale in quanto, attualmente, l'Unione Europea non può competere contro la Cina e gli Stati Uniti nel settore dell'innovazione tecnologica e contro gli Stati Uniti nel settore dello sviluppo dei servizi ad alto valore aggiunto. Quindi, l'idea di fondo è quella di diventare leader mondiale su tutto ciò che riguarda la sostenibilità soprattutto in tema ambientale perché anche le altre potenze mondiali, prossimamente, avranno bisogno di tecnologie, servizi e know-how in questo ambito.

Le tematiche relative all'ambiente e alla sostenibilità sono argomenti che hanno dominato e stanno dominando il contesto a livello mondiale ma soprattutto europeo. Questo sviluppo comporta una maggiore consapevolezza anche da parte del mondo finanziario. Dunque, col passare dei secoli, si è sviluppata sempre più la sensibilità dell'economia mondiale e dei governi sul tema della sostenibilità. Il senso di responsabilità verso questi temi ha colpito soprattutto gli investitori, che sono arrivati ad integrare in maniera solida i criteri ESG nei loro processi di investimento.

1.3 I criteri ESG

Per decenni, le tematiche ambientali, sociali e di governance non sono state prese in considerazione da molte aziende che si sono semplicemente focalizzate sulla massimizzazione dei profitti. Tuttavia, come trattato nel precedente paragrafo, negli ultimi anni gli investimenti sostenibili e responsabili sono riusciti a riscontrare sempre di più maggior consenso e importanza all'interno del mondo finanziario. Dopo la nascita e la conferma dei Principi per l'Investimento Responsabile, gli attori economici hanno cercato il modo di interpretare questi principi per portarli all'interno delle proprie realtà aziendali. Negli ultimi anni anche i sistemi di governo delle società sono cambiati e si sono interessati maggiormente alla realizzazione di obiettivi non finanziari di lungo termine rispetto agli obiettivi economici.

Con il tempo, le società si sono rese conto che non è più possibile operare senza considerare la propria responsabilità sociale, anzi, si addosserebbero dei rischi che potrebbero condurre a rilevanti danni in particolare a livello reputazionale. Tutto ciò ha portato alla definizione della sigla ESG per far riferimento ai criteri che valutano il comportamento sostenibile di una società. Al giorno d'oggi, ogni azienda è portata a tener conto degli aspetti ambientali (*Environmental*), sociali (*Social*) e di governo societario (*Governance*).

1.3.1 Il pilastro ambientale (E)

La lettera E della sigla ESG rappresenta il primo pilastro, cioè l'ambiente.

Esso include questioni quali il cambiamento climatico, la deforestazione, l'inquinamento atmosferico e idrico, lo sfruttamento del territorio e la perdita di biodiversità. Perciò

diventa fondamentale valutare che impatto hanno le singole attività aziendali sull'ambiente (efficienza energetica, emissioni di gas a effetto serra, gestione delle risorse naturali e smaltimento dei rifiuti) e la capacità delle aziende di offrire prodotti e servizi in grado di rispondere alle sfide ambientali e climatiche.

Il tema ambientale ha assunto un'importanza notevole anche per i governi centrali; infatti, nel luglio del 2007, sono stati lanciati nel mercato i *Green Bond*, strumenti obbligazionari che finanziano progetti green, cioè che forniscono benefici ambientali o di cambiamento climatico.

Il tema dell'ambiente è sicuramente il più sviluppato e il più seguito dagli investitori in quanto il comportamento non attento all'impatto ambientale da parte delle imprese può generare forti danni reputazionali ed economici alla società stessa.

Un esempio concreto è quello della casa automobilistica Volkswagen, che nel settembre 2015 è stata scoperta e condannata per aver alterato i test sulle emissioni delle automobili munite di motore a diesel. A seguito dello scandalo, la società subì un downgrade significativo nel rating ESG: per MSCI ESG Ratings, il rating ESG di Volkswagen passò da BBB, prima dello scandalo, a CCC, dopo lo scandalo. Molti investitori, a seguito di questo downgrade, non inclusero più la società nei loro portafogli.

1.3.2 Il pilastro sociale (S)

Il pilastro sociale riprende la lettera "S" di ESG.

Esistono diversi indicatori per valutare la condotta operata da una società con riferimento al criterio sociale. Questi indicatori includono fattori legati al rispetto dei diritti umani dei dipendenti, alla sicurezza nei luoghi di lavoro, alle norme del lavoro e alle politiche di genere. Questo è un criterio difficile da valutare perché esprimere un giudizio esterno sul rapporto della società con i propri dipendenti non è un compito semplice.

Il pilastro sociale riguarda anche il rapporto che la società ha con i soggetti esterni quali i clienti, i fornitori e la comunità in cui opera. Per consentire agli investitori di poter esternare un proprio giudizio riguardante il pilastro sociale di una società è importante che la società stessa comunichi pubblicamente il proprio operato e le iniziative che decide di intraprendere.

Anche nell'ambito sociale alcune società sono state coinvolte in grandi scandali. Un esempio importante è quello della multinazionale statunitense Walmart, la più grande

catena della grande distribuzione organizzata. La società è stata duramente criticata per aver adottato condizioni lavorative inopportune. Infatti, la maggior parte dei dipendenti dopo un anno cambiava lavoro e le cause sono riconducibili a paghe misere ed insufficienti e a condizioni di lavoro inadeguate.

1.3.3 Il pilastro di governance (G)

Infine, il criterio di Governance, cioè il governo societario dell'impresa, è rappresentato dalla lettera "G" di ESG.

Questo criterio segue la composizione degli organi delle società e la maniera in cui questi operano. Infatti, gli investitori vogliono essere sicuri che le società adottino delle metodologie trasparenti per la contabilità e che il diritto di voto degli azionisti non subisca delle limitazioni o dei vincoli nelle questioni di un certo rilievo.

Per analizzare una società dal punto di vista del governo societario è fondamentale capire e indagare sulle competenze e sulle capacità dei soggetti che rivestono ruoli di vertice oppure comprendere se il Consiglio di Amministrazione è indipendente o meno.

Il pilastro della Governance è legato anche a fattori quali le procedure di controllo e le pratiche anticoncorrenziali e, più in generale, al rispetto della legge.

Nel tempo anche nel governo societario sono avvenuti diversi scandali dovuti alle scarse capacità e competenze delle persone che hanno ricoperto determinate posizioni.

Uno scandalo significativo a livello mondiale è quello della società Enron, una delle più grandi multinazionali statunitensi operante nel settore energetico. Nel 2001 la società fallì e questo evento fu considerato del tutto inaspettato in quanto la società negli ultimi dieci anni riuscì a posizionarsi in settima posizione tra le più importanti multinazionali statunitensi. Tuttavia, questo fantastico risultato ottenuto in così poco tempo era frutto di una frode conseguita attraverso la redazione e la presentazione di documenti contabili falsi, utilizzati per gonfiare le voci finanziarie. In pochissimo tempo le azioni di Enron persero tutto il loro valore: partendo da una quotazione nel 2000 di circa 90 dollari arrivando ad una quotazione di 0,26 centesimi.

1.4 La crescita degli investimenti sostenibili e responsabili

Per avere una panoramica a livello globale sulle dimensioni degli investimenti sostenibili, si fa riferimento alla review biennale pubblicata da *Global Sustainable Investment Alliance*¹³ (GSIA).

Il prospetto prende in esame i dati raccolti e riuniti dai reports dei vari territori del mondo (nello specifico, Europa, Stati Uniti, Canada, Australia-Nuova Zelanda e Giappone) e li ordina in modo da fornire un quadro collettivo a livello globale di quello che rappresenta ed è l'investimento sostenibile e responsabile.

Il mondo degli investimenti responsabili e sostenibili è in continua crescita e sviluppo; ne è una dimostrazione il fatto che dal 2016 al 2020 le attività di investimento sostenibile sono aumentate del 55% a livello globale.

Come si nota dalla Figura 4, all'inizio del 2020 gli investimenti globali sostenibili hanno raggiunto 35,301 miliardi di dollari rispetto ai 30,683 miliardi di dollari nel 2018, conseguendo un aumento del 15%. Dal 2016 al 2018 le attività d'investimento sono cresciute del 35%.

Figura 4. Attività d'investimento sostenibile globale (USD billions)

REGION	2016	2018	2020
Europe*	12,040	14,075	12,017
United States	8,723	11,995	17,081
Canada	1,086	1,699	2,423
Australasia*	516	734	906
Japan	474	2,180	2,874
Total (USD billions)	22,839	30,683	35,301

Fonte: Global Sustainable Investment Review 2020.

In generale a livello mondiale gli investimenti sostenibili continuano a crescere ad eccezione dell'Europa che sembra segnare una diminuzione.

¹³ Global Sustainable Investment Alliance è un'organizzazione internazionale che promuove investimenti sostenibili. L'obiettivo principale dell'organizzazione è quello di approfondire l'impatto e la visibilità delle organizzazioni d'investimento sostenibile a livello mondiale.

Questo decremento è provocato dal profondo e significativo cambiamento nel modo in cui gli investimenti sostenibili vengono definiti ai sensi della legislazione dell'Unione Europea. In sostanza, i dati tengono conto delle definizioni regolamentari, le quali possono portare all'esclusione di prodotti o di strategie che sono stati utilizzati in passato ma che attualmente non soddisfano le nuove esigenze e definizioni normative.

Come dimostra la Figura 5, il Canada dal 2018 al 2020 ha registrato una percentuale di crescita delle attività relative agli investimenti sostenibili del 48%, rappresentando così il territorio con la maggiore crescita in questo periodo di tempo. Gli Stati Uniti hanno cercato di affiancare il Canada con una crescita delle attività del 42%, seguiti dal Giappone con una crescita del 34%.

In Australasia (Australia e Nuova Zelanda) le attività sostenibili hanno continuato a crescere ad un ritmo inferiore rispetto al periodo dal 2016 al 2018; infatti, dal 2018 al 2020 le attività sono cresciute del 25% mentre dal 2016 al 2018 sono cresciute del 46%.

Il continente europeo ha registrato un calo del 13% delle attività d'investimento sostenibile nel periodo 2018-2020. Questo calo è dovuto ad un periodo di transizione associato alla revisione delle concezioni e delle metriche di investimento sostenibile che sono state incorporate nella legislazione dell'Unione Europea come componente del piano d'azione europeo per il finanziamento sostenibile.

Tuttavia, dal 2014 al 2020 la crescita maggiore di attività d'investimento sostenibile è avvenuta in Giappone con un CAGR¹⁴ del 168%.

Figura 5. Crescita delle attività d'investimento dal 2014 al 2020

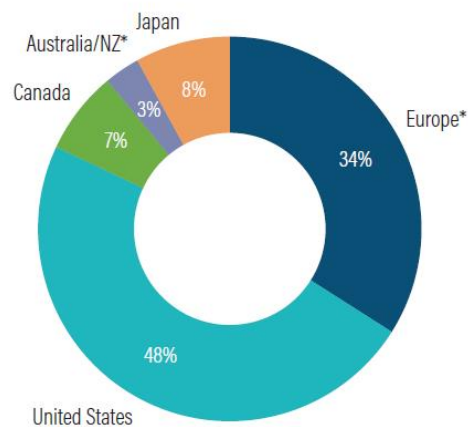
	2014	2016	2018	2020	GROWTH PER PERIOD			COMPOUND ANNUAL GROWTH RATE (CARG) 2014-2020
					GROWTH 2014-2016	GROWTH 2016-2018	GROWTH 2018-2020	
Europe* (EUR)	€9,885	€11,045	€12,306	€10,730	12%	11%	-13%	1%
United States (USD)	\$6,572	\$8,723	\$11,995	\$17,081	33%	38%	42%	17%
Canada (CAD)	\$1,011	\$1,505	\$2,132	\$3,166	49%	42%	48%	21%
Australasia* (AUD)	\$203	\$707	\$1,033	\$1,295	248%	46%	25%	36%
Japan (JPY)	¥840	¥57,056	¥231,952	¥310,039	6,692%	307%	34%	168%

Fonte: Global Sustainable Investment Review 2020.

¹⁴ L'indice CAGR, acronimo di *Compound Annual Growth Rate*, ossia Tasso Composto Annuo di Crescita, calcola la percentuale di crescita media in un periodo temporale definito.

Per concludere, un ulteriore studio di *Global Sustainable Investment Alliance* dimostra che gli Stati Uniti e l'Europa continuano a rappresentare assieme più dell'80% delle attività d'investimento sostenibile con una percentuale pari al 34% per l'Italia e al 48% per gli Stati Uniti. A seguire il Giappone con l'8%, il Canada con il 7% e da ultime l'Australia e la Nuova Zelanda con il 3%.

Figura 6. Percentuale di masse gestite d'investimento sostenibile 2020



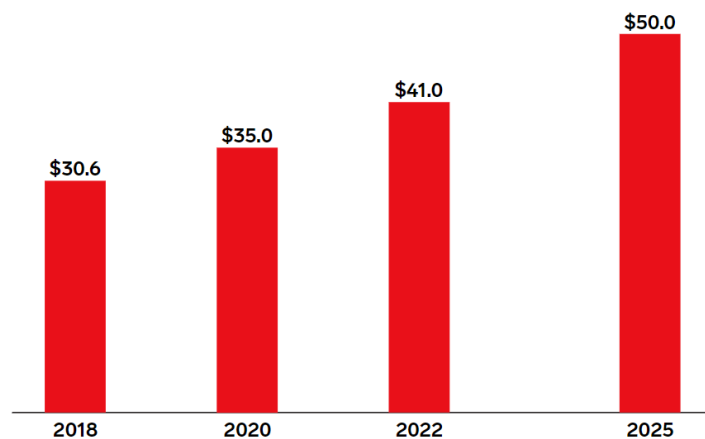
Fonte: Global Sustainable Investment Review 2020

Secondo una ricerca effettuata da *Bloomberg*, gli investimenti sostenibili nel 2022 hanno raggiunto i 41,000 miliardi di dollari rispetto ai 35,000 miliardi di dollari nel 2020, conseguendo un aumento del 17%. La ricerca di *Bloomberg* inoltre prevede che le attività d'investimento sostenibile cresceranno anche in futuro; infatti, è previsto che nel 2025 le attività sostenibili ammonteranno a 50,000 miliardi di dollari. Quanto appena affermato si può osservare dalla figura 7.

L'espansione è guidata principalmente dalla maggiore crescita della domanda di prodotti ESG da parte degli investitori; infatti, sia i piccoli risparmiatori che i grandi investitori istituzionali stanno orientando una parte dei loro portafogli verso investimenti sostenibili.

In conclusione, le previsioni di crescita degli investimenti sostenibili si prospettano molto rosee anche per quanto riguarda il futuro.

Figura 7. Previsioni future di masse gestite ESG



Fonte: www.bloomberg.com

1.5 Le strategie SRI

Per effettuare un investimento sostenibile esistono vari modi, che d'ora in poi chiameremo strategie. Al fine di classificare e spiegare le varie strategie si fa riferimento all'ultimo report di *Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)*.

La classificazione delle strategie d'investimento sostenibile è stata inizialmente pubblicata nel report *Global Sustainable Investment Review* del 2012 ed è stata rivista nel 2020 per riaggiornare la pratica ed il pensiero sull'investimento sostenibile.

Secondo il GSIA sono emerse sette strategie come standard globali di classificazione degli investimenti.

Di seguito si elencano e si illustrano le sette strategie:

1. *Negative/exclusionary screening*: esclusione di specifici settori o aziende non ritenuti responsabili o esclusione sulla base di attività considerate non investibili. I criteri di esclusione (fondati su norme e principi) possono riguardare, ad esempio, determinati prodotti (armi, tabacco) o pratiche aziendali (violazione diritti umani, corruzione).
2. *Positive/best-in-class screening*: selezione delle società o dei settori che detengono punteggi ESG più elevati rispetto al loro specifico settore di attività. Questo approccio può portare all'esclusione di società che non arrivano a determinate soglie di punteggio.

3. *Sustainability themed/thematic investing*: investimenti in attività focalizzate in tematiche ambientali e sociali (ad esempio, agricoltura sostenibile o riduzione dell'inquinamento).
4. *Impact investing and community investing*: investimenti privati mirati in specifici progetti. I progetti hanno la finalità di generare impatti positivi di carattere sociale e ambientale e di risolvere difficoltà sociali e ambientali. Il capitale di questi investimenti è diretto a persone o a comunità svantaggiate oppure a imprese con un chiaro obiettivo aziendale socialmente sostenibile.
5. *ESG integration*: attraverso questa strategia i gestori dell'investimento includono sistematicamente ed esplicitamente i criteri ESG nell'analisi finanziaria. In questa strategia il ruolo delle agenzie di rating ESG è rilevante.
6. *Corporate engagement and shareholder action*: gli azionisti utilizzano il loro potere per condizionare il comportamento dell'azienda attraverso il dialogo diretto e continuo con l'alta dirigenza e/o con i consigli di amministrazione delle società e la presentazione di proposte.
7. *Norms-based screening*: selezione degli investimenti in base al rispetto di standard minimi aziendali, basati su norme.

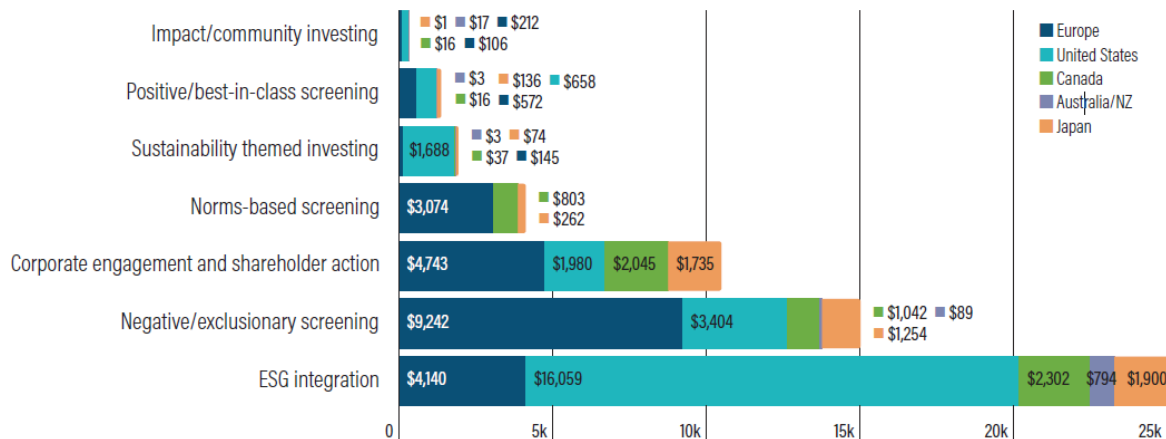
Le strategie non sono esclusive, di conseguenza possono essere utilizzate contemporaneamente.

1.6 Lo sviluppo delle strategie SRI nel mondo

In accordo con il report di *Global Sustainable Investment* del 2020 la più grande strategia di investimento utilizzata a livello globale è l'*ESG integration* con un totale di 25,195 miliardi di dollari di attività gestite. A seguire si trova la strategia *negative/exclusionary screening* con 15,030 miliardi di dollari e *corporate engagement/shareholder action* con 10,504 miliardi di dollari e seguono tutte le altre strategie, come riporta la figura 8.

La strategia *ESG integration* è la più utilizzata negli Stati Uniti, in Canada, in Australia/Nuova Zelanda e in Giappone mentre in Europa quella più usata è la strategia *negative/exclusionary screening*.

Figura 8. Attività SRI per territorio e strategia 2020



Fonte: Global Sustainable Investment Review 2020

Quanto appena affermato dimostra un radicale cambiamento rispetto al 2018, quando all'epoca la strategia *negative/exclusionary screening* era quella più utilizzata e popolare con un valore di attività di circa 19,771 miliardi di dollari ed a seguire la strategia *ESG integration* con un valore di circa 17,544 miliardi di dollari, come mostra la figura 9.

Come si può osservare dalla seguente figura, le strategie *sustainability themed investing*, *ESG integration* e *corporate engagement and shareholder action* hanno registrato, nel corso del periodo considerato, una crescita costante e continua. Le altre strategie, invece, hanno avuto un andamento piuttosto altalenante.

Per quanto concerne la crescita in percentuale delle varie strategie, la strategia *sustainability themed investing* è stata quella che ha segnato il più alto tasso di crescita nel periodo considerato, con una crescita del 605%; a seguire, ma non con una crescita così elevata, è stata la strategia *ESG integration* con una crescita del 143%.

Le strategie che non sono cresciute o che hanno registrato una decrescita sono state la strategia *negative/exclusionary screening* (0%) e quella *norms-based screening* (-33%).

Figura 9. Crescita globale delle strategie (USD Billions)

	2016	2018	2020	Crescita 2016 -2020 (CAGR)
<i>Negative/exclusionary screening</i>	\$15,064	\$19,771	\$15,030	0%
<i>Positive/best-in-class screening</i>	\$818	\$1,842	\$1,384	69%
<i>Sustainability themed/thematic investing</i>	\$276	\$1,018	\$1,948	605%
<i>Impact investing and community investing</i>	\$248	\$444	\$352	42%
<i>ESG integration</i>	\$10,353	\$17,544	\$25,195	143%
<i>Corporate engagement and shareholder action</i>	\$8,385	\$9,835	\$10,504	25%
<i>Norms-based screening</i>	\$6,195	\$4,679	\$4,140	-33%

Fonte: elaborazione personale.

Da qui in poi si focalizzerà brevemente l'attenzione sulla crescita delle sette strategie per quanto riguarda il continente europeo dal 2015 al 2017, grazie all'ultimo studio disponibile del 2018 svolto da Eurosif.

Dal grafico 10, è evidente che la strategia più utilizzata a livello europeo risulta essere quella *negative/exclusionary screening*: questo dominio deriva dalla semplicità e dalla comodità di poter prendere una decisione utilizzando sostanzialmente alcuni filtri a determinate aree di investimento.

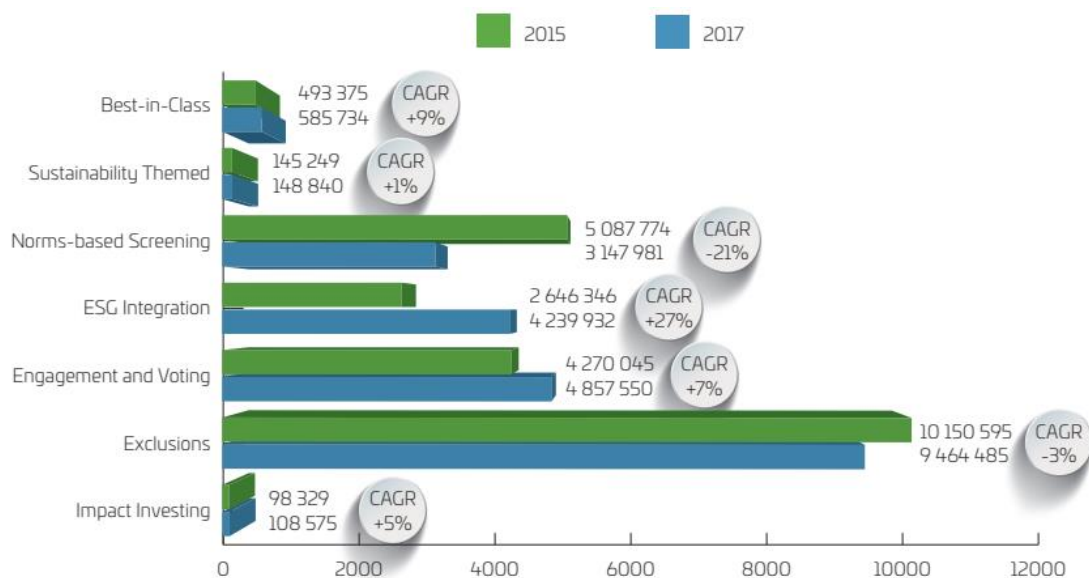
Si può però constatare che questa supremazia si sta indebolendo; infatti, come dimostra la figura 10, l'indice CAGR è negativo (-3%) questo a simboleggiare una decrescita della strategia. Tuttavia, rimane la strategia più utilizzata per masse gestite.

Per quanto riguarda la strategia di esclusione, a livello europeo, c'è un buon livello di unanimità sul non investire principalmente nel settore delle armi, nelle società produttrici di tabacco, nelle società di gioco d'azzardo e in quelle che diffondono materiale pornografico.

A livello di masse gestite, si collocano poi, la strategia *engagement and voting* e la strategia *ESG integration* e a seguire tutte le altre.

È interessante sottolineare che, sebbene la strategia *exclusionary screening* sia la più diffusa, non è quella che ha il tasso di crescita maggiore, che spetta invece all'*ESG integration* con una crescita del 27%.

Figura 10. Panoramica delle strategie SRI in Europa



Fonte: Eurosif, European SRI Study 2018

1.7 Le agenzie di rating ESG

Nei precedenti paragrafi si è evidenziato come al giorno d'oggi gli investitori siano sempre più legati e attenti alle questioni ESG adottate dalle imprese. Di conseguenza la domanda di informazioni riguardanti tali tematiche è cresciuta ininterrottamente.

Per soddisfare la richiesta di informazioni di carattere non finanziario si sono sviluppate le agenzie di rating ESG. Lo scopo di queste agenzie di rating è quello di raccogliere e di elaborare informazioni di carattere ambientale, sociale e di governance riguardanti le imprese, al fine di permettere agli investitori di prendere decisioni di investimento consapevoli.

Queste agenzie sono in continuo sviluppo per soddisfare le maggiori esigenze degli investitori. Infatti, gli investitori, a seguito anche della crisi del 2008, sono passati dal considerare aspetti strettamente di carattere finanziario ad includere nelle loro analisi e valutazioni aspetti di carattere non finanziario.

Le agenzie di rating ESG hanno assistito ad uno straordinario periodo di sviluppo, riconducibile ad una serie di operazioni di fusione e di acquisizione da parte di soggetti già presenti e operanti nel mercato ESG. Attualmente, questi soggetti ricoprono una posizione rilevante all'interno dell'ambito economico-finanziario.

Le agenzie rilasciano un rating di sostenibilità o ESG che si fonda sui comportamenti adottati dalle società relativi alle questioni ambientali, sociali e di governance. Le valutazioni che le agenzie assegnano alle diverse società vengono effettuate mediante precise metodologie. Infatti, non esiste un sistema di valutazione univoco ma ogni agenzia di rating utilizza il proprio sistema. Tuttavia, è capitato che le singole valutazioni ESG effettuate dalle diverse agenzie riguardanti la medesima società differissero tra di loro.

Nonostante queste divergenze di valutazione, le agenzie di rating ESG hanno acquisito una posizione di primaria importanza, derivante dal fatto che le loro valutazioni sono diventate essenziali per le società stesse, ma anche per i mercati finanziari e per gli investitori.

Il maggiore interesse da parte degli investitori e lo sviluppo di sistemi di valutazione delle aziende hanno consentito una maggiore attenzione da parte delle società stesse relativamente alle tematiche ESG, spingendole così ad attuare azioni e strategie che le consentono di guadagnare un buon punteggio ESG.

Come introdotto precedentemente, ogni agenzia di rating ESG utilizza un proprio sistema di giudizio per l'assegnazione dei rating di sostenibilità.

Il mercato attuale è caratterizzato dalla presenza di un numero sempre più piccolo di agenzie ESG a causa delle varie operazioni di fusione e di acquisizione che si sono verificate negli anni; tuttavia, assumono sempre maggiori dimensioni.

Grazie alle diverse acquisizioni e fusioni, specialmente di *provider* di dati ESG, le agenzie di rating, oltre ad assegnare un proprio giudizio sui comportamenti etici e sostenibili delle società, possono anche fornire dati finanziari e non finanziari e, infine, creare indici di mercato ESG utilizzati per la costituzione di ETF.

Nel presente paragrafo verranno brevemente illustrate le principali agenzie di rating ESG. La prima agenzia analizzata è la MSCI ESG Research. Questa è parte del gruppo MSCI, fondato nel 1969 a New York. L'agenzia adotta una metodologia di valutazione che prende in considerazione dati e informazioni delle varie situazioni aziendali, raccolti attraverso documenti pubblici diffusi dalle società, informazioni rilasciate direttamente dalle società per mezzo di interviste o questionari e fonti fornite da governi o da accademici. L'agenzia, per poter esprimere una propria valutazione, utilizza 37 criteri chiave che vengono suddivisi all'interno di 11 diversi temi. Il pilastro E è formato da cinque temi, il pilastro S è composto da quattro temi mentre il pilastro G si compone di due temi.

La scala di rating di MSCI è formata da sette classi di punteggio, che vanno da AAA, per identificare i punteggi migliori, a CCC, per identificare i peggiori.

La seconda agenzia di rating ESG analizzata è ECPI. Questa agenzia è nata nel 1997 a Milano. Al giorno d'oggi, oltre a svolgere l'attività di giudizio relativo alle tematiche ESG, si propone come società fornitrice di informazioni e di indici per gli investitori. Il processo di valutazione si basa su un centinaio di indicatori, di carattere sia qualitativo che quantitativo. Le informazioni vengono recuperate direttamente dai reports aziendali pubblicati dalle società stesse, da documenti pubblicamente accessibili e da società fornitrici di dati come Bloomberg. La scala di rating è formata da nove classi di punteggio, che vanno dalla F, per identificare le società con i punteggi peggiori, a EEE per indicare le società con i punteggi migliori.

Un altro importante attore nel contesto delle agenzie di rating ESG è Vigeo-Eiris. Nasce nel 2015 in Francia dalla fusione di Vigeo e di Eiris, due importanti agenzie di rating ESG. La società fornisce per ogni singola società una valutazione ESG, data dalla media ponderata dei singoli punteggi nelle seguenti dimensioni: diritti umani, risorse umane, ambiente, comportamenti aziendali, coinvolgimento della comunità e corporate governance. La scala di rating ESG assume punteggi numerici compresi fra 0 e 100, dove lo 0 rappresenta il punteggio peggiore e il 100 rappresenta il punteggio migliore.

Per quanto riguarda ISS Oekom, è un'altra importante agenzia di rating sviluppata recentemente quando nel 2018 Institutional Shareholder Services¹⁵, ovvero ISS, ha acquisito Oekom¹⁶. ISS utilizza una metodologia di valutazione che è stata sviluppata prendendo spunto da quella che veniva utilizzata da Oekom. Ad oggi, l'agenzia ha a propria disposizione più di 800 criteri per giudicare la condotta sostenibile di una società. La scala di rating è composta da 12 fasce espresse in lettere, che partono da D-, per segnalare il punteggio meno buono, ad A+, per indicare il punteggio migliore.

Un altro protagonista molto conosciuto a livello mondiale è l'agenzia di rating Refinitiv. L'agenzia è stata costituita nel 2018 grazie alla cooperazione tra Thomson Reuters, società fornitrice di dati a livello mondiale e Blackstone, fondo di *private equity*. Nell'analisi, le informazioni vengono reperite dai documenti pubblicamente accessibili divulgati dalle società, dai siti web aziendali o dai documenti di borsa.

Ci sono 12 livelli che compongono la scala di rating ESG, rappresentati sia in valori interi che in lettere. Infatti, si parte da 0 oppure da D-, per indicare i punteggi ESG più bassi, fino ad arrivare a 100 oppure ad A+, per indicare i punteggi migliori.

Altro attore molto noto è Sustainalytics, società nata nel 2009 grazie ad un'operazione di fusione. L'agenzia si occupa, oltre all'attribuzione di rating ESG, anche dell'offerta di dati finanziari e non finanziari, di indici e di ETF. Il metodo di valutazione ESG appartenente a Sustainalytics si basa su un approccio bidimensionale, in cui si tiene in considerazione, in primo luogo, l'esposizione ai rischi ESG sostanziali di una società e, in secondo luogo, la capacità di gestione di questi rischi.

L'agenzia per assegnare il proprio giudizio ESG utilizza informazioni derivanti da notizie e documenti disponibili al pubblico, da dati storici della società e da reports effettuati da soggetti terzi. La scala di rating di Sustainalytics manifesta la rischiosità delle società. Lo score parte da 0, rappresentante le società caratterizzate da insignificanti rischi ESG, a 100, raffigurante le società contraddistinte da altissimi rischi ESG; quest'ultimo è il punteggio più severo.

¹⁵ Institutional Shareholder Services, nota come ISS, è una società nata nel 1985 negli Stati Uniti. L'obiettivo di questa società era quello di collaborare con le società per perfezionare le dinamiche di governance e di fornire dati e informazioni agli investitori.

¹⁶ Oekom è un'agenzia di rating ESG fondata in Germania nel 1993.

Infine, RobecoSAM nasce nel 2006 grazie ad un'operazione straordinaria che ha portato Robeco all'acquisizione di SAM, ovvero Sustainable Asset Management. SAM era una società finanziaria qualificata nell'investimento sostenibile. La collaborazione fra le due società ha consentito la creazione di una metodologia di rating tra le più attendibili a livello globale. Il sistema di valutazione si incentra su informazioni e documenti pubblicamente disponibili; tuttavia, recepisce informazioni anche da un preciso questionario che invia annualmente a ciascuna società che vuole essere valutata. Le domande del questionario hanno la finalità di rappresentare dei veri e propri indicatori di valutazione e, ad ogni risposta, viene conferito un punteggio numerico da 0 a 100, dove 0 indica il posizionamento peggiore possibile e 100 il meglio possibile.

CAPITOLO 2

LA TASSONOMIA EUROPEA

2.1 Situazione europea sul tema della sostenibilità

Con la nuova Commissione Europea Von Der Leyen, insediata tre anni fa, è nato il cosiddetto *Green Deal Europeo*, il primario obiettivo della commissione stessa.

Tramite il *Green Deal Europeo* si è deciso di dare priorità alla lettera E della sigla ESG, cioè al pilastro ambientale.

Il *Green Deal Europeo* è una misura di politica industriale che richiede di riconvertire tutto il sistema economico europeo in ottica di sostenibilità. Per realizzare questo obiettivo c'è la necessità di andare oltre le idee, le definizioni ed i concetti di sostenibilità che stanno caratterizzando le pratiche sostenibili a livello internazionale. Questo perché le idee e i concetti di sostenibilità che, al giorno d'oggi, si esprimono e si descrivono nelle dichiarazioni non finanziarie delle aziende, sono estremamente elevati perché richiamano principi emanati da istituzioni internazionali che non hanno alcun valore legale.

Di conseguenza ogni impresa, adottando in maniera soggettiva questi principi, ha tutta la libertà di ritagliarsi il concetto di sostenibilità che più le aggrada e di esplicitare gli obiettivi di sostenibilità che più le risultano comodi e utili a fini di marketing, comunicando solo gli indicatori che riesce a calcolare o che la mettano in buona luce.

Dunque, non esiste un quadro vincolante e puntale che illustri cosa bisogna fare per essere sostenibili in maniera oggettiva, e non soggettiva.

In questi anni, quindi, le logiche di sostenibilità erano quelle che risultavano più comode e utili alle aziende soprattutto a livello di marketing.

Per questo motivo, si è iniziato a parlare di sostenibilità di facciata: in sostanza, non si realizza nulla di concreto in ambito di sostenibilità. Inoltre, è stato coniato il termine di *greenwashing* per identificare le imprese che fingono di essere sostenibili e *green* su tutte le dimensioni ESG, creando così un'immagine di loro stesse ingannevolmente positiva dal punto di vista dell'impatto ambientale.

A livello europeo per cercare di superare questo fenomeno, già da anni, è partito un iter legislativo che ha l'obiettivo di definire nella maniera più chiara possibile che cosa si intende per sostenibilità, quali sono gli obiettivi della sostenibilità e come misurare tali

obiettivi. Il tutto da predisporre su basi legislative. Lo scopo di tutto ciò è quello di abbandonare l'idea dei principi internazionali.

Il processo è giunto ad una prima versione con il Regolamento dell'Unione Europea 2020/852, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea. Tale regolamento prende anche il nome di Tassonomia Europea.

Questo è il primo tentativo nella storia di porre su basi legislative un chiaro disegno di sostenibilità per poter superare il fenomeno del *greenwashing*.

Attraverso questo regolamento le imprese hanno delle linee guida da poter seguire per essere e diventare più sostenibili. Per un'impresa il processo di adeguamento agli obiettivi viene chiamato transizione. Un'impresa deve implementare un processo di transizione per passare da come lavora abitualmente a un modello di business coerente e che sia in linea con gli obiettivi fissati dalla Tassonomia.

Tuttavia, la Tassonomia definisce solamente il punto di arrivo ma il modo in cui ci si arriva dipende dalla singola impresa e, nello specifico, dalle proprie risorse, dalle proprie competenze e dalla propria situazione di partenza. L'idea è stata quella di coinvolgere in maniera strutturata tutto il mondo della finanza permettendo così il dirottamento dei capitali verso il finanziamento di tutti questi obiettivi.

In sostanza, l'intento è quello di fornire una serie di regole e di strumenti per fare in modo che i progetti in linea con gli obiettivi definiti dalla Tassonomia abbiano una strada preferenziale per essere finanziati. Questo fa sì che le aziende che seguono questa tipologia di obiettivi, trovino con più facilità un canale di finanziamento per mettere in atto l'intero processo.

Infine, anche il sistema finanziario ha bisogno di regole e definizioni certe e precise per capire quali investimenti o progetti finanziare e quali non finanziare. Quindi, tutte le istituzioni finanziarie devono avere un sistema di obiettivi e di metriche per poter valutare l'ecosostenibilità o meno di un progetto.

2.2 La Tassonomia Europea

Dopo aver brevemente illustrato la situazione europea per quanto riguarda la sostenibilità e la nascita di un nuovo regolamento a livello europeo, si prosegue

analizzando il Regolamento 852/2020 dell'UE, non articolo per articolo ma seguendo una precisa chiave di lettura.

La Tassonomia focalizza l'attenzione sul settore finanziario perché è quest'ultimo che deve reindirizzare i capitali verso gli obiettivi della normativa.

La chiave di lettura per comprendere e capire maggiormente la Tassonomia è la seguente:

1. Oggetto e perimetro di applicazione: a chi si rivolge questa norma (art. 1);
2. Criteri di ecosostenibilità: che cosa si intende per ecosostenibilità in Europa e come si misura la sostenibilità settore per settore (art. 3);
3. Comunicazione e trasparenza degli obiettivi: cosa devono comunicare le aziende in termini di Disclosure (dall'art. 4 all'art. 8);
4. Piattaforma sostenibile europea: è un'organizzazione, composta da authority e specialisti coordinati assieme alla Commissione Europea, che dovrà gestire l'aggiornamento, l'adattamento e lo sviluppo di tutto il framework normativo. Deve rappresentare una struttura permanente che sia in grado di recepire tutti gli errori e risolverli (art. 20).

2.2.1 Oggetto e perimetro di applicazione

Il comma 1 dell'art. 1 definisce l'oggetto del Regolamento in esame e annuncia che:

"1. Il presente regolamento stabilisce i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento.¹⁷"

Questa prima definizione esplicita che esistono dei criteri, tra cui numeri e soglie, per apportare più oggettività possibile e non più semplici principi generali. Inoltre, menziona il termine di attività economica che è un concetto chiave nella Tassonomia. Questo implica la perdita, per la prima volta, del concetto di impresa come ente unitario; infatti, per questo regolamento l'impresa non esiste, ma esiste solo la lista delle singole attività economiche da essa svolta.

¹⁷ Regolamento dell'Unione Europea 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020.

Il livello di ecosostenibilità di ogni singola attività svolta dall'azienda può essere diverso; se un'impresa produce sia cemento che sabbia, i criteri per definire l'ecosostenibilità delle due attività sono completamente diversi, quindi, non ha senso parlare di ecosostenibilità d'impresa.

Questa nuova visione per singola attività economica è assolutamente dirompente, infatti, cambia il modo di ragionare sulla rappresentazione tradizionale del bilancio.

Diventare ecosostenibile significa che si deve sostenere una serie di investimenti per implementare la cosiddetta transizione; per dirottare i capitali verso questa tipologia di investimenti, quest'ultimi devono essere valutati dal sistema finanziario.

Dunque, la valutazione dell'ecosostenibilità serve in prima battuta al sistema finanziario per capire quali investimenti finanziare.

Il secondo comma dell'art. 1 definisce i soggetti a cui si applica questa normativa.

"2. Il presente regolamento si applica:

a) alle misure adottate dagli Stati membri o dall'Unione che stabiliscono obblighi per i partecipanti ai mercati finanziari o gli emittenti in relazione a prodotti finanziari o obbligazioni societarie resi disponibili come ecosostenibili;

b) ai partecipanti ai mercati finanziari che mettono a disposizione prodotti finanziari;

c) alle imprese soggette all'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario o una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario ai sensi, rispettivamente, dell'articolo 19 bis o dell'articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (68).¹⁸"

Da quanto afferma il precedente comma, il regolamento si applica a tutti gli stati dell'Unione Europea, a tutte le istituzioni finanziarie che devono finanziare il processo di transizione, e a tutte le imprese che hanno già l'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario secondo quanto previsto dalla direttiva 34 del 2013, la prima direttiva che ha trattato i contenuti delle dichiarazioni non finanziarie. Le imprese rappresentano il motore della transizione.

¹⁸ Regolamento dell'Unione Europea 2020/852.

Non tutte le imprese hanno l'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario, ma solamente quelle che hanno un numero superiore ai 500 dipendenti e che hanno superato, alla data di chiusura del bilancio, un totale dello stato patrimoniale di 20.000.000 di euro oppure un totale dei ricavi pari a 40.000.000 di euro. In pratica, si fa riferimento a imprese di dimensioni medio-grandi.

Tuttavia, esiste un problema dimensionale: per l'Unione Europea si considerano grandi imprese quelle che superano la soglia dei 250 dipendenti e piccole-medie imprese quelle al di sotto dei 250 dipendenti.

La Tassonomia considera solamente le imprese sopra i 500 dipendenti; questa situazione comporta a non includere nemmeno la metà delle persone occupate nel continente europeo poiché la percentuale di persone occupate nelle piccole-medie imprese (imprese al di sotto dei 250 dipendenti) raggiunge circa i due terzi degli occupati del continente. Per fare in modo che la maggior parte dei lavoratori del continente sia coinvolto nel raggiungimento di questi obiettivi bisogna abbassare la soglia dei 500 dipendenti.

In sostanza, il perimetro coperto dal comma 2 dell'art. 1 deve essere esteso ad imprese di dimensioni più piccole, in quanto l'obiettivo della normativa è quello di indirizzare tutto il sistema economico del continente verso obiettivi predefiniti.

Tuttavia, ci sono tre tipi di impatti indiretti rilevanti per cui le piccole-medie imprese nel breve periodo dovranno allinearsi alla Tassonomia:

1. tutte le piccole-medie imprese appartenenti alle catene di fornitura delle grandi imprese verranno impattate, in quanto il processo produttivo delle grandi aziende è allineato alla Tassonomia solo se tutti gli input produttivi sono ecosostenibili secondo i criteri della normativa. Le grandi aziende sono obbligate a selezionare i propri fornitori sulla base di questi criteri ecosostenibili; di conseguenza, anche le piccole-medie imprese fornitrici dovranno adattarsi a questi criteri per non rischiare di perdere la fornitura e ritrovarsi senza lavoro;
2. questa normativa impatta molto il sistema bancario in quanto obbliga le banche a dirigere i loro flussi di capitale verso attività ecosostenibili. Si erogano finanziamenti solo se dalla valutazione fatta internamente dalla banca il progetto risulta ecosostenibile. Si tratta, quindi, di un tema di accesso al credito per le piccole-medie imprese;

3. applicando la Tassonomia a tutti i singoli settori e cominciando a far convergere le grandi aziende verso questa tipologia di obiettivi, è naturale aspettarsi che la tendenza del settore sarà quella di realizzare investimenti ecosostenibili.

Dunque, indipendentemente da norme o vincoli specifici, le imprese dovranno riadattarsi per poter continuare a competere ed a rimanere nei loro settori.

Anche se la normativa, per ora, non include le piccole-medie imprese, la grande maggioranza di esse si trova comunque impattata dalle dinamiche appena descritte.

2.2.2 Criteri di ecosostenibilità

L'articolo 3 è il perno di tutta la normativa. Infatti, esso specifica quali sono i criteri per valutare se un'attività economica è ecosostenibile o meno.

Questi criteri sono riportati di seguito, come cita l'articolo 3:

“Al fine di stabilire il grado di ecosostenibilità di un investimento, un'attività economica è considerata ecosostenibile se:

- a) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9, in conformità degli articoli da 10 a 16;*
- b) non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9, in conformità dell'articolo 17;*
- c) è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all'articolo 18; e*
- d) è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 3, dell'articolo 11, paragrafo 3, dell'articolo 12, paragrafo 2, dell'articolo 13, paragrafo 2, dell'articolo 14, paragrafo 2, o dell'articolo 15, paragrafo 2.¹⁹”*

Dalla lettera *a)* si intuisce che un'attività economica non è ecosostenibile se raggiunge un obiettivo generico, ma per esserlo deve raggiungere uno o più obiettivi di una specifica lista riportata nell'art. 9.

Molti criticano questa visione multi-obiettivo in quanto ritengono che l'unico obiettivo da perseguire per quanto riguarda la sostenibilità deve essere quello della riduzione delle

¹⁹ Regolamento dell'Unione Europea 2020/852.

emissioni di gas serra. Tuttavia, ne sono stati definiti sei perché l'ecosostenibilità non può essere intesa solo in termini di riduzione delle emissioni. La sostenibilità è un tema vasto e complicato e non la si può ridurre ad una sola dimensione. Ne consegue la rilevanza della multidimensionalità degli obiettivi.

La lettera *b)* è il criterio più avanzato della normativa e sostiene che un'impresa può contribuire in maniera sostanziale ad uno o più obiettivi però, se non contribuisce a tutti gli obiettivi, deve almeno dimostrare di non provocare danni rilevanti a nessuno degli obiettivi a cui non sta contribuendo. Tale criterio prende il nome di "*Do Not Significant Harm*" (*DNSH*).

Dall'unione della lettera *a)* e della lettera *b)* si ricava che l'ecosostenibilità è multidimensionale e gli obiettivi devono essere raggiunti, anche in parte, ma assicurando di non raggiungere determinati obiettivi a discapito di altri. Questo è il cuore del concetto di sostenibilità.

La lettera *c)* sostiene che "*contribuire in maniera sostanziale senza arrecare danni*" deve essere conseguito nel rispetto dei criteri e principi dell'Organizzazione delle Nazioni Unite (ONU) o dell'OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico) in termini di lavoro e di salvaguardia dei diritti minimi dei lavoratori.

Tuttavia, bisogna definire che cosa si intende per:

- contributo sostanziale agli obiettivi; e
- non arrecare danni significativi.

Per spiegare e definire ciò si fa riferimento alla lettera *d)*.

La lettera *d)*, infatti, non è un vero e proprio quarto criterio che definisce se un'attività economica può essere considerata ecosostenibile o meno.

Questa lettera specifica che cosa si intende con la lettera *a)* e con la lettera *b)* attraverso i criteri di vaglio tecnico, i quali definiscono soglie e variabili puntuali e precise.

I criteri di vaglio tecnico non sono una cosa separata rispetto alle altre lettere ma alcuni fissano le soglie per il punto *a)* ed altri fissano le soglie per il punto *b)* così si riesce a definire che cosa si intende con contribuire in maniera sostanziale e che cosa significa non arrecare un danno significativo.

Generalmente i criteri di vaglio tecnico sono quantitativi e contengono valori limite ma si possono trovare anche criteri qualitativi. Si basano su tesi scientifiche irrefutabili e fanno riferimento a sistemi di certificazione dell'UE.

Per spiegare quali sono gli obiettivi citati nella lettera a) dell'art. 3 bisogna fare riferimento all'art. 9, che esplicita quali sono i sei obiettivi ambientali, mentre gli articoli successivi spiegano dettagliatamente questi obiettivi.

I sei obiettivi ambientali, riportati nell'art. 9, sono:

- a) *“la mitigazione dei cambiamenti climatici;*
- b) *l'adattamento ai cambiamenti climatici;*
- c) *l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine;*
- d) *la transizione verso un'economia circolare;*
- e) *la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento;*
- f) *la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.²⁰”*

L'art. 10 illustra e chiarisce il primo obiettivo, ovvero la mitigazione.

Il comma 1, assieme al comma 2, definisce che cosa si intende per obiettivo di mitigazione.

La mitigazione viene identificata come l'attuazione da parte di un'attività economica di tutte le procedure che permettono di limitare e di annullare, in maniera sostanziale, le emissioni di gas ad effetto serra o di aumentare l'assorbimento dei gas ad effetto serra attraverso prodotti o processi nuovi e innovativi. L'operazione implica consistenti investimenti per riconvertire tutte le attuali tecnologie di produzione.

Inoltre, sempre il primo comma, cita una possibile lista di soluzioni molto generiche che permettono di implementare il contenimento o l'assorbimento delle emissioni, tra cui la produzione, la distribuzione o l'utilizzo di energie rinnovabili, la crescita della mobilità pulita, l'utilizzo di materiali rinnovabili di origine sostenibile oppure l'utilizzo di tecnologie non nocive per l'ambiente. Questi sono alcuni esempi per contenere o assorbire le emissioni di gas serra.

Il secondo comma sostiene che se un'attività economica non ha soluzioni praticabili per diminuire le proprie emissioni, essa apporta un contributo sostanziale all'obiettivo di mitigazione se contribuisce al passaggio verso un'economia climaticamente neutra in linea con l'Accordo di Parigi, il cui obiettivo principale è quello di limitare l'aumento della temperatura a 1,5 °C.

²⁰ Regolamento dell'Unione Europea 2020/852.

Mentre il primo e secondo comma definiscono che cosa si intende in maniera generale per contributo sostanziale all'obiettivo di mitigazione, il terzo comma del suddetto articolo, arriva più nel dettaglio. Infatti, esso rimanda ad un atto delegato utilizzato dalla Commissione Europea, che ha lo scopo di integrare i commi 1 e 2 fissando i criteri di vaglio tecnico; quest'ultimi permettono di specificare a quali condizioni un'attività economica può partecipare in modo sostanziale all'obiettivo di mitigazione.

L'atto delegato²¹ rimanda a sua volta a degli specifici allegati per ognuno dei sei obiettivi. Gli allegati hanno la finalità di illustrare come si misura il contributo sostanziale di una qualsiasi attività economica al raggiungimento dei singoli obiettivi. In questo caso specifico spiega come si misura il contributo sostanziale al raggiungimento dell'obiettivo di mitigazione.

Proseguendo la spiegazione degli obiettivi ambientali, l'art. 11 della Tassonomia spiega come un'attività economica contribuisce in maniera sostanziale all'obiettivo di adattamento ai cambiamenti climatici. Infatti, si sostiene che un'attività economica contribuisce al raggiungimento di tale obiettivo se essa riduce il rischio di effetti negativi del clima presente e di quello futuro sull'attività economica stessa oppure se riduce tali effetti negativi, senza ampliare il rischio di effetti negativi sulle persone o sulla natura.

Il comma 3, anche in questo caso, rimanda all'atto delegato²² utilizzato dalla Commissione Europea per fissare i criteri di vaglio tecnico utili a specificare come un'attività economica contribuisca in maniera sostanziale all'obiettivo di adattamento ai cambiamenti.

In sostanza, il primo obiettivo ha la finalità di ridurre le emissioni di gas serra per cercare di contenere gli effetti dei cambiamenti climatici futuri. Il secondo ha lo scopo di rendere consapevoli le persone del mondo del fatto che ormai il cambiamento climatico esiste e bisogna adattarsi alla nuova situazione. Per questo motivo tutti gli operatori economici devono mettere in atto il processo di transizione per rendere le loro attività compatibili ai cambiamenti climatici che si sono già realizzati.

²¹ Si rimanda al sito della Commissione europea per poter visionare l'atto delegato di cui si fa riferimento nel testo https://ec.europa.eu/info/index_en. L'atto delegato prevede un allegato per ognuno dei sei obiettivi ambientali, nei quali sono riportati tutti i criteri di vaglio tecnico. Attualmente ci sono gli allegati per l'obiettivo di mitigazione e di adattamento, mentre mancano ancora per gli altri quattro obiettivi.

²² Si rimanda al sito della Commissione europea per poter visionare l'allegato di cui si fa riferimento nel testo https://ec.europa.eu/info/index_en.

La mitigazione riguarda gli eventi climatici futuri che si devono contenere, mentre l'adattamento riguarda gli eventi passati i quali sono già accaduti e sono irreversibili.

Gli articoli dal 12 al 15 illustrano gli altri quattro obiettivi ambientali; l'articolo 12 fa riferimento al terzo obiettivo della lista dell'art. 9, ovvero, la riduzione dello spreco delle acque. Tale articolo sostiene che un'attività economica partecipa in modo sostanziale al terzo obiettivo se collabora a raggiungere buone condizioni dei corpi idrici, sia essi superficiali che sotterranei o a contenere e prevenire il danneggiamento dei corpi idrici mediante una serie di azioni, tra cui: la difesa dell'ambiente dagli scarichi di acque reflue, la difesa delle persone da eventuali contaminazioni delle acque adibite all'utilizzo umano, il potenziamento della gestione e dell'efficienza idrica e l'uso sostenibile delle acque marine.

L'articolo 13 si riferisce al quarto obiettivo, ossia, il passaggio verso un'economia circolare. In sostanza, un'attività economica contribuisce in modo sostanziale a tale obiettivo se adopera efficientemente le risorse naturali, riduce il contenuto di sostanza pericolose, aumenta la possibilità di riutilizzo dei prodotti, incrementa la riciclabilità dei prodotti e diminuisce la produzione e la dispersione dei rifiuti.

L'articolo 14 fa riferimento all'obiettivo di riduzione dell'inquinamento. Un'attività economica contribuisce in maniera sostanziale mediante la prevenzione o la riduzione di emissioni inquinanti nell'ambiente ed il perfezionamento della qualità dell'aria, del suolo e dell'acqua.

Per quanto riguarda l'ultimo obiettivo, ovvero, la difesa della biodiversità e degli ecosistemi, l'articolo 15 spiega come si riesce a contribuire attraverso la conservazione della biodiversità, la gestione sostenibile del territorio e delle foreste e operazioni agricole sostenibili.

Per gli ultimi quattro obiettivi non sono ancora presenti i corrispondenti atti delegati.

Quanto appena affermato è la spiegazione della lettera a) dell'art. 3, ovvero, che cosa si intende per contributo sostanziale agli obiettivi.

Il secondo criterio, ovvero "*non arrecare danni significativi*", viene analizzato dall'articolo 17, che definisce i danni significativi per i sei obiettivi.

Un'attività economica comporta un danno significativo:

- a) al primo obiettivo, se l'attività emette importanti emissioni di gas serra;
- b) al secondo obiettivo, se l'attività porta ad un peggioramento del clima attuale o del clima futuro;
- c) al terzo obiettivo, se l'attività compromette i corpi idrici o le acque marine;
- d) al quarto obiettivo, se l'attività comporta un incremento della produzione o dello smaltimento dei rifiuti;
- e) al quinto obiettivo, se l'attività conduce ad un aumento delle emissioni di sostanze inquinanti nell'aria, nel suolo o nell'acqua;
- f) al sesto obiettivo, se l'attività compromette le buone condizioni degli ecosistemi o se danneggia lo stato di salvaguardia delle specie e degli habitat.

Anche per "DNSH" tutti i dettagli sono contenuti all'interno degli allegati utilizzati per specificare il primo criterio, nei quali vengono descritti i criteri di vaglio tecnico.

La lettera c) è l'ultima condizione che deve essere verificata affinché un'attività possa essere considerata allineata alla Tassonomia. Il terzo criterio fa riferimento alle garanzie minime che devono essere attuate da un'impresa che svolge un'attività economica allo scopo di essere allineata con queste linee guida che riguardano il modo di svolgere l'attività imprenditoriale e i diritti umani minimi che devono essere salvaguardati.

2.2.3 Comunicazione e trasparenza degli obiettivi

Il tema della comunicazione e della trasparenza è fondamentale in quanto la domanda di finanziamenti da parte delle imprese e l'offerta da parte delle banche devono interagire fra di loro sulla base degli articoli dal 4 all'8 della Tassonomia. Il mercato dei capitali comincerà a muoversi solo sulla base di questo tipo di informazioni.

Dall'analisi dell'art. 4 si è giunti ad affermare che in tutte le misure pubbliche, in tutte le normative, in tutti i contratti ed in tutti gli investimenti dell'Unione Europea, quando si fa riferimento al concetto di ecosostenibilità bisogna richiamare tutti i contenuti della Tassonomia. L'ecosostenibilità diventa quindi un termine legalmente ben definito e strutturato a livello europeo.

Gli articoli dal 5 al 7 trattano i temi della trasparenza e della comunicazione dei prodotti finanziari e riguardano nello specifico il settore bancario.

Il mondo dei prodotti finanziari, in Europa, si articola in tre categorie:

1. i prodotti finanziari che permettono di investire in attività ecosostenibili secondo i principi della Tassonomia (art. 5);
2. gli strumenti finanziari che pur promuovendo caratteristiche ambientali non sono conformi a tutti i criteri della Tassonomia, sia in termini di contributo sostanziale agli obiettivi, che in termini di *DNSH* (art. 6);
3. poi tutti gli altri prodotti che non perseguono attività ambientali (art. 7).

Un qualsiasi prodotto finanziario va inserito in una di queste tre categorie.

Inoltre, nella dichiarazione del prodotto finanziario si specifica in quale categoria è inserito attraverso un “marchio”, più precisamente attraverso delle espressioni standardizzate che aiutano a classificare ogni tipo di prodotto in una delle tre categorie. Infatti, se un prodotto finanziario investe in un’attività economica che segue i criteri della Tassonomia, il prodotto deve includere le informazioni sull’obiettivo o sugli obiettivi elencati dall’art. 9 e la spiegazione del modo in cui si intende raggiungere gli stessi. In questa maniera si può considerare che il prodotto investa in attività ecosostenibili secondo la Tassonomia.

Per tutti i prodotti che promuovono caratteristiche ambientali, ma che non sono strettamente legate alla Tassonomia, le informazioni da comunicare sull’informativa del prodotto devono essere accompagnate dalla seguente dichiarazione:

«Il principio “non arrecare un danno significativo” si applica solo agli investimenti sottostanti il prodotto finanziario che tengono conto dei criteri dell’UE per le attività economiche ecosostenibili.

Gli investimenti sottostanti la parte restante del presente prodotto finanziario non tengono conto dei criteri dell’UE per le attività economiche ecosostenibili.²³».

La definizione permette di riconoscere i secondi prodotti finanziari elencati.

²³ Regolamento dell’Unione Europea 2020/852.

Infine, per riconoscere il restante dei prodotti finanziari, nell'informativa di tali prodotti va inserita la seguente dicitura:

«Gli investimenti sottostanti il presente prodotto finanziario non tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili.²⁴».

In sostanza, in Unione Europea tutti i prodotti finanziari si marchiano in una di queste tre categorie.

L'articolo più importante della Tassonomia dal punto di vista di un'economista è l'art. 8. L'articolo ha un impatto molto rilevante: infatti, tratta della trasparenza di tutte le imprese sia finanziarie che non finanziarie (imprese industriali) e introduce qual è l'informazione che diventerà lo standard di riferimento in tutta l'Unione Europea in termini di ecosostenibilità.

L'idea di fondo è quella di continuare ad utilizzare le dichiarazioni di carattere non finanziario che sono un obbligo normativo e sono in vigore dal 2014, prevedendo sezioni apposite dove presentare tutte le richieste informative che vengono sancite da questo articolo.

I contenuti dell'articolo 8 sono estremamente innovativi e introducono delle novità nel modo di rappresentare la situazione economico-finanziaria di un'impresa.

Il comma 1 dell'articolo in esame afferma che tutte le imprese che hanno già l'obbligo di redigere la dichiarazione di carattere non finanziario quindi, tutte le imprese finanziarie e quelle non finanziarie sopra i 500 dipendenti, sono tenute ad inserire in queste dichiarazioni *“informazioni su come e in che misura le attività dell'impresa sono associate ad attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi degli articoli 3 e 9 del presente regolamento.²⁵”*

Il comma 2, invece, dichiara che le imprese industriali devono comunicare:

- a) *“la quota del loro fatturato proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi degli articoli 3 e 9; e*

²⁴ Regolamento dell'Unione Europea 2020/852.

²⁵ Regolamento dell'Unione Europea 2020/852.

b) *la quota delle loro spese in conto capitale e la quota delle spese operative relativa ad attivi o processi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi degli articoli 3 e 9.²⁶*”

Attraverso queste due lettere si richiede a tutte le imprese industriali di articolare tutti i ricavi e tutte le spese, sia operative (OpEx) che in conto capitale (CapEx), per singola attività economica identificando poi quale quota di ricavi e quale quota di spese è associata ad attività ecosostenibili, e quale quota non è associata ad attività ecosostenibili. Tutto ciò comporta una nuova riclassificazione del conto economico e dello stato patrimoniale.

Inoltre, questo comma sancisce un'altra caratteristica importante: richiede che i KPI (key performance indicators) di natura economico-finanziaria, tra cui il fatturato ed i costi, debbano basarsi su metriche ed indicatori che derivano dall'analisi dell'ecosostenibilità di un'attività economica. I KPI economico-finanziari e KPI di ecosostenibilità (come, ad esempio, identificare se un'attività è ecosostenibile o meno) cominceranno ad essere interconnessi fra di loro e non si potranno più tener separati.

Continuando l'analisi dell'articolo 8, il comma 3 sostiene che tutte le informazioni inerenti alla Tassonomia devono essere pubblicate in una relazione distinta facilmente identificabile da parte dello stakeholder, a prescindere dal fatto che la fonte principale rimane la dichiarazione di carattere non finanziario. Quindi, queste nuove informazioni riguardanti i KPI economico-finanziari di stato patrimoniale e di conto economico devono essere facilmente identificabili da parte di chiunque abbia un interesse nei confronti dell'azienda.

In conclusione, l'ultimo comma dichiara che la Commissione utilizza un atto delegato²⁷ allo scopo di chiarire il contenuto e la presentazione delle informazioni da trasmettere in conformità ai commi 1 e 2 del presente articolo.

L'atto delegato in questione fa un'importante distinzione fra attività economica allineata alla Tassonomia (in inglese *“Taxonomy-aligned economic activity”*), attività ammissibile (in inglese *“Taxonomy-eligible economic activity”*) e attività non ammissibile (in inglese *“Taxonomy-non-eligible economic activity”*).

²⁶ Regolamento dell'Unione Europea 2020/852.

²⁷ Si rimanda al sito della Commissione europea per poter visionare l'atto delegato di cui si fa riferimento nel testo https://ec.europa.eu/info/index_en.

ATTIVITA' ALLINEATA	Un'attività economica si definisce "allineata alla Tassonomia" quando rispetta tutti i requisiti di ecosostenibilità dell'art. 3: <ul style="list-style-type: none"> • contribuisce in maniera sostanziale ad uno o più obiettivi ambientali; • non arreca danni significativi agli altri obiettivi; • è svolta in conformità delle linee guida OCSE e dei principi delle Nazioni Unite; e • rispetta i criteri di vaglio tecnico.
ATTIVITA' AMMISSIBILE	Un'attività economica si definisce "ammissibile alla Tassonomia" quando è compresa nell'elenco delle attività economiche ecosostenibili ma non rispetta tutti i requisiti definiti nei criteri di vaglio tecnico.
ATTIVITA' NON AMMISSIBILE	Un'attività economica si identifica come "non ammissibile alla Tassonomia" quando non è compresa nell'elenco delle attività economiche descritte dai criteri di vaglio tecnico.

Fonte: elaborazione personale.

Un'attività allineata non crea problemi in quanto rispetta tutti i requisiti di ecosostenibilità della Tassonomia, mentre un'attività ammissibile, non essendo in linea con tutti i requisiti, comporta il dovere da parte delle imprese di intraprendere un percorso di transizione. Bisogna capire quali sono i criteri di vaglio tecnico che non sono ancora rispettati e qual è il percorso che l'azienda deve compiere per passare da un'attività ammissibile ad un'attività allineata. Per fare questo si deve costruire il Piano di Sostenibilità²⁸.

Il Piano di Sostenibilità o *CapEx Plan* deve soddisfare le seguenti condizioni:

- mirare ad espandere le attività già allineate o ad aggiornare quelle che sono ammissibili ma che si vogliono rendere allineate entro cinque anni;
- essere un documento formale approvato dal Consiglio di Amministrazione ed esplicitato nella sezione distinta della dichiarazione non finanziaria.

Il concetto di attività ammissibile è fondamentale perché è il primo aspetto su cui concentrare i piani di sostenibilità per l'inizio del processo di transizione.

²⁸ Il piano, nel gergo della Tassonomia, viene chiamato *CapEx Plan* oppure Piano di Sostenibilità. Si tratta di un piano utilizzato per rendere allineate le attività che sono solo ammissibili.

Da quanto appena affermato si intuisce l'importanza della Tassonomia in quanto quest'ultima permette a tutte le imprese dei settori coinvolti di costruire i propri piani in maniera coordinata verso il raggiungimento di target comuni di sostenibilità.

Il grande rischio per le imprese è quello di non riuscire a diventare allineate se non raggiungono i target di sostenibilità previsti. Di conseguenza, questa situazione le potrebbe portare fuori mercato. Non realizzare i target ESG ha impatti economici-finanziari enormi: può portare al default un'impresa.

Questo atto delegato integra e completa l'art. 8 della Tassonomia specificando i KPI da tenere in considerazione ed i templates da utilizzare per la comunicazione delle informazioni (il quale specifica le informazioni da pubblicare a seconda del soggetto interessato, ossia: imprese industriali, banche, imprese di investimento o assicurazioni).

L'elaborato continua con l'analisi degli indicatori chiave di performance delle imprese industriali sottoposte alla normativa, ovvero il fatturato (in inglese, *turnover*), le spese operative (*OpEx*) e le spese in conto capitale (*CapEx*). Questi indicatori vengono calcolati come rapporti e rappresentano gli obblighi di Disclosure per le aziende.

La formula del *turnover* si ottiene inserendo come:

- denominatore, il fatturato totale dell'impresa che prende in considerazione sia le attività allineate che quelle non allineate alla Tassonomia;
- numeratore, tutte le attività che sono allineate alla Tassonomia.

Esemplificando, se un'impresa ha un fatturato totale pari a 100 e un fatturato allineato alla Tassonomia pari a 20, si ottiene un rapporto del 20%, questo sta a significare che l'impresa ha attività economiche allineate alla Tassonomia che contribuiscono per un 20% del totale del fatturato e ha l'80% del fatturato che è associato ad attività non allineate. Pertanto, l'impresa si concentra prevalentemente su attività che non sono ancora allineate alla Tassonomia.

Per quanto concerne la formula del *CapEx*, essa si ricava mettendo come:

- denominatore, tutte le spese per investimenti in conto capitale; e
- numeratore, la sommatoria di questi due elementi principali:
 1. le spese relative ad assets o a processi che sono associate ad attività allineate (ci si riferisce a spese consuntive che sono già allineate alla Tassonomia);

2. la parte degli investimenti descritta nel piano di sostenibilità che ha l'obiettivo di espandere maggiormente le attività che sono già allineate o di far diventare allineate le attività ammissibili.

Questo ultimo aspetto è importante ed innovativo: i KPI utilizzati non si basano più solamente su dati effettivi o storici, ma su elementi prospettici perché fanno parte di un piano di investimenti utilizzato per allineare le attività ammissibili alla Tassonomia. In questo modo si effettua Disclosure e si crea reportistica sulla parte prospettica e non consultiva.

Tuttavia, un'azienda, per realizzare questa operazione, fissa sul piano di sostenibilità gli obiettivi futuri che deve compiere. Gli investimenti che l'impresa utilizzerà per il raggiungimento di questi obiettivi futuri sono a carattere prospettico e non più effettivo. Infine, analogamente alla formula del *CapEx* il denominatore dell'*OpEx* comprende tutte le spese operative, mentre il numeratore tutte le spese operative che sono già allineate alla Tassonomia e le spese operative che fanno parte del *CapEx Plan* utilizzate per espandere maggiormente le attività già allineate o per rendere allineate quelle che sono soltanto ammissibili.

Queste percentuali contengono anche una parte prospettiva al loro interno perché il numeratore comprende inoltre una frazione degli obiettivi esplicitati nel Piano di Sostenibilità.

In aggiunta, vengono forniti i templates minimi di rappresentazione dei risultati per le imprese industriali. Di seguito si riporta il template relativo ai dati sul *CapEx*.

Figura 11. Modello di rappresentazione dei risultati relativi al CapEx.

Economic activities(1)	Code(s) (2)	Absolute CapEx (3) Currency	Proportion of CapEx (4) %	Substantial contribution criteria						DNSH criteria (Does Not Significantly Harm ⁴)						Taxonomy-aligned proportion of CapEx, year N (18) Percent	Taxonomy-aligned proportion of CapEx, year N-1 (19) Percent	Category (enabling activity) (20) E	Category (transitional activity) (21) T	
				Climate change mitigation (5) %	Climate change adaptation (6) %	Water and marine resources (7) %	Circular economy (8) %	Pollution (9) %	Biodiversity and ecosystems (10) %	Climate change mitigation (11) Y/N	Climate change adaptation (12) Y/N	Water and marine resources (13) Y/N	Circular economy (14) Y/N	Pollution (15) Y/N	Biodiversity and ecosystems (16) Y/N					Minimum safeguards (17) Y/N
A. TAXONOMY-ELIGIBLE ACTIVITIES																				
A.1. Environmentally sustainable activities (Taxonomy-aligned)																				
Activity 1			%	%	%	%	%	%	%	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	%		E	
Activity 2			%	%	%	%	%	%	%	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	%			
CapEx of environmentally sustainable activities (Taxonomy-aligned) (A.1)																				
			%	%	%	%	%	%	%								%			
A.2 Taxonomy-Eligible but not environmentally sustainable activities (not Taxonomy-aligned activities)																				
Activity 1			%																	
Activity 3			%																	
CapEx of Taxonomy-eligible but not environmentally sustainable activities (not Taxonomy-aligned activities) (A.2)																				
			%																	
Total (A.1 + A.2)																				
			%														%		%	
B. TAXONOMY-NON-ELIGIBLE ACTIVITIES																				
Turnover of Taxonomy-non-eligible activities (B)																				
			%																	
Total (A + B)																				
			%																	

Fonte: allegato II del Regolamento Delegato n. 2021/2178.

L'utilizzo dell'atto delegato e degli allegati in esso contenuti sono obbligatori per la Disclosure sull'allineamento alla Tassonomia, che diventa la base informativa nel rapporto tra le società ed i loro stakeholders finanziari.

Come si vede dal template, le attività si devono suddividere in due sezioni: A e B.

La sezione A è dedicata alle attività economiche ammissibili alla Tassonomia, che a sua volta è ulteriormente scissa nelle sottosezioni:

- A.1 per le attività allineate, che devono essere compilate una volta che l'impresa abbia verificato di essere conforme ai criteri di vaglio tecnico;
- A.2 per le attività ammissibili ma non allineate.

La sezione B è riservata alle attività economiche non ammissibili.

Sulle colonne vengono infine rappresentati i sei obiettivi ambientali, i *DNSH* e le regole minime di salvaguardia.

Si deve quindi verificare come ogni singola attività si comporta per ognuno dei sei obiettivi e controllare tutti i *DNSH*. Per fare una valutazione delle colonne si fa riferimento

a tutte le soglie e le variabili contenute nei criteri di vaglio tecnico ed è necessario ripetere questa analisi per ogni singola riga.

In sostanza, viene scissa la rappresentazione aziendale in forma matriciale; vengono divise le singole attività economiche per righe e viene applicata ad ognuna di queste righe una logica multidimensionale che prevede almeno dodici colonne. In ognuna delle celle si devono applicare e verificare poi i diversi criteri di vaglio tecnico.

Per analizzare l'approccio di valutazione degli investimenti di tutti i soggetti finanziari sottoposti alla normativa, si deve introdurre il concetto di "*Green Asset Ratio*" (*GAR*).

Il *GAR* serve per quantificare quanta parte degli attivi di un ente bancario è indirizzata verso il raggiungimento di uno dei principali obiettivi della normativa, cioè, quello di dirottare il flusso dei capitali europei verso il finanziamento di progetti di transizione.

L'indice si può applicare a tutta la composizione dell'attivo delle istituzioni finanziarie e si tratta di un indice bancario che misura il rapporto tra tutti gli attivi che finanziano attività allineate alla Tassonomia ed il totale delle esposizioni per quella particolare tipologia di attività. È importante specificare che il numeratore comprende tutti gli attivi che finanziano attività già allineate e tutti gli attivi che finanziano attività ammissibili, per le quali è esplicitato il Piano di Sostenibilità al fine di allineare tutte queste attività.

Si intuisce che non avrebbe senso considerare al numeratore solamente le attività già allineate poiché l'obiettivo primario di tutto il processo è di finanziare ed attivare la transizione. La composizione del numeratore permette di considerare tutti i finanziamenti indirizzati al supporto di tutti i progetti di transizione di tutte le imprese che vengono formalizzati ed esplicitati attraverso la Disclosure di *CapEx Plan*.

L'indice chiarisce la contribuzione delle politiche creditizie o delle politiche di investimento di un'istituzione finanziaria agli obiettivi di sostenibilità.

Se il *GAR* assume:

- un valore basso, significa che l'istituzione finanziaria è riuscita a contribuire in maniera poco significativa al finanziamento del processo di transizione;
- un valore alto, indica che la maggior parte degli attivi dell'istituzione finanziaria è stata destinata a finanziare gli obiettivi esplicitamente definiti dalla Commissione Europea.

Se si vuole incentivare questo processo di riallocazione degli attivi è necessario definire dei benefici in termini di requisito patrimoniale in base alle soglie di Green Asset Ratio. Infatti, più il GAR è elevato più si ottiene un beneficio di requisito patrimoniale, il quale rappresenta un elemento di costo per la banca. Riducendo la quota di requisito patrimoniale, si riduce il costo dell'attività e si aumenta la marginalità per la banca.

2.2.4 Piattaforma sostenibile europea

La Piattaforma sulla finanza sostenibile è uno strumento istituito dalla Commissione Europea ed è utilizzato per monitorare e agevolare il processo di transizione.

Infatti, la Piattaforma sostenibile europea assume un ruolo rilevante in quanto questo corpus normativo non può essere inteso in maniera tradizionale ma c'è il bisogno di apportare continui aggiustamenti e riadattamenti a seconda di come si evolveranno le dinamiche applicative degli articoli.

Attraverso l'art. 20 viene istituita la Piattaforma sulla finanza sostenibile, che rappresenta la cabina di monitoraggio di tutto il processo ed è composta da:

- i principali organi comunitari, tra cui i rappresentanti dell'Agenzia Europea dell'ambiente, della Banca Europea per gli investimenti e del Fondo Europeo per gli investimenti;
- esperti di tutti i settori economici particolarmente impattati da tale normativa;
- esperti accademici, tra cui università e organizzazioni scientifiche;
- tutte le authority europee per le banche (EBA²⁹), per le assicurazioni e per il funzionamento dei mercati (ESMA³⁰).

La creazione di tale Piattaforma deriva dalla necessità di affidare ad un organismo il compito di recepire tutte le problematiche ed i campanelli d'allarme per poterli, poi, aggiustare o modificare attraverso i propri poteri consultivi.

Dunque, i principali compiti della Piattaforma sulla finanza sostenibile sono:

- raccomandare la Commissione sulla scelta dei criteri di vaglio tecnico e analizzare l'impatto di essi in termini di costi e benefici;

²⁹ Con l'acronimo EBA ci si riferisce a "*European Banking Authority*", che è un organismo europeo che ha il compito di sorvegliare il mercato bancario dell'Europa. L'obiettivo principale dell'EBA è quello di collaborare alla creazione di una raccolta unica di norme del settore bancario.

³⁰ Con l'acronimo ESMA ci si riferisce a "*European Securities and Markets Authority*", che è un organismo europeo che ha il compito di sorvegliare il mercato finanziario dell'Europa.

- raccomandare la Commissione nella revisione della Tassonomia;
- monitorare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili e sostenere la Commissione sulla politica finanziaria sostenibile; e
- in più generale, supportare e fornire consulenze specifiche alla Commissione.

CAPITOLO 3

CONFRONTO DEL PROFILO RISCHIO-RENDIMENTO TRA ETF ESG E I RELATIVI BENCHMARK

Attraverso questo capitolo ci si vuole mettere nelle vesti di un investitore ed effettuare un confronto in termini di rischio e di rendimento tra fondi, e più nello specifico ETF, che incorporano aziende attente alle logiche ambientali, sociali e di corretta governance, cioè i criteri ESG, ed ETF tradizionali. Ovviamente, l'investitore che vuole approcciare il mercato ESG ha il timore che si peggiori il rapporto rischio-rendimento applicando un filtro ESG su un campione di società.

Mediante questo terzo capitolo si vuole rispondere alla seguente domanda che si pone spesso:

“un investitore che investe il proprio denaro in un ETF ESG rispetto al suo benchmark senza filtri ESG, ci perde in termini di profilo rischio-rendimento?”.

3.1 Introduzione concetti base per un investitore

Nella prima parte del capitolo, si esaminano brevemente i concetti di “rendimento” e di “rischio”, quest'ultimo espresso in termini di volatilità, per poi avanzare con il confronto in termini di rischio-rendimento tra investimenti ESG e investimenti tradizionali senza filtri ESG. Vengono analizzati i seguenti aspetti:

- *Rendimento*: quando un investitore investe in un titolo o in un portafoglio di titoli, il rendimento è la percentuale che deriva dal rapporto fra l'eventuale aumento di valore (fra l'inizio e la fine del periodo) del titolo ed il suo valore di partenza;
- *Rendimento atteso*: è il rendimento che un investitore si attende di ottenere nel prossimo periodo, dopo aver investito in un titolo o in un portafoglio. L'aspettativa di un investitore potrebbe essere rappresentata semplicemente dal rendimento medio che il titolo ha registrato in passato; di conseguenza, è probabile che il rendimento atteso non coincida col rendimento effettivo in quanto trattandosi solo di un valore atteso, il rendimento realizzato potrebbe essere superiore o inferiore;

- *Volatilità*: è una percentuale che misura l'intensità delle variazioni subite da un titolo in un determinato periodo di tempo. Se la volatilità di un titolo è elevata significa che ci sono state variazioni di prezzo molto marcate mentre se la volatilità di un titolo è bassa indica che le variazioni di prezzo sono state più docili.

Per avere un valore attendibile sul rendimento medio del mercato azionario è stato preso come riferimento l'indice **MSCI World** perché è un indice azionario formato da migliaia di titoli a livello mondiale ed è usato come benchmark per i fondi azionari di tipo mondiale. L'indice investe in titoli azionari dei 23 mercati sviluppati nel mondo, tra cui l'Italia, gli Stati Uniti e il Giappone. Questo indice raffigura l'andamento dell'economia mondiale. La figura 12 elenca tutti i mercati sviluppati definiti dall'MSCI.

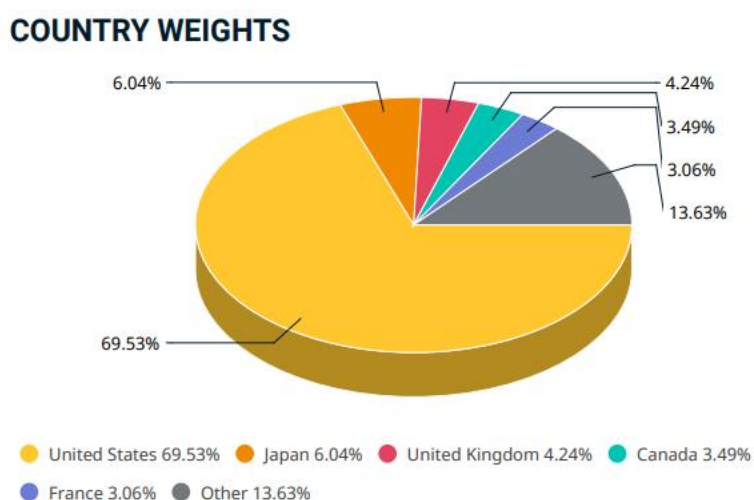
Figura 12. I 23 mercati sviluppati dove investe MSCI World.

Developed Markets			
Americas	Europe & Middle East		Pacific
Canada	Austria	Italy	Australia
USA	Belgium	Netherlands	Hong Kong
	Denmark	Norway	Japan
	Finland	Portugal	New Zealand
	France	Spain	Singapore
	Germany	Sweden	
	Ireland	Switzerland	
	Israel	United Kingdom	

Fonte: www.msci.com

L'indice è costituito principalmente da imprese americane che pesano per circa il 70%, a seguire, da imprese giapponesi per il 6% e del Regno Unito per il 4% e per il restante 20% da imprese rappresentanti gli altri paesi sviluppati. La figura 13 illustra con maggiore dettaglio la composizione dell'MSCI World in termini di peso dei vari paesi sviluppati.

Figura 13. Peso di ogni Paese all'interno del MSCI World.



Fonte: www.msci.com

A dimostrazione del fatto che tale indice investe principalmente in imprese americane, le prime dieci aziende che hanno un maggior peso all'interno dell'indice sono tutte americane e rappresentano circa il 19% del peso.

Infatti, le top dieci società che compongono l'indice MSCI World sono:

Società	Peso nel MSCI World	Settore
Apple	5%	Informatico
Microsoft	3,77%	Informatico
Amazon	2,33%	Servizi
Tesla	1,48%	Automobilistico
Alphabet A	1,32%	Servizi
Alphabet C	1,25%	Servizi
Unitedhealth Group	0,96%	Farmaceutico
Johnson & Johnson	0,87%	Farmaceutico
Nvidia	0,86%	Informatico
ExxonMobil	0,77%	Energetico
Totale	18,62%	

Si hanno dati ufficiali sull'indice MSCI World dal 1986, anno di lancio dell'indice, al 2021, ultimo anno disponibile. I dati raccolti sono stati presi dalla società stessa MSCI³¹, ex Morgan Stanley Capital International.

Tuttavia, esistono dei dati precedenti all'anno di lancio dell'indice, ma essi sono stati generati tramite appositi test. I test sono stati effettuati con lo scopo di capire e studiare come avrebbe potuto essere l'andamento dell'indice se fosse esistito precedentemente.

Il rendimento medio del mercato azionario, dal 1986 al 2021, è intorno all'11,30%, ottenuto prendendo la serie storica dei rendimenti annui del MSCI World dal sito MSCI e facendo la media dei rendimenti stessi.

Anche per quanto riguarda la volatilità del mercato azionario sono stati utilizzati i dati del MSCI World e, nello specifico, è stata calcolata la deviazione standard.

La volatilità del mercato azionario è circa pari a 17,45%, percentuale ricavata utilizzando la formula della deviazione standard su Excel dei rendimenti annui dell'indice MSCI World.

Mentre per quanto riguarda il rendimento medio del mercato obbligazionario sono stati presi come riferimento i titoli di Stato americani con scadenza a medio-lungo termine (3, 5, 7 o 10 anni), cioè i **Treasury Note** (T-Note) e i titoli di Stato americani con scadenza a lungo termine (30 anni), cioè i **Treasury Bond** (T-Bond).

I dati ufficiali relativi alla serie storica dei rendimenti dei titoli di Stato americani sono stati presi direttamente dal sito di *Bloomberg*, società che fornisce dati finanziari e notizie per le società finanziarie e organizzazioni di tutto il mondo.

Per avere un dato affidabile sul rendimento medio del mercato obbligazionario è stato preso come riferimento l'indice ***Bloomberg US Long Treasury Total Return Index Value Unhedged*** perché è un indice obbligazionario che comprende tutti i titoli governativi statunitensi a lungo termine (scadenza pari o superiore a dieci anni).

Per avere un'omogeneità di dati con il mercato azionario sono stati recuperati i rendimenti dei titoli di Stato americani a lungo termine dal 1986 al 2021.

Di conseguenza, si ottiene che il rendimento medio del mercato obbligazionario è circa pari al 8,65% e la volatilità assume un valore intorno al 10,29%.

³¹ MSCI è una società finanziaria con sede in America, che fornisce, a livello globale, indici azionari, obbligazionari, prodotti ESG e molti altri strumenti. Gestisce vari indici, tra cui l'MSCI World.

La seguente tabella riporta i valori medi del mercato dal 1986 al 2021 in termini di rendimento e di rischio elaborati sia per il mercato azionario sia per il mercato obbligazionario:

	Mercato azionario (indice MSCI WORLD)	Mercato obbligazionario (Treasury a lungo termine)
Rendimento medio	≈ 11,30%	≈ 8,65%
Rischio (Volatilità)	≈ 17,45%	≈ 10,29%

3.2 Spiegazione di ETF

Prima di iniziare con il confronto tra gli ETF, si spiega in maniera sintetica ed esaustiva che cos'è un ETF. Terminata la spiegazione si riporta l'attività di ricerca svolta relativa all'individuazione dei maggiori ETF ESG del mercato azionario americano per patrimonio gestito.

Gli *Exchange Traded Funds*, o più comunemente ETF, sono degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) costituiti come fondi d'investimento o SICAV.

Un ETF è un fondo indicizzato a gestione passiva che viene negoziato in borsa.

La sua peculiarità sta nel fatto che replica fedelmente l'andamento di un determinato indice e di conseguenza anche il suo rendimento, al contrario dei fondi d'investimento tradizionali denominati *mutual funds* il cui obiettivo è quello di cercare di raggiungere rendimenti maggiori rispetto ad un determinato benchmark.

Inoltre, gli ETF sono quotati e si scambiano nella *Stock Exchange* (Borsa) come se fossero titoli azionari.

Questi strumenti d'investimento sono nati negli Stati Uniti circa trent'anni fa; infatti, il primo ETF risale al 1993 e riproduceva l'indice *Standard & Poor 500*. In Italia per il loro approdo si dovette aspettare fino al 2002. Durante gli ultimi anni, però, si sono notevolmente evoluti incrementando sia l'ammontare degli asset in gestione, sia il volume degli scambi.

La loro espansione e diffusione su scala mondiale è dovuta alla:

1. **semplicità:** lo scopo dell'ETF è esclusivamente quello di riprodurre i rendimenti dell'indice benchmark a cui fa riferimento permettendo a chi investe di esporsi a qualsiasi mercato: azionario, obbligazionario o delle materie prime ecc.
Inoltre, per il fatto che sono quotati in Borsa possono essere acquistati o venduti in qualsiasi momento durante l'orario di negoziazione;
2. **trasparenza:** gli investitori, investendo in ETF, sono perfettamente consapevoli del profilo rischio/rendimento del loro investimento in quanto gli ETF riproducono indici conosciuti di mercato. Infine, l'investitore conosce costantemente il valore del proprio investimento in ETF grazie all'aggiornamento del prezzo in tempo reale. Ovviamente il prezzo si aggiorna in relazione dell'andamento dei titoli che compongono l'indice di riferimento;
3. **flessibilità:** l'investitore può scegliere in base ai propri obiettivi personali l'orizzonte temporale d'interesse in quanto gli ETF non hanno scadenza;
4. **economicità:** la filosofia di gestione passiva degli ETF e la quotazione in Borsa permettono di diminuire i costi classici della gestione attiva (ricerca, studio e analisi del team di analisti) e quelli relativi alla distribuzione, consentendo l'entrata ai mercati agli investitori;
5. **abbattimento del rischio:** gli ETF sono fondi il cui patrimonio è per legge esclusivamente di proprietà dei possessori delle quote dell'ETF. Dunque, anche nel caso di insolvenza delle società che gestiscono e amministrano il fondo, la consistenza patrimoniale dell'ETF non verrebbe aggredita.

Gli ETF possono essere classificati poi a seconda delle modalità di gestione delle cedole e dei dividendi. Infatti, si distingue fra ETF a distribuzione ed ETF ad accumulazione. I primi sono fondi che distribuiscono periodicamente i dividendi o le cedole derivanti dai titoli. Di conseguenza, l'investitore guadagnerà periodicamente una somma di denaro derivante dalla distribuzione. In questo modo l'investitore si crea un extra-rendimento in aggiunta al proprio reddito da lavoro subordinato o autonomo per incrementare la propria disponibilità ed i propri consumi. Gli ETF ad accumulazione, invece, non distribuiscono cedole ma i profitti li reinvestono direttamente nel fondo. Di conseguenza l'investitore non si genera un extra-rendimento ma cerca di massimizzare il proprio rendimento alla scadenza.

Non tutti gli ETF però possono avvalersi di questa distinzione perché tutto dipende dalle caratteristiche del paniere sottostante. Ci sarà questa distinzione quando i titoli sottostanti sono obbligazioni o azioni, in quanto questi strumenti generano flussi di cassa periodici, mentre se come sottostante ci fossero delle commodity la distinzione non può avvenire in quanto non restituiscono flussi.

L'attività di ricerca svolta sul mercato azionario americano relativa all'individuazione dei maggiori ETF ESG per masse gestite ha portato alla seguente classificazione:

Codice	Nome del fondo azionario ESG	Masse Gestite (Milioni)	Descrizione del Fondo
1. ESGU	iShares ESG Aware MSCI USA ETF	23,063	Questo fondo è stato preso come fondo ESG di riferimento per l'analisi. Dunque, verrà descritto successivamente.
2. ESGV	Vanguard ESG U.S. Stock ETF	5,211	È un fondo lanciato nel settembre del 2018 ed è gestito da <i>The Vanguard Group</i> . L'investimento investe nei mercati azionari americani e cerca di riprodurre le performance dell'indice FTSE US All Cap Choice, indice ponderato in base alla capitalizzazione del mercato formato da titoli a piccola, media e grande capitalizzazione di società statunitensi.
3. SUSA	iShares MSCI USA ESG Select ETF	3,581	È un fondo creato nel gennaio del 2005 ed è gestito da <i>BlackRock</i> . L'investimento investe nei mercati azionari americani e cerca di replicare i rendimenti dell'indice MSCI USA Extended ESG Select, indice composto da società americane che possiedono caratteristiche ESG positive.
4. SUSL	iShares Trust – iShares MSCI USA ESG Leaders ETF	3,572	È un fondo lanciato nel maggio del 2019 ed è gestito da <i>BlackRock</i> . Il fondo investe nei mercati azionari americani e cerca di ripetere le performance dell'indice MSCI USA Extended ESG Leaders, indice composto

			da società americane a grande e media capitalizzazione che hanno elevate prestazioni ambientali, sociali e di governance rispetto ai concorrenti del settore.
5. USSG	DBX ETF Trust – Xtrackers MSCI USA ESG Leaders Equity ETF	3,039	È un fondo costituito nel marzo del 2019 ed è gestito da <i>DBX Advisors LLC</i> . Il fondo investe nei mercati azionari americani e mira a riprodurre i risultati dell'indice MSCI USA ESG Leaders, indice ponderato costituito da società di grandi e medie dimensioni sul mercato americano.
6. ESML	iShares ESG MSCI USA Small-Cap ETF	1,162	È un fondo lanciato nell'aprile del 2018 ed è controllato da <i>BlackRock</i> . Il fondo investe nei mercati azionari americani e cerca di replicare i risultati dell'indice MSCI USA Small Cap Extended ESG Focus, indice progettato per generare risultati d'investimento comparabili all'indice MSCI USA Small Cap e riflettere un'allocazione più elevata a imprese con aspetti ESG notevoli.
7. NULV	NuShares ETF Trust – Nuveen ESG Large-Cap Value ETF	1,107	È un fondo costituito nel dicembre del 2016 ed è gestito da <i>Nuveen</i> . Il fondo investe nei mercati azionari americani e cerca di replicare i risultati dell'indice TIAA ESG USA Large-Cap Value, indice formato da titoli azionari emessi da grandi società capitalizzate quotate nelle borse americane.

3.3 Confronto tra ETF

Prima di passare al confronto tra i vari ETF è indispensabile fare qualche premessa per comprendere meglio le analisi:

- si ipotizza di investire 10,000 \$ per ogni ETF, pertanto 10,000 \$ resta la soglia che si utilizzerà per le simulazioni;
- generalmente il mondo degli ETF e dei fondi può essere a distribuzione o ad accumulo. Per questo motivo per avere delle analisi omogenee in caso di utilizzo di ETF a distribuzione, si simula con il software che, nel caso in cui ci dovessero essere dei dividendi, quest'ultimi verranno reinvestiti nello stesso ETF. In questo modo si possono analizzare ETF ad accumulo con ETF a distribuzione;
- non si tiene in considerazione della fiscalità, dunque, si ragiona al lordo della fiscalità;
- le analisi sono state effettuate tramite la piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech.

3.3.1 Confronto tra ETF azionari americani

Per l'analisi azionaria americana si prende come riferimento l'ETF ESG più importante in termini di patrimonio gestito, ossia **ESGU**, iShares ESG Aware MSCI USA ETF, con un patrimonio di circa 23,063 milioni di dollari.

Questo ETF è stato lanciato nel dicembre del 2016 ed è gestito da *BlackRock*. Il fondo investe in azioni di società americane a grande e media capitalizzazione che incentivano la responsabilità ambientale e sociale e non investe in azioni di società che si occupano della produzione o della vendita di tabacco, di armi da fuoco, oppure che operano in business collegati ai combustibili fossili come la produzione di carbone termico.

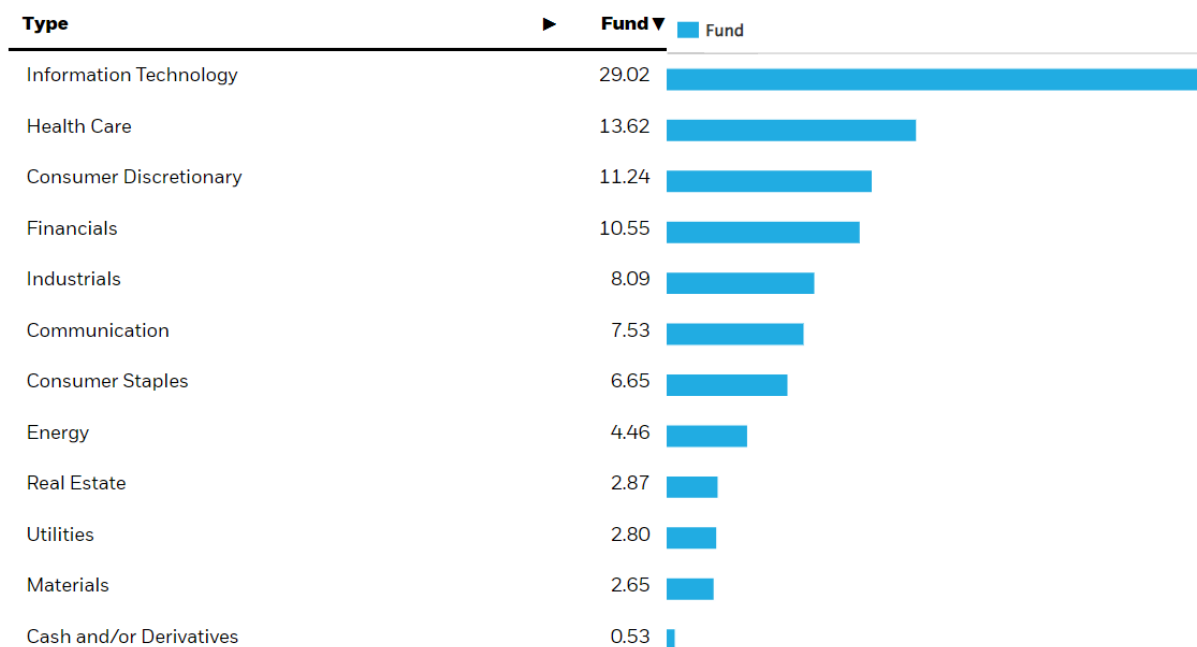
La società MSCI ESG Ratings, leader mondiale della fornitura di strumenti e servizi di supporto alle decisioni di investimento, ha attribuito all'ETF ESGU un rating di sostenibilità di tripla A (AAA). Una valutazione così elevata sta ad indicare come il fondo sia esposto a società che mostrano una forte gestione delle tematiche ESG.

Il fondo tende a replicare i risultati dell'indice MSCI USA Extended ESG Focus, un indice azionario creato per esprimere le performance di società americane che possiedono ottime caratteristiche ESG, mostrando al contempo un profilo di rischio e rendimento simile a quello del MSCI USA (indice principale).

Generalmente, l'ETF investe il 90% del proprio patrimonio nei titoli che formano l'indice di riferimento ed il restante 10% in futures³², options³³ o contratti swap³⁴.

Il fondo investe principalmente il proprio patrimonio nei seguenti settori:

Figura 14. Principali settori di investimento del fondo



Fonte: www.ishares.com/us

Come si può notare dalla tabella, il fondo investe corposamente nel settore dell'IT (*information technology*), dunque, è attendibile che si trovino società come Apple, Microsoft e Nvidia, tra le prime dieci top società in cui investe il fondo. Inoltre, si trovano società come Amazon, Tesla e Home Depot, per quanto riguarda le prime dieci migliori società in cui investe il fondo per il settore *consumer discretionary*. Infine, tra le prime

³² Un future è un accordo contrattuale stipulato in data t , con il quale due parti si obbligano a vendere la prima ed a comprare la seconda in una data prefissata futura, T , con $t < T$, una data attività sottostante ad un prezzo prefissato in data t , uguale a K , ovvero, il prezzo di consegna. I futures vengono negoziati nei mercati regolamentati, cioè nelle borse, a differenza dei forwards, che sono definiti come i futures ma vengono negoziati nei mercati fuori borsa (non c'è intermediario finanziario).

³³ Un'option è un accordo contrattuale stipulato in data t , che dà al sottoscrittore o al portatore, il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o di vendere in una prefissata data futura, T , con $t < T$, una data attività sottostante ad un prezzo prefissato oggi uguale a K .

³⁴ Uno swap è un accordo contrattuale stipulato in data t , con il quale due parti si impegnano a scambiarsi somme di denaro, in una, o più, prefissate date future, calcolate applicando al medesimo capitale, detto nozionale, due diversi parametri riferiti a due diverse variabili di mercato. Gli swap non sono negoziati sui mercati regolamentati, ma vengono di volta in volta stipulati mediante accordi bilaterali tra le parti interessate nei mercati fuori borsa.

dieci top società si trova UnitedHealth Group per il settore sanitario e JPMorgan Chase per il settore finanziario. Il fondo investe, in totale, in 313 società diverse.

Lo scopo dell'ETF è quello di raggiungere un'esposizione ai titoli azionari americani a grande e media capitalizzazione, dirigendosi verso i titoli con rating ambientali, sociali e di governance (ESG) vantaggiosi.

Come ETF di confronto, si è deciso di considerare l'IVV, iShares Core S&P 500 ETF, un ETF lanciato nel maggio del 2000 e gestito da *BlackRock*.

È stato scelto questo fondo in quanto cerca di riprodurre i rendimenti del più importante indice azionario statunitense, ovvero, lo Standard & Poor 500, formato dalle 500 maggiori società statunitensi a grande capitalizzazione, rappresentative circa l'80% della capitalizzazione di mercato.

Sono due fondi molto simili tra di loro in quanto investono entrambi in società ad alta capitalizzazione ma l'ESGU, a differenza dell'IVV, focalizza principalmente l'attenzione sulle aziende attente alle tematiche ESG.

L'ESGU e l'IVV hanno una correlazione positiva pari a 1, ciò significa che le curve dei rendimenti di entrambi gli strumenti finanziari si muovono nella stessa direzione nel tempo.

Il fondo gestisce masse per un valore pari a 296,928 milioni di dollari. Inoltre, investe in società operanti in settori diversificati.

Generalmente, l'ETF investe almeno l'80% del proprio patrimonio nei titoli che formano l'indice di riferimento ed il restante 20% del patrimonio in futures, options o contratti swaps.

La società MSCI ESG Ratings ha attribuito all'ETF IVV un rating di sostenibilità di doppia A (AA).

I dieci titoli che al momento hanno un peso maggiore e che, sommando i loro pesi raggiungono circa il 27% del totale, sono: Apple, Microsoft, Amazon, Tesla, Alphabet A, Alphabet B, Berkshire Hathaway, Unitedhealth, Johnson & Johnson ed Exxon Mobil.

I singoli settori più rappresentati sono quello dell'Information Technology con il 27%, dell'Health Care (14%) e del Consumer Discretionary (11%).

L'ETF ESGU ha una serie storica dei dati che comincia dal 16 dicembre 2016; di conseguenza le analisi partono dal 01 gennaio 2017 per entrambi gli ETF azionari.

L'analisi di ESGU è stata effettuata con la piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech. Di seguito si riporta una tabella che contiene i valori di rendimento e di rischio di ESGU:

Figura 15. Indicatori di rendimento e rischio ESGU.

Metric	PF \$	PF %														Tot	DD	NP/DD
PROFIT																		
Net Profit:	10,496.5\$	105.0%																
Years:		5.6																
CAGR:		13.7%																
IRR:		13.7%																
DRAWDOWN																		
Max Drawdown:	-5,761.4\$	-33.8%																
NP / MaxDD:		3.1																
Ulcher Idx:	-920.2\$	-5.1%																
Longest DD (Months):		6.8																
Longest Recovery (Month...):		4.5																
STD DEV																		
Std Dev:	3,185.3\$	21.1%																
Risk Free R.:	594.5\$	1.0%																
Sharpe:		0.60																
MONTHS																		
Pos Months:		73.5%																
Best Month:	2,034.2\$	15.1%																
Worst Month:	-2,259.7\$	-16.2%																
AVERAGES			Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Tot	DD	NP/DD
			2022	-6.0%	-3.2%	3.6%	-9.2%	-0.1%	-8.4%	9.5%	2.1%					-12.4%	-24.5%	0.0
			2021	-0.5%	2.5%	3.9%	5.1%	0.7%	2.6%	2.2%	3.0%	-4.8%	7.0%	-1.2%	4.0%	26.8%	-5.4%	5.0
			2020	0.6%	-8.0%	-12.5%	13.3%	5.1%	2.6%	5.9%	7.5%	-4.0%	-2.3%	11.7%	3.8%	22.4%	-33.8%	0.7
Avg Day:	8.2\$	0.1%	2019	7.8%	3.4%	1.8%	4.3%	-6.5%	6.9%	1.9%	-2.2%	1.8%	2.6%	3.8%	2.9%	31.6%	-6.7%	4.7
Avg Month:	154.4\$	1.1%	2018	5.7%	-3.5%	-2.5%	1.1%	1.6%	1.3%	3.2%	3.1%	0.8%	-6.8%	1.6%	-8.8%	-4.3%	-19.5%	0.0
Avg Year:	1,749.4\$	12.7%	2017	1.0%	3.3%	0.5%	1.0%	1.4%	0.8%	1.8%	0.1%	1.4%	2.8%	3.0%	1.1%	19.7%	-1.7%	11.9

Fonte: piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech.

Come si può vedere i 10,000\$ investiti in questo ETF sono diventati 20,496\$ (investimento iniziale 10,000\$ + profitto netto dell'ETF in termini assoluti 10,496\$) dal 01 gennaio 2017 all'11 agosto 2022, con un rendimento medio annuo pari al 13,7%, valore rappresentato dal CAGR.

La volatilità, che è lo strumento più utilizzato per la rappresentazione del rischio, corrisponde alla deviazione standard (StdDev), nel caso in esame pari al 21,1%.

Inoltre, si analizzano altri due indicatori di rischio: il Max Drawdown e Ulcher Index.

Il primo è un indicatore che rappresenta, in termini assoluti e percentuali, la peggior perdita di valore maturata in un periodo di tempo rispetto al valore di massimo registrato. In sostanza, è la distanza tra il valore massimo assoluto e il valore minimo assoluto. In questo caso il Max Drawdown è pari a -33,8%.

Il secondo è un indice di rischio simile alla volatilità ma si focalizza e calcola solo sulle escursioni negative. È un indicatore che comprende due dimensioni: la profondità delle perdite e il tempo necessario per recuperarle. L'Ulcher Index cresce quando il prezzo si

discosta da un massimo recente e si riduce quando il prezzo aumenta a nuovi massimi. L'Ulcer Index è pari a -5,1%.

Un ulteriore indicatore utilizzato per stabilire il profilo di rischio-rendimento di un ETF o di un fondo è l'indice di Sharpe. Quest'ultimo misura il rendimento di un ETF o di un fondo per unità di rischio complessivo. Esso esprime il rendimento dell'ETF al netto del rendimento dell'investimento privo di rischio (tasso *risk free*) in rapporto al rischio (volatilità) dell'ETF stesso. Più l'indice è elevato, migliore risulta la performance dell'ETF corretta per il rischio. L'indice di Sharpe è pari a 0,59.

Infine, all'incirca il 74% dei mesi considerati dall'analisi ha conseguito rendimenti positivi. Nel 2020 con l'avvenimento della pandemia mondiale l'ETF ha riportato comunque un rendimento annuo positivo del 22,4%.

Nella prima metà del 2022, anno in cui è scoppiata la guerra fra Russia e Ucraina, l'ETF ha riportato invece un rendimento negativo del -12,4%.

Il rendimento medio giornaliero in termini assoluti è pari a 8.2\$. Il rendimento medio mensile è pari a 154.4\$ ed il rendimento medio annuo è pari a 1,749.4\$.

Per avere omogeneità sul periodo di tempo considerato anche le analisi dell'ETF IVV partono dal 01 gennaio 2017.

L'analisi di IVV è stata effettuata sempre tramite la piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech. Di seguito si riporta una tabella contenente i valori di rendimento e rischio di IVV:

Figura 16. Indicatori di rendimento e rischio IVV

Metric	PF \$	PF %
PROFIT		
Net Profit:	10,211.4\$	102.1%
Years:		5.6
CAGR:		13.4%
IRR:		13.6%
DRAWDOWN		
Max Drawdown:	-5,300.6\$	-33.7%
NP / MaxDD:		3.0
Ulcer Idx:	-831.7\$	-4.8%
Longest DD (Months):		6.8
Longest Recovery (Month...):		5.6
STD DEV		
Std Dev:	2,923.1\$	19.9%
Risk Free R.:	594.7\$	1.0%
Sharpe:		0.62
MONTHS		
Pos Months:		67.6%
Best Month:	1,826.2\$	14.7%
Worst Month:	-2,188.6\$	-16.0%
AVERAGES		
Avg Day:	7.3\$	0.1%
Avg Month:	150.2\$	1.0%
Avg Year:	1,701.9\$	12.4%

	Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Tot	DD	NP/DD
2022		-5.2%	-2.9%	3.7%	-8.7%	0.3%	-8.2%	9.1%	1.9%							
2021		-1.0%	2.7%	4.5%	5.2%	0.7%	2.2%	2.4%	3.0%	-4.7%	6.9%	-0.7%	4.5%	28.4%	-5.1%	5.6
2020		0.0%	-8.4%	-12.1%	12.5%	4.8%	1.9%	5.8%	6.9%	-3.7%	-2.5%	10.7%	3.7%	17.8%	-33.7%	0.5
2019		7.9%	3.2%	1.9%	4.0%	-6.2%	6.8%	1.5%	-1.6%	1.9%	2.2%	3.6%	2.9%	31.0%	-6.6%	4.7
2018		5.6%	-3.8%	-2.4%	0.3%	2.4%	0.6%	3.7%	3.2%	0.5%	-6.8%	1.9%	-8.8%	-4.6%	-19.3%	0.0
2017		0.3%	3.9%	0.1%	0.9%	1.4%	0.7%	2.1%	0.3%	2.0%	2.3%	3.1%	1.2%	19.8%	-2.5%	7.9

Fonte: piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech.

Come si può notare i 10,000\$ investiti in questo ETF hanno generato dal 01 gennaio 2017 al 11 agosto 2022 un profitto netto di 10,211\$ arrivando ad un totale pari a 20,211\$.

Il rendimento medio annuo è pari al 13,4% (CAGR). La volatilità, rappresentata dalla deviazione standard, è pari al 19,9%.

Il Max Drawdown, ovvero la peggior perdita di valore in termini percentuali, è del -33,7% mentre l'Ulcer Index è del -4,8%. Infine, l'indice di Sharpe è del 0,62.

Il rendimento medio giornaliero in termini assoluti è pari a 7.3\$. Il rendimento medio mensile è pari a 150.2\$ e il rendimento medio annuo è pari a 1,701.9\$.

Arrivando ad un confronto finale tra i due ETF in esame si può concludere che in termini di rendimento il 2017, primo anno di analisi, ha registrato un rendimento equivalente per i due strumenti. Tuttavia, non rimane così per gli anni a seguire: infatti, dal 2018 al 2020 lo strumento ESG ha performato meglio rispetto al benchmark, soprattutto nel 2020 con un rendimento annuo superiore del 4%.

Nel 2021, a differenza degli anni precedenti, il benchmark ha performato meglio rispetto all'ETF ESGU. Ad ogni modo lo strumento ESG aveva comunque registrato un rendimento annuo positivo del 26,8%.

Allo stesso modo anche questo scorcio del 2022 il benchmark ha performato meglio rispetto allo strumento ESG. Tuttavia, in questo anno entrambi gli ETF stanno registrando un rendimento negativo.

Per quanto riguarda le metriche di rischio si può affermare che esse sono equivalenti poiché hanno valori sostanzialmente in linea tra loro. Non ci sono differenze di valori così rilevanti da segnalare.

Quanto appena affermato sarà ancora più evidente e lampante nel grafico che rappresenta l'andamento del capitale investito nei due ETF (figura 18).

La figura 17 riporta il confronto degli indicatori dei due ETF.

Figura 17. Confronto degli indicatori tra ESGU e IVV

Metric	FF \$	FF %	Bench \$	Bench %
PROFIT				
Net Profit:	10,496.5\$	105...	10,211.4\$	102.1%
Years:		5.6		5.6
CAGR:		13.7%		13.4%
IRR:		13.7%		13.6%
DRAWDOWN				
Max Drawdown:	-5,761.4\$	-33.8%	-5,300.6\$	-33.7%
NP / MaxDD:		3.1		3.0
Ulcher Idx:	-920.2\$	-5.1%	-831.7\$	-4.8%
Longest DD (Months):		6.8		6.8
Longest Recovery (Month...):		4.5		5.6
STD DEV				
Std Dev:	3,185.3\$	21.1%	2,923.1\$	19.9%
Risk Free R.:	594.7\$	1.0%	594.7\$	1.0%
Sharpe:		0.60		0.62
MONTHS				
Pos Months:		73.5%		67.6%
Best Month:	2,034.2\$	15.1%	1,826.2\$	14.7%
Worst Month:	-2,259.7\$	-16.2%	-2,188.6\$	-16.0%
AVERAGES				
Avg Day:	8.2\$	0.1%	7.3\$	0.1%
Avg Month:	154.4\$	1.1%	150.2\$	1.0%
Avg Year:	1,749.4\$	12.7%	1,701.9\$	12.4%

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Tot
2022	-0.8%	-0.3%	-0.1%	-0.5%	-0.4%	-0.2%	0.4%	0.2%					-1.7%
2021	0.5%	-0.2%	-0.6%	-0.2%	0.0%	0.4%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.1%	-0.5%	-0.6%	-1.3%
2020	0.6%	0.4%	-0.5%	0.8%	0.4%	0.7%	0.2%	0.6%	-0.3%	0.1%	1.0%	0.1%	4.2%
2019	-0.1%	0.2%	-0.1%	0.4%	-0.3%	0.0%	0.4%	-0.5%	-0.1%	0.4%	0.1%	0.0%	0.5%
2018	0.1%	0.2%	-0.1%	0.7%	-0.8%	0.8%	-0.4%	-0.1%	0.2%	0.0%	-0.3%	0.0%	0.3%
2017	0.7%	-0.6%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.6%	0.5%	-0.1%	-0.1%	0.0%

Fonte: piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech.

Infine, la figura 18 rappresenta l'andamento in termini assoluti dei 10,000\$ investiti su entrambi gli ETF dal 2017 al 2022. La linea azzurra rappresenta l'andamento dei 10,000\$ investiti nello strumento ESG, mentre la linea grigia raffigura l'andamento dei 10,000\$ investiti nel benchmark.

Dal grafico seguente è ancora più evidente come la linea azzurra e la linea grigia siano sostanzialmente sovrapposte. Infatti, come già preannunciato precedentemente, in termini di rendimento, si è rivelato leggermente meglio lo strumento ESG, mentre in termini di rischio le differenze sono impercettibili.

Figura 18. Confronto dell'andamento del capitale investito su ESG e IVV



Fonte: piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech.

In conclusione, in questo caso si può affermare che l'investitore che vuole approcciare il mercato ESG sicuramente può contare su uno strumento che non peggiora il rapporto rischio-rendimento rispetto al benchmark anzi in termini di rendimento il confronto è a favore dello strumento ESG, seppur poco più di cinque anni di rilevazioni siano pochi per esprimersi in tal senso.

3.3.2 Confronto tra ETF obbligazionari americani

Per l'analisi obbligazionaria americana è stato preso come riferimento l'ETF ESG più importante in termini di patrimonio gestito, ossia **EAGG**, l'iShares ESG U.S. Aggregate Bond ETF, con circa 2,151 milioni di dollari.

Questo ETF è stato lanciato nell'ottobre del 2018 ed è gestito da *BlackRock*. Investe nei mercati obbligazionari degli Stati Uniti d'America e nello specifico in obbligazioni particolarmente sicure e poco rischiose, le cosiddette "*investment grade bonds*³⁵", focalizzandosi, però, su quelle con elevati rating ESG. Infatti, circa il 74% degli strumenti finanziari in cui investe ha un rating AAA, circa il 10% un rating A e circa il 14% un rating BBB.

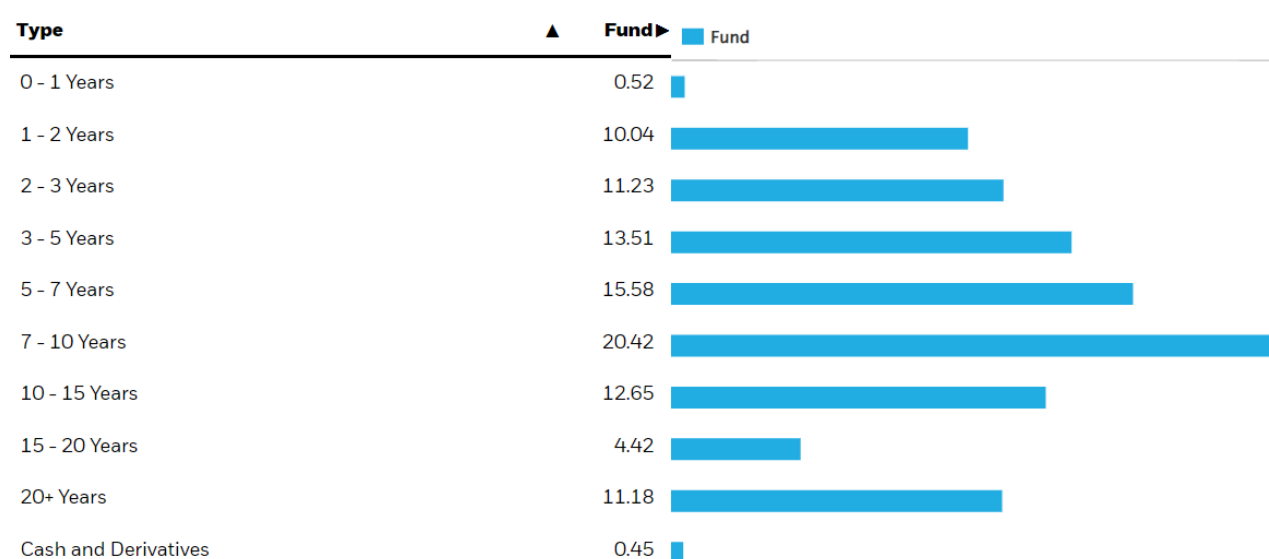
³⁵ Le obbligazioni si possono suddividere in due categorie: investment grade e high yield. Le investment grade bonds rappresentano una qualità medio-alta dello strumento finanziario mentre le high yield bonds sono titoli obbligazionari dal rendimento elevato caratterizzati da un elevato profilo di rischio.

Il fondo investe principalmente in titoli di stato americani, in obbligazioni societarie, in titoli garantiti da ipoteche su immobili, in titoli obbligazionari per i quali la garanzia è rappresentata da mutui ipotecari su immobili commerciali.

I titoli di Stato emessi dal governo degli Stati Uniti d'America rappresentano il 40% del fondo, mentre i titoli garantiti da ipoteche su immobili rappresentano quasi il 28%, a dimostrazione del fatto che quasi il 70% del fondo è costituito da questi due strumenti.

Come si può vedere dal grafico sottostante, questo ETF si focalizza su titoli con scadenza medio-lunga indicativamente tra i 5-7 anni, i 7-10 anni ed i 10-15 anni.

Figura 19. Percentuale di composizione dei titoli per scadenza di EAGG



Fonte: <https://www.ishares.com/us>

La società MSCI ESG Ratings ha attribuito all'ETF EAGG un rating di sostenibilità pari a A. Il fondo non investe in azioni di società che si occupano della produzione o della vendita di tabacco, di armi da fuoco, oppure che operano in business collegati ai combustibili fossili come la produzione di carbone termico.

Il fondo cerca di riprodurre le performance dell'indice Bloomberg MSCI US Aggregate ESG Focus. L'indice comprende gli stessi strumenti dell'ETF, cioè obbligazioni governative, obbligazioni societarie, titoli garantiti da ipoteche su immobili, titoli garantiti da mutui ipotecari su immobili commerciali.

Generalmente, l'ETF investe almeno il 90% del proprio patrimonio nei titoli che formano l'indice di riferimento ed il restante 10% in future, options e contratti swap.

Come ETF di confronto si è deciso di considerare l'AGG, iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF, uno strumento creato nel settembre del 2003 e controllato da *BlackRock*. Il fondo gestisce circa 81 miliardi di dollari.

Si è deciso di scegliere questo fondo obbligazionario in quanto anch'esso investe nel mercato obbligazionario americano e nello specifico in "investment grade bonds", come l'ETF ESG. Infatti, investe circa il 73% in strumenti che hanno un rating AAA, circa l'11% in strumenti con un rating A e circa il 13% in strumenti con un rating BBB.

Anche l'AGG investe negli stessi strumenti dell'EAGG, cioè in titoli di stato americani, in obbligazioni societarie, in titoli garantiti da ipoteche su immobili, in titoli per i quali la garanzia è rappresentata da mutui ipotecari su immobili commerciali.

Il Bloomberg US Aggregate Bond è l'indice di cui il fondo cerca di riprodurre le performance. Questo indice calcola le performance del mercato obbligazionario americano totale.

La società MSCI ESG Ratings ha attribuito all'ETF AGG un rating di sostenibilità pari a A.

Il confronto obbligazionario parte dal 23 ottobre 2018, inizio della serie storica dei dati di EAGG. Attraverso il caso azionario americano si sono capite e comprese al meglio le logiche di analisi che si devono effettuare, dunque, per il caso obbligazionario, si riporta direttamente il confronto degli indicatori tra i due strumenti.

Figura 20. Confronto degli indicatori tra EAGG e AGG

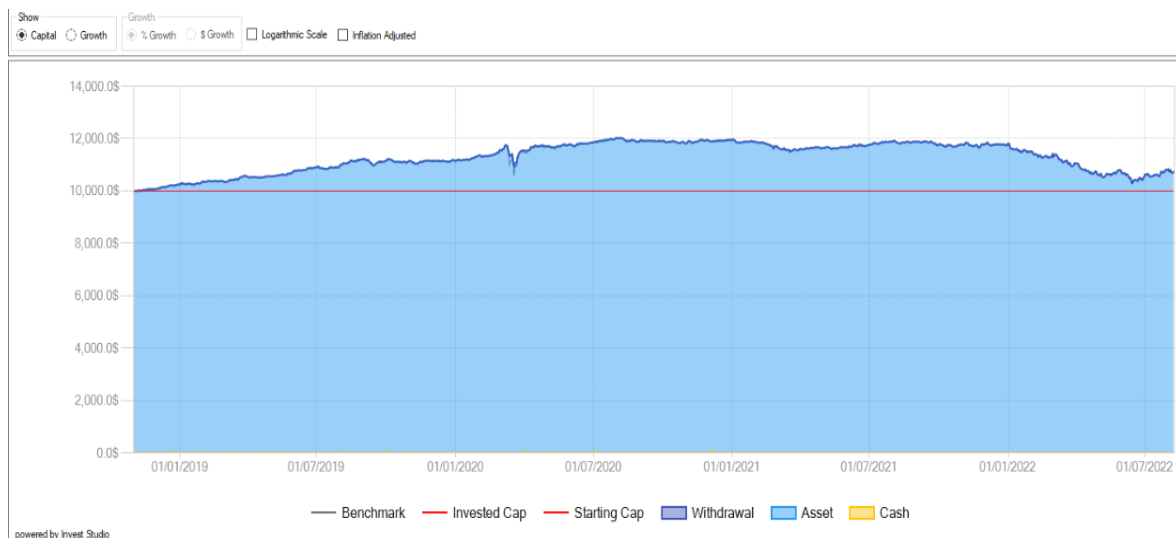
Metric	PF \$	PF %	Bench \$	Bench %
PROFIT				
Net Profit:	697.5\$	7.0%	706.0\$	7.1%
Years:		3.8		3.8
CAGR:		1.8%		1.8%
IRR:		1.8%		1.8%
DRAWDOWN				
Max Drawdown:	-1,763.1\$	-14.4%	-1,724.1\$	-14.4%
NP / MaxDD:		0.5		0.5
Ulcher Idx:	-334.6\$	-2.8%	-324.1\$	-2.7%
Longest DD (Months):		4.6		4.0
Longest Recovery (Month...):		4.3		3.7
STD DEV				
Std Dev:	563.3\$	5.0%	655.8\$	5.9%
Risk Free R.:	340.2\$	0.9%	340.2\$	0.9%
Sharpe:		0.18		0.16
MONTHS				
Pos Months:		56.5%		54.3%
Best Month:	220.3\$	2.0%	235.3\$	2.1%
Worst Month:	-406.6\$	-3.7%	-402.7\$	-3.6%
AVERAGES				
Avg Day:	0.8\$	0.0%	0.8\$	0.0%
Avg Month:	15.2\$	0.1%	15.3\$	0.1%
Avg Year:	139.5\$	1.4%	141.2\$	1.4%

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Tot
2022	-0.6%	0.0%	0.1%	-0.2%	0.1%	-0.2%	0.1%	0.1%					-0.5%
2021	0.0%	0.0%	0.3%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.5%	0.5%
2020	-0.1%	0.1%	0.6%	-0.4%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%
2019	0.3%	-0.1%	0.0%	0.2%	-0.2%	0.3%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.2%
2018											0.0%	-0.2%	-0.2%

Fonte: piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech.

Da come si può osservare dalla figura 20, in questa analisi obbligazionaria emerge ancora più evidente il fatto che i due strumenti in termini di rischio-rendimento sono esattamente equiparabili poiché hanno valori pressoché identici. Infatti, per quanto riguarda il rendimento, il CAGR risulta di 1,8% per entrambi gli ETF, mentre per quanto concerne il rischio, i valori del Max Drawdown, dell’Ulcher Index, dell’indice Sharpe e della volatilità risultano esattamente uguali fra i due strumenti.

Figura 21. Confronto dell’andamento del capitale investito su EAGG e AGG.



Fonte: piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech.

Si può notare ancora meglio dal grafico come la linea azzurra, rappresentante l’ETF EAGG, e la linea grigia, raffigurante l’ETF AGG, siano praticamente sovrapposte. Dunque, come già affermato precedentemente ma con maggiore evidenza nella figura 21 le differenze in termini di rendimento e di rischio sono impercettibili.

Anche in questo secondo caso si può assolutamente affermare che non ci sono particolari evidenze tali da compromettere il rapporto rischio-rendimento dell’investimento per l’investitore che opta per lo strumento ESG.

3.3.3 Confronto tra ETF azionari europei

Finora abbiamo analizzato e confrontato ETF azionari e obbligazionari americani dato che gli Stati Uniti d'America gestiscono circa la metà delle attività d'investimento sostenibile globale classificandosi così al primo posto come territorio per attività sostenibili, come è stato esplicitato nel primo capitolo.

Dunque, era doveroso analizzare degli strumenti acquistabili nel mercato americano. Tuttavia, l'Europa gestisce circa il 35% delle attività d'investimento sostenibile, classificandosi al secondo posto come territorio per attività sostenibili gestite.

Per l'analisi azionaria europea è stato preso come strumento ESG lo **IESE**, iShares MSCI Europe SRI UCITS ETF. Tuttavia, dello IESE si ha una serie storica molto ridotta siccome è stato quotato nella Borsa Italiana l'11 giugno 2019. Per risolvere tale problema è stato preso l'analogo ETF, quotato però in un'altra borsa europea: la Deutsche Boerse Xetra.

È stata scelta la borsa tedesca rispetto alle altre borse europee perché ha la stessa valuta della borsa italiana e ha una serie storica molto più lunga rispetto a quella italiana. Infatti, l'ETF in esame nella borsa tedesca è quotato dal 18 luglio 2011.

IESE è il codice utilizzato nella Borsa Italiana mentre il codice usato nella borsa tedesca è IUSK. Dunque, lo IESE equivale allo IUSK e viceversa.

Questo ETF è stato lanciato nel febbraio del 2011 ed è gestito da *BlackRock*. Il fondo gestisce un patrimonio di circa 3.385 milioni di euro.

Lo IUSK è un ETF azionario e il suo scopo è quello di replicare i risultati dell'indice MSCI Europe SRI Select Reduced Fossil Fuel. Le performance dell'indice dipendono dall'andamento dei titoli azionari di 116 società operanti in Europa, che sono stati selezionati in base alla loro conformità ai criteri ESG. Tuttavia, il peso di ciascuna società non deve superare il 5%.

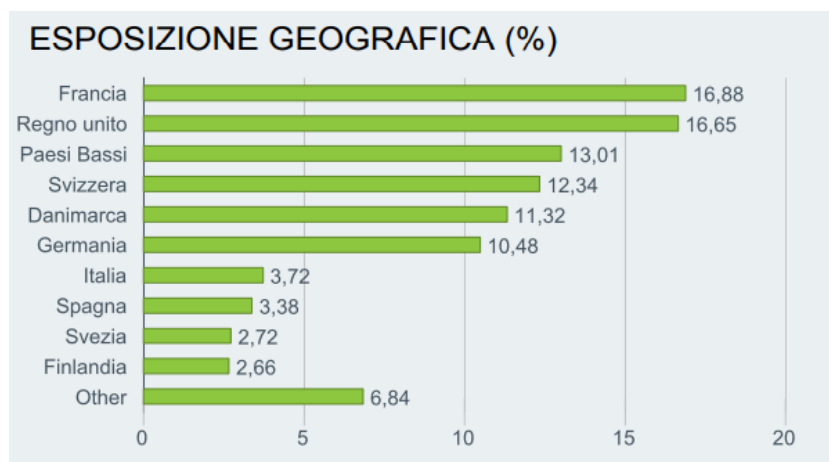
Il fondo non investe in azioni di società operanti e coinvolte nella produzione o vendita di armi, di tabacco, di alcool, di gioco d'azzardo e pornografia. Investe, invece, in azioni di società operanti nel settore finanziario, sanitario, industriale, di beni di prima necessità, IT o immobiliare. La società MSCI ESG Ratings ha attribuito all'ETF IESE un rating di sostenibilità di tripla A (AAA).

L'ETF investe in 116 titoli azionari di 15 diversi stati europei, tra cui l'Austria, la Danimarca, la Finlandia, la Francia, la Germania, l'Irlanda, l'Italia, Lussemburgo, i Paesi

Bassi, la Polonia, il Portogallo, la Repubblica Ceca, la Slovacchia, la Spagna e la Svezia. Inoltre, investe anche in titoli azionari svizzeri, norvegesi e del Regno Unito.

La figura 22 illustra gli stati emittenti dei titoli azionari detenuti dal fondo ed il loro relativo peso all'interno del prodotto. Come si può osservare il fondo investe principalmente in titoli francesi e inglesi, i quali rappresentano circa il 34% del peso complessivo del fondo, a seguire si trovano i titoli olandesi (13%), svizzeri (12%), danesi (11%) e tedeschi (10%) e a seguire tutti gli altri.

Figura 22. Peso dei titoli detenuti dall'ETF per stato



Fonte: www.ishares.com/us

Come ETF di confronto si è deciso di prendere in esame lo **SMEA**, iShares Core MSCI Europe UCITS ETF EUR. Questo strumento è stato lanciato nel settembre del 2009 ed è controllato da *BlackRock*. Il fondo gestisce un patrimonio netto di circa 5 miliardi di euro. Lo SMEA è un ETF azionario e il suo scopo è quello di replicare le performance dell'indice MSCI Europe, indice formato dai principali titoli azionari dei 15 paesi maggiormente sviluppati in Europa. Lo SMEA investe in 429 titoli azionari di 15 diversi stati europei. Non solo, comprende anche titoli del Regno Unito, svizzeri e norvegesi. In sintesi, negli stessi stati in cui investe anche l'ETF IESE.

A differenza dello IESE, questo fondo investe principalmente in azioni inglesi, che rappresentano circa il 25% del peso complessivo del fondo; a seguire si trovano le società francesi con un peso del 18%, quelle svizzere con un peso del 16%, quelle tedesche con un peso del 12% e poi tutte le altre.

È stato scelto questo ETF come strumento di confronto con il fondo ESG in quanto anch'esso focalizza l'attenzione dei propri investimenti specialmente nel mercato azionario europeo. Tuttavia, la grande differenza tra i due strumenti risiede nell'applicazione di un ulteriore filtro da parte dell'ETF IESE, capace di selezionare gli investimenti in base alla loro conformità ai criteri ESG.

Confrontando gli indicatori di rendimento e di rischio di entrambi gli ETF azionari europei si può sostenere che dal 2011 al 2022 lo strumento ESG ha performato in maniera notevole rispetto al benchmark. Infatti, i 10.000€ investiti nel 2011 nell'ETF IUSK nel 2022 sono diventati 27.007€, mentre i 10.000€ investiti nell'ETF SMEA sono diventati 19.952€. Inoltre, il CAGR, ovvero l'indice che rappresenta la percentuale di crescita media dal 2011 al 2022, dello IUSK è del 9,4%, mentre quello dello SMEA è del 6,5%, quasi 3 punti percentuali di differenza. Questa differenza raffigura i migliori risultati di rendimento riportati dall'ETF IUSK.

Per quanto riguarda le metriche di rischio si può affermare che esse sono praticamente identiche poiché hanno valori in linea fra loro. Eventualmente, si può sostenere che in termini di Max Drawdown e di indice Sharpe leggermente meglio lo strumento ESG. Tuttavia, non ci sono altre differenze di valori così rilevanti da segnalare.

Quanto appena descritto sarà ancora più evidente nel grafico che rappresenta l'andamento dei 10.000€ investiti nei due ETF (figura 24).

La figura 23 riporta il confronto degli indicatori dei due ETF.

Figura 23. Confronto degli indicatori tra IUSK e SMEA

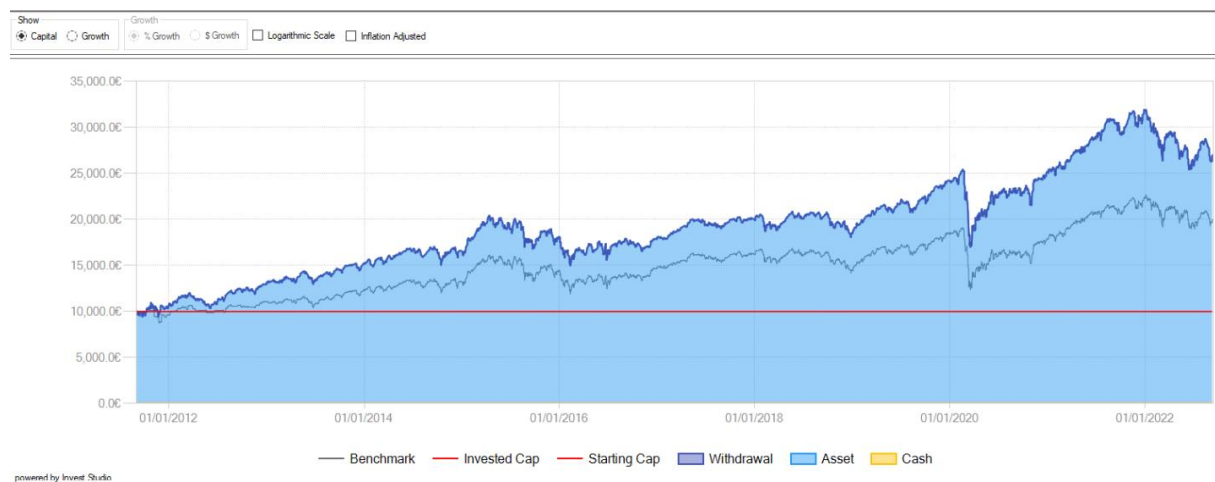
Metric	PF €	PF %	Bench €	Bench %		Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Tot	
PROFIT																				
Net Profit:	17.007,2€	170...	9.951,8€	99,5%																
Years:																				
CAGR:		9,4%		6,5%																
IRR:		9,4%		6,8%																
DRAWDOWN																				
Max Drawdown:	-8.462,1€	-33,3%	-6.731,9€	-35,2%																
NP / MaxDD:		5,1		2,8																
Ucher Idx:	-1.404,4€	-6,4%	-1.071,3€	-6,3%																
Longest DD (Months):		33,3		25,0																
Longest Recovery (Month...):		23,3		15,0																
STD DEV																				
Std Dev:	3.328,4€	17,7%	2.728,1€	18,3%																
Risk Free R.:	670,2€	0,6%	670,2€	0,6%		2022	-3,0%	-1,8%	2,1%	-1,4%	-1,8%	0,7%	1,8%	-0,5%	-0,8%					-4,7%
Sharpe:		0,50		0,32		2021	-0,6%	0,0%	-1,0%	-0,3%	-0,3%	1,1%	1,6%	1,6%	-1,6%	0,5%	0,4%	-0,4%		0,9%
						2020	-0,3%	1,4%	0,2%	3,8%	1,0%	0,2%	0,9%	0,2%	0,8%	-1,0%	-0,6%	0,4%		7,3%
						2019	-0,4%	-0,1%	0,0%	-0,2%	0,8%	0,6%	-0,6%	1,2%	1,0%	0,6%	0,0%	0,4%		3,3%
						2018	-0,6%	0,5%	0,2%	-0,1%	0,6%	0,0%	0,2%	1,0%	-0,3%	0,0%	1,8%	-0,4%		3,0%
						2017	-0,2%	0,5%	0,8%	0,1%	0,2%	-0,4%	0,1%	0,6%	-0,5%	-0,7%	1,3%	-0,5%		1,4%
						2016	-0,9%	0,3%	-0,6%	1,0%	0,2%	-0,2%	0,8%	0,5%	-0,5%	-1,7%	-0,6%	-1,1%		-2,8%
						2015	-0,6%	-0,1%	1,3%	-0,3%	0,4%	-0,3%	0,1%	0,1%	2,4%	-2,8%	-0,3%	-0,2%		-0,5%
						2014	0,4%	0,6%	1,4%	0,8%	-1,6%	0,3%	0,2%	-0,1%	0,7%	0,0%	-1,0%	0,2%		1,9%
						2013	3,6%	0,2%	-0,4%	0,5%	1,6%	0,2%	-0,5%	-0,4%	1,2%	0,6%	-0,6%	-0,5%		5,5%
						2012	-2,5%	3,8%	0,3%	-0,2%	-5,7%	3,6%	3,6%	0,2%	3,2%	0,7%	0,5%	-1,6%		5,6%
						2011									-0,6%	7,3%	7,5%	-4,8%		9,2%
MONTHS																				
Pos Months:		66,2%		62,4%																
Best Month:	2.912,0€	13,5%	2.260,8€	14,8%																
Worst Month:	-3.332,5€	-15,1%	-2.787,3€	-16,8%																
AVERAGES																				
Avg Day:	5,2€	0,0%	4,1€	0,0%																
Avg Month:	127,9€	0,7%	74,8€	0,5%																
Avg Year:	1.417,3€	8,6%	829,3€	5,9%																

Fonte: piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech.

Dal seguente grafico è ancora più visibile come lo strumento ESG, rappresentato dalla linea azzurra, nel periodo di tempo considerato dall'analisi, abbia avuto un rendimento significativamente migliore rispetto al benchmark, raffigurato dalla linea grigia.

Non ci sono assolutamente paragoni in termini di rendimento: l'ETF IUSK dal 2011 al 2022 ha performato decisamente meglio rispetto all'ETF SMEA, mentre in termini di rischio le differenze sono impercettibili.

Figura 24. Confronto dell'andamento del capitale investito su IUSK e SMEA



Fonte: piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech.

Per rispondere alla domanda di partenza si può affermare che in questo caso specifico l'investitore che vuole affacciarsi al mercato sostenibile sicuramente non perde in termini di profilo rischio-rendimento rispetto ad uno strumento tradizionale, anzi, investendo nell'ETF ESG in esame, l'investitore avrebbe ottenuto un profitto maggiore a parità di anni considerati.

In conclusione, l'investitore che investe il proprio denaro nello IUSK può contare su uno strumento che non peggiora il rapporto rischio-rendimento rispetto allo SMEA, anzi in termini di rendimento il confronto è nettamente a favore dello IUSK.

3.3.4 Confronto tra ETF obbligazionari europei

Per l'analisi obbligazionaria europea è stato preso come strumento ESG lo **SUOE**, iShares EUR Corporate Bond ESG UCITS ETF. È un ETF ESG obbligazionario fondato nel giugno del 2018 ed è gestito da *BlackRock*.

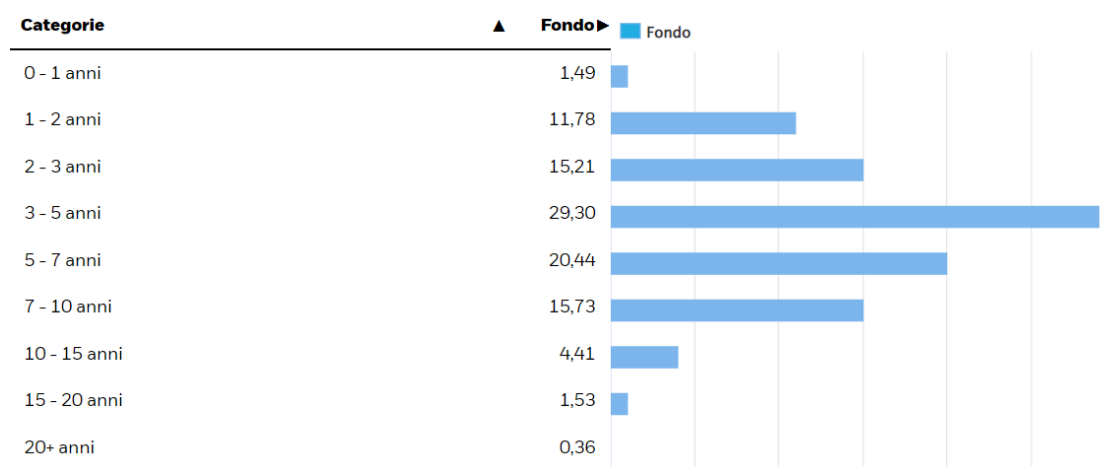
Il fondo gestisce un patrimonio di 2.619 milioni di euro e tende a riprodurre l'andamento dell'indice Bloomberg MSCI Euro Corporate Sustainable SRI. Questo indice è composto da obbligazioni societarie selezionate in base al loro punteggio ESG. L'indice investe in 2635 società presenti negli stati di tutta Europa come ad esempio l'Italia, la Francia, la Germania, il Belgio, Lussemburgo, la Danimarca ecc. Tuttavia, comprende anche obbligazioni inglesi, americane, svizzere e norvegesi.

Le obbligazioni provenienti dal settore bancario e dal settore non ciclico compongono più del 50% il fondo; infatti, circa il 40% delle società in cui investe il fondo svolge attività bancaria, mentre il 13% delle società si occupa della produzione e della distribuzione di beni e servizi essenziali per la vita dell'essere umano quali cibo, acqua, luce e gas. A seguire con percentuali minori si trovano il settore assicurativo, informatico, logistico ecc.

La società MSCI ESG Ratings ha attribuito all'ETF SUOE un rating di sostenibilità di tripla A (AAA).

Come si può vedere dal grafico sottostante, l'ETF si focalizza principalmente su titoli a scadenza medio-lunga. Il fondo è composto infatti da meno del 2% da titoli a breve scadenza, da più del 90% da titoli a scadenza medio-lunga e da poco più del 5% da titoli a lunga scadenza.

Figura 25. Scadenza delle obbligazioni che compongono l'ETF



Fonte: www.ishares.com/us

Come ETF di confronto è stato preso in esame lo **IEAC**, iShares Core Euro Corporate Bond UCITS ETF. È un ETF ESG obbligazionario fondato nel marzo del 2009 ed è gestito da *BlackRock*.

Il fondo gestisce un patrimonio di 7.445 milioni di euro.

Il fondo cerca di replicare l'andamento di un indice formato da obbligazioni societarie di qualità "*investment grade*" di aziende finanziarie, industriali e utility, cioè di società che si occupano di servizi di pubblica utilità. Questo indice è il Bloomberg Euro Corporate Bond e permette di diversificare in obbligazioni societarie di diversi settori.

L'indice investe in circa 3500 società di tutta Europa come ad esempio l'Italia, la Francia, la Germania, il Belgio ecc. Tuttavia, comprende anche obbligazioni societarie inglesi, svizzere e norvegesi.

Quasi il 45% del fondo è formato da obbligazioni provenienti dal settore bancario e dal settore non ciclico. Infatti, all'incirca il 30% delle società in cui investe il fondo svolge attività bancaria, mentre il 15% delle società si occupa della produzione e della distribuzione di beni e servizi essenziali quali cibo, acqua, luce e gas. A seguire con percentuali minori si trovano il settore assicurativo, elettrico, energetico, logistico ecc.

Anche questo ETF, come lo strumento ESG, si focalizza su titoli a scadenza medio-lunga. Infatti, il fondo è composto da meno del 1% da titoli a breve scadenza, da più del 90% da titoli a scadenza medio-lunga e da poco più del 7% da titoli a lunga scadenza.

È stato selezionato questo ETF come confronto con il fondo ESG in quanto anch'esso investe in obbligazioni societarie europee di qualità "*investment grade*" principalmente a scadenza medio-lunga. Tuttavia, la grande differenza tra i due strumenti risiede nell'applicazione di un ulteriore filtro da parte dell'ETF SUOE, capace di selezionare gli investimenti in base alla loro conformità ai criteri ESG.

Confrontando gli indicatori di rendimento e di rischio di entrambi gli ETF obbligazionari europei si può sostenere che i due strumenti in termini di profilo rischio-rendimento sono esattamente equiparabili poiché hanno valori pressoché identici. Infatti, per quanto riguarda il rendimento, il CAGR è pari a -2,9% per entrambi gli ETF mentre per quanto concerne il rischio, i valori del Max Drawdown e dell'Ulcher Index risultano esattamente uguali fra i due strumenti. L'indice Sharpe e la volatilità invece di discostano lievemente a favore dello SUOE.

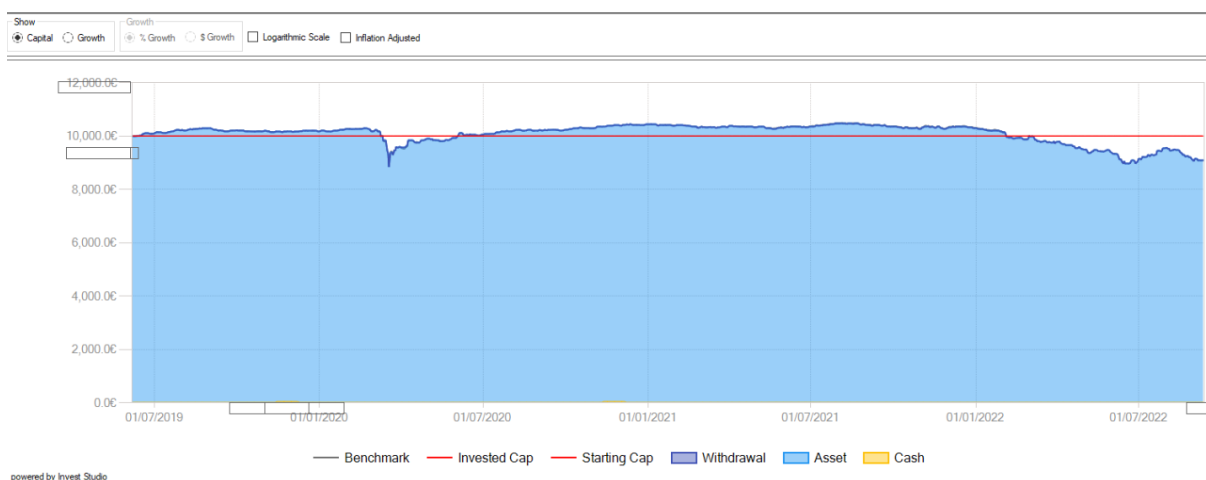
Figura 26. Confronto degli indicatori tra SUOE e IEAC

Metric	PF €	PF %	Bench €	Bench %										
PROFIT														
Net Profit:	-917.5€	-9.2%	-923.9€	-9.2%										
Years:		3.3		3.3										
CAGR:		-2.9%		-2.9%										
IRR:		-2.9%		-2.9%										
DRAWDOWN														
Max Drawdown:	-1,538.4€	-14.1%	-1,520.0€	-14.5%										
NP / MaxDD:		0.0		0.0										
Ulcher idx:	-312.5€	-3.0%	-303.9€	-2.9%										
Longest DD (Months):		8.0		13.8										
Longest Recovery (Month...):		7.1		7.0										
STD DEV														
Std Dev:	552.0€	5.8%	614.8€	6.5%										
Risk Free R.:	220.1€	0.7%	220.1€	0.7%										
Sharpe:		-0.62		-0.55										
MONTHS														
Pos Months:		47.5%		47.5%										
Best Month:	409.9€	4.5%	412.9€	4.5%										
Worst Month:	-658.9€	-6.5%	-607.8€	-6.0%										
AVERAGES														
	Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Tot
	2022	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%				-0.2%
	2021	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%
	2020	0.0%	0.1%	-0.4%	0.1%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	2019						0.1%	0.1%	-0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%

Fonte: piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech.

Si può notare ancora meglio dal seguente grafico come la linea azzurra rappresentante l'ETF SUOE, e la linea grigia raffigurante l'ETF IEAC, siano praticamente sovrapposte. Dunque, come già affermato precedentemente ma con maggiore evidenza nella figura 27, le differenze in termini di rendimento e di rischio sono praticamente impercettibili tra i due strumenti.

Figura 27. Confronto dell'andamento del capitale investito su SUOE e IEAC



Fonte: piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech.

In conclusione, riprendendo la domanda alla quale si deve dare risposta, anche in questo caso l'investitore che investe i propri soldi in un ETF obbligazionario ESG non perde in termini di profilo rischio-rendimento rispetto ad un ETF obbligazionario tradizionale.

Dunque, si può assolutamente affermare che non ci sono particolari evidenze tali da compromettere il rapporto rischio-rendimento dell'investimento per l'investitore che opta per lo strumento ESG.

CONCLUSIONE

In questo elaborato di tesi magistrale è stata svolta un'analisi relativa ad un mercato che inizialmente era di nicchia ma che, al giorno d'oggi, sta trovando un forte riscontro tra gli investitori. Sta mutando infatti la concezione classica di investimento, influenzata non più solamente da fattori economici-finanziari, ma anche da aspetti ambientali, sociali e di corretta governance (ESG).

Il lavoro inizia dall'analisi della storia e dello sviluppo degli investimenti sostenibili e responsabili negli ultimi anni e termina con un approccio più pratico per arrivare a rispondere se un investitore che approccia al mercato ESG ci perde in termini di rischio e di rendimento rispetto al mercato tradizionale, confrontando degli strumenti finanziari ESG, quali ETF, con i relativi benchmark.

L'investimento sostenibile non è altro che un approccio d'investimento di lungo periodo che incorpora i fattori ESG con il fine di generare non semplicemente dei rendimenti positivi, ma anche di realizzare delle azioni positive nei confronti della società. Nel 2004 è stata coniata ufficialmente la sigla ESG (*Environmetal, Social and Governance*).

Esistono varie strategie per effettuare un investimento sostenibile: la più grande strategia di investimento utilizzata a livello globale nel 2020 è stata l'*ESG integration*, a seguire le strategie *negative/exclusionary screening* e *corporate engagement/shareholder action*.

In Europa, invece, la strategia più usata nel 2020 è la *negative/exclusionary screening*, tuttavia questa supremazia si sta indebolendo.

Il mercato degli investimenti sostenibili si sta sviluppando molto a livello mondiale, specialmente negli Stati Uniti ed in Europa. Nel 2022 le attività d'investimento ESG sono cresciute del 17% rispetto al 2020, arrivando a toccare i 41,000 miliardi di dollari.

Le previsioni di crescita degli investimenti sostenibili si prospettano molto rosee anche per quanto riguarda il futuro; infatti, secondo uno studio di *Bloomberg*, è previsto che nel 2025 le attività sostenibili ammonteranno a 50,000 miliardi di dollari.

Dall'analisi dei dati relativi al mercato europeo e mondiale emerge che gli SRI continueranno ad espandersi fino a rappresentare l'alternativa competitiva degli investimenti tradizionali.

Ormai, istituzioni internazionali e governi mondiali hanno accolto la rilevanza di queste tematiche. I principali problemi ambientali e sociali, infatti, sono stati incorporati in tutti i piani di sviluppo per il futuro, specialmente dopo la crisi finanziaria del 2007-2008.

In Europa, già da anni, è partito un iter legislativo con lo scopo di definire che cosa si intende per sostenibilità e quali sono gli obiettivi della sostenibilità, per cercare di superare il fenomeno del *greenwashing*. Il processo è giunto ad una prima versione con la Tassonomia Europea. Lo scopo della normativa è quello di creare un modello di classificazione delle attività economiche. Quest'ultime devono rispettare e partecipare attivamente al raggiungimento degli obiettivi ambientali.

L'elaborato ha analizzato la Tassonomia Europea secondo una precisa chiave di lettura: innanzitutto, la normativa si rivolge a tutti gli stati dell'UE, a tutte le istituzioni finanziarie che devono finanziare il processo di transizione, e a tutte le imprese che hanno già l'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario, cioè quelle imprese che hanno un numero superiore ai 500 dipendenti. Anche se la normativa, per ora, non include le PMI, la grande maggioranza di esse si trova impattata da degli effetti indiretti.

Per la Tassonomia, l'ecosostenibilità è multidimensionale e gli obiettivi devono essere raggiunti, anche in parte, ma assicurando di non raggiungere determinati obiettivi a discapito di altri: questo è il concetto di sostenibilità.

Per misurare quanto un'attività economica sia ecosostenibile è necessario fare riferimento ai criteri di vaglio tecnico, i quali definiscono soglie e variabili precise. Solitamente sono quantitativi, ma si possono trovare anche criteri qualitativi.

Se le attività economiche non rispettano tutti i criteri di vaglio tecnico vengono definite attività ammissibili. Le aziende devono capire quali sono i criteri di vaglio tecnico che non sono ancora rispettati e qual è il percorso che devono compiere per passare da un'attività ammissibile ad un'attività allineata. Per fare questo si deve costruire il *CapEx Plan*.

L'idea di fondo per comunicare queste informazioni è quella di continuare ad utilizzare le dichiarazioni di carattere non finanziario che sono un obbligo normativo, riservando sezioni apposite dove presentare le informazioni richieste.

Infine, è stata costituita un'organizzazione, denominata Piattaforma sostenibile europea, con lo scopo di gestire l'aggiornamento, l'adattamento, e lo sviluppo di tutto l'iter normativo.

Nell'ultimo capitolo, si fornisce una risposta ad una domanda che si pone spesso:

“un investitore che investe il proprio denaro in un ETF ESG rispetto al suo benchmark senza filtri ESG, ci perde in termini di profilo rischio-rendimento?”.

Per rispondere a tale domanda, è stato effettuato un confronto del profilo rischio-rendimento tra ETF che integrano i criteri ESG ed ETF tradizionali.

Per l'analisi sono stati esaminati quattro fondi ESG con i rispettivi benchmark.

Nel primo caso è stato messo a confronto l'ESGU, fondo azionario americano che incorpora le tematiche ESG, con l'IVV, fondo azionario americano tradizionale.

Dalla loro analisi emerge che l'ESGU non peggiora il rapporto rischio-rendimento rispetto all'IVV, anzi, in realtà in questi cinque anni di rilevazioni, in termini di rendimento il confronto è leggermente a favore dello strumento ESG. Dunque, l'investitore può sicuramente investire in questo ETF ESG senza compromettere il profilo rischio-rendimento.

Nel secondo caso è stato confrontato un fondo obbligazionario americano ESG, ovvero l'EAGG, con un fondo obbligazionario americano che non si focalizza sulle tematiche sostenibili, ovvero l'AGG.

Il loro confronto evidenzia che tra i due ETF, le differenze in termini di rendimento e di rischio sono impercettibili. Anche in questo secondo studio, l'investitore può contare su uno strumento che non altera il profilo rischio-rendimento dell'investimento.

Nel terzo caso è stato messo a confronto lo IUSK, fondo azionario europeo ESG, con lo SMEA, fondo azionario europeo tradizionale.

Dalla loro analisi appare evidente che in termini di rendimento, lo strumento ESG ha performato nettamente meglio del fondo tradizionale, mentre in termini di rischio le differenze sono insignificanti. Pertanto, l'investitore che investe il proprio denaro in questo ETF ESG sicuramente non perde in termini di profilo rischio-rendimento, anzi, otterrebbe un profitto maggiore a parità di anni considerati.

Nell'ultimo caso invece è stato messo a paragone lo SUOE, fondo obbligazionario europeo ESG, con lo IEAC, fondo obbligazionario europeo tradizionale.

Da quest'ultima analisi è emerso che le differenze in termini di rendimento e di rischio sono praticamente impercettibili tra i due strumenti. Anche in questo caso l'investitore che investe i propri soldi in questo ETF obbligazionario ESG non perde in termini di profilo rischio-rendimento rispetto all'ETF obbligazionario tradizionale.

In conclusione, l'investitore che vuole approcciare al mercato ESG sicuramente non perde in termini di rendimento e di rischio rispetto all'investimento tradizionale, come si è dimostrato nelle quattro analisi effettuate.

Pertanto, a parità di queste condizioni, il grande vantaggio dell'investimento ESG risiede nel fatto che, oltre a mantenere inalterato il rapporto rischio-rendimento, permette anche di investire in prodotti che incorporano tematiche ambientali, sociali e di corretta governance.

Lo scopo della tesi è quello di mettersi nelle vesti di un investitore e comprendere se investendo in un ETF ESG, si perde in termini di rischio-rendimento rispetto ad un ETF tradizionale. Per una maggiore comprensione durante la stesura dell'elaborato, ho deciso di aprire un mio dossier titoli ed iniziare la mia avventura da investitore.

Inizialmente non sapevo dove ed in cosa investire i miei soldi. Al termine di questo elaborato ho fatto la mia scelta!

MARANGON GIANLUCA									
Conto		Equity	DispRT	Disponibilità M	Liquidità	Performance	Gain/Loss	Symbol.	Disponibilità
Ultimo accesso: 30/09/2022 16:11:43		287€	90€	90€	90€	0€	-10€		90€
Lista Totale (2) >									
SYMBOL	DESCRIZIONE	PREZZO	RIFERIMENTO	TREND %	QTA	PRZ. MEDIO	G/L €	G/L %	
IESE	ISHARES MSCI EUROPE SRI UCITS ...	50,30	49,975	+0,65%	2	52,90€	-5€	-4,69%	
V3AA	VANGUARD ESG GLOBAL ALL CAP ...	4,1925	4,2095	-0,40%	23	4,4187€	-5€	-4,77%	
							-10€	-4,73%	

BIBLIOGRAFIA

Sherwood M.W. and Pollard J., *Responsible Investing: An Introduction to Environmental, Social, and Governance Investments*, Routledge, New York, 2019

Schoenmaker D. and Schramade W., *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, Regno Unito, 2019

Hill J., *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing, a Balanced Analysis of the Theory and Practice of a Sustainable Portfolio*, Elsevier, Academic Press, 2020

MARINESCU A., *Axiomathical examination of the neoclassical economic model. Logical assessment of the assumptions of neoclassical economic model*, The School of Advanced Studies of the Romanian Academy, Bucharest, 2016

BRZEZICKA J., WISNIEWSKI R., *Homo Oeconomicus and Behavioral Economics*, University of Varmia and Masuria, Olsztyn, 2014

Who Cares Wins: connecting Financial Markets to a Changing World, risultato di un'iniziativa svolta da organizzazioni e istituzioni a livello mondiale, 2004

Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), *Global Sustainable Investment Review 2020*, 2021

European Sustainable Investment Forum (Eurosif), *European SRI Study 2018*, 2019

Iraldo F., Melis M., Vascello G., *Linee guida per l'applicazione della Tassonomia in azienda*, 2022

Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, 2020

Atto Delegato dell'art. 8 della Tassonomia Europea, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea,
2021

SITOGRAFIA

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

[https://en.wikipedia.org/wiki/Principles for Responsible Investment](https://en.wikipedia.org/wiki/Principles_for_Responsible_Investment)

[https://it.wikipedia.org/wiki/Patto mondiale delle Nazioni Unite](https://it.wikipedia.org/wiki/Patto_mondiale_delle_Nazioni_Unite)

<https://www.esg360.it/normative-e-compliance/accordo-sul-clima-di-parigi-che-cosa-chiede-come-sta-evolvendo/>

<https://www.msci.com/>

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

<https://www.justetf.com/>

<https://unric.org/it/>

<https://www.ishares.com/us>

https://ec.europa.eu/info/index_en

<https://seekingalpha.com/>

<https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>

www.unpri.org

piattaforma Invest Studio di Da Vinci Fintech

RINGRAZIAMENTI

Vorrei esprimere la mia gratitudine a tutti coloro che mi hanno sostenuto in questo periodo di sviluppo personale e professionale della mia vita.

Ringrazio la mia Famiglia che mi ha dato la possibilità di studiare e di raggiungere questo traguardo importante. Ringrazio Mamma e Papà per la pazienza e la comprensione che hanno avuto nei miei confronti nei periodi più difficili e impegnativi. Ringrazio mio Fratello per avermi sostenuto in qualsiasi occasione, dandomi consigli e suggerimenti.

Senza il loro supporto, non sarei mai potuto arrivare fino a qui.

Ringrazio i miei Nonni, che mi hanno ascoltato ed aiutato con la loro esperienza e saggezza.

Un ringraziamento speciale va alla Professoressa Marcella Lucchetta per la sua disponibilità e prontezza ad ogni mia domanda.

Infine, ringrazio tutte le persone che hanno fatto e che fanno parte della mia vita, senza di loro questo risultato non sarebbe stato così straordinario.