



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Laurea Magistrale  
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea Finale

# **I Fondi di Investimento Sostenibili e il contrasto al Greenwashing: analisi empirica sull'importanza dei nomi legati alla sostenibilità**

**Relatore**

Ch. Prof. Caterina Cruciani

**Laureando**

Oksana Tsytulska  
Matricola 867453

**Anno Accademico**

2020 / 2022

## **L'indice**

Introduzione

## **Capitolo I: Lo SRI e i Fondi sostenibili**

### **1.Finanza Sostenibile**

1.1 Finanza sostenibile: storia e transizione

*1.1.1 Cos'è la finanza sostenibile*

*1.1.2 Evoluzione storica*

*1.1.3. Transizione*

1.1 Il ruolo del sistema finanziario nella sostenibilità.

*1.2.1 Le evidenze*

*1.2.2 Finanza sostenibile 1.0*

*1.2.3 Finanza sostenibile 2.0*

*1.2.4 Finanza sostenibile 3.0*

1.2 L'investimento socialmente responsabile

*1.3.1 I principi per l'investimento responsabile*

*1.3.2 CSR*

*1.3.3 SRI*

*1.3.4 SRI e la redditività finanziaria*

1.3 Le strategie di investimento

*1.4.1 Screening negativo*

*1.4.2 Screening positivo*

*1.4.3 Active ownership*

*1.4.4 Investimento tematico*

*1.4.5 Screening basato sulle norme*

*1.4.6 Integrazione ESG*

*1.4.7 Investimento d'impatto*

## **2 Fondi di investimento coinvolti nella sostenibilità**

2.1 Fondo di investimento socialmente responsabile

*2.2.1 Cosa sono i Fondi di investimento*

*2.1.2 Fondi di investimento socialmente responsabili*

*2.1.3 Nascita dei Fondi SRI*

*2.1.4 Comparazione tra i Fondi tradizionali e quelli sostenibili*

2.2. Fondi pensione nell'ottica ESG

*2.2.1 I Fondi pensione*

*2.2.2 Fondo pensione sostenibile*

2.3 ETF e la sostenibilità

*2.3.1 Gli ETF*

*2.3.2 ETF sostenibili*

*2.3.3 Le strategie implementate negli ETF sostenibili*

*2.2.4 L'importanza della trasparenza nei Fondi sostenibili*

## **Capitolo II: Il Greenwashing e la regolamentazione di contrasto**

### **1 La pratica di Greenwashing e i modi di contrastarlo**

1.1. Greenwashing

*1.1.1 Cos'è*

*1.1.2 I rischi connessi*

*1.1.3 Greenwashing finanziario*

1.2 Contrasto del Greenwashing

*1.2.1. Etichette ambientali*

*2.1.2. Normativa presente*

### **2 Tassonomia Europea**

2.1 Il piano d'azione per la finanza sostenibile

*2.1.1 Le azioni dell'Action Plan*

2.2. Tassonomia

*2.2.1 Il Regolamento 2020/852(UE)*

*2.2.2 Atti delegati del regolamento 2020/852: Regolamento 2021/2139(UE)*

*2.2.3 Atti delegati del regolamento 2020/852: C (20.21) 4987 final*

*2.2.4 Atti delegati del regolamento 2020/852: Commission delegated regulation (EU) 2022/1214*

*2.2.5 La Tassonomia come mezzo di trasparenza per arrivare alla transizione ecologica*

### **3. SFDR**

3.1 Sustainable Finance Disclosure Regulation

*3.1.1. Articolo 8 - Regolamento 2019/2088*

*3.1.2 Articolo 9 - Regolamento 2019/2088*

*3.1.3 Il collegamento tra le normative*

## **Capitolo III: La mente dell'investitore e la connessione con i fondi di investimento sostenibili**

## **1 Finanza comportamentale**

1.1 Finanza comportamentale: i cenni

1.2 La teoria dell'utilità attesa

1.3. Teoria del prospetto

1.4 La tolleranza al rischio

*1.4.1 I fattori impattanti*

*1.4.2 Gli strumenti di valutazione*

## **2 Disposition Effect**

2.1 Cos'è l'effetto di disposizione

*2.1.1. Cosa provoca il Disposition Effect*

*2.1.2 Come i tratti di personalità incidono sul DE*

2.2 Differenza tra il Disposition Effect dei fondi di investimento comuni e dei Fondi SRI

## **3 I drivers degli SRI**

## **Capitolo IV: Analisi empirica - L'importanza del nome legato alla sostenibilità dei Fondi di investimento.**

### **1 L'importanza del nome**

1.2 Analisi empirica

*1.2.1 Analisi delle informazioni demografiche*

*1.2.2 Domanda di trattamento n° 1*

*1.2.3 Domanda di trattamento n° 2*

### **Conclusioni**

### **Biografia**

### **Sitografia**

### **Normativa**

### **Appendice A - Sondaggio**

## **Introduzione**

Ci sono tante sfaccettature del concetto “sostenibilità”, interpretabile in numerosi modi. In questo elaborato viene analizzato il suo legame con la finanza ed in particolare si vogliono esplorare le decisioni degli individui in ambito sostenibile. La finanza sostenibile raccoglie in sé l’efficienza della disciplina finanziaria e l’interesse per altre dimensioni: ambientale, sociale e di governance (ESG). Per comprendere il funzionamento di tale complesso sistema nel Capitolo 1 si ripercorre la storia della finanza sostenibile sino ad oggi prestando attenzione agli sforzi di transizione ecologica, economica, sociale ed energetica attuati nel corso degli anni in tutto il mondo. Gli investimenti socialmente responsabili rivestono una veste fondamentale in questo percorso. Essi sono frutto di diverse motivazioni economiche, psicologiche e sociali e dei fattori demografici degli investitori e rappresentano una tipologia ibrida di investimento alla ricerca sia della redditività finanziaria che degli obiettivi ecologici e sociali. Gli strumenti finanziari più utilizzati per attuare gli investimenti coscienti sono i Fondi di investimento, i Fondi pensione e gli ETF. I primi si differenziano dai fondi tradizionali in quanto nelle loro pratiche di allocazione delle risorse è richiesta l’analisi approfondita degli effetti negativi e dei rischi esistenti e futuri sull’ecosistema e sulla società, causati dalle azioni delle società in cui investono.

Tutto ciò viene coronato dalla necessità di assoluta trasparenza e veridicità, per quanto riguarda i dati e le informazioni gestiti da tali strumenti finanziari, in modo tale da contrastare il fenomeno di Greenwashing. La trasparenza e la chiarezza in ambito di finanza sostenibile è il cardine dei testi normativi emanati dall’Unione Europea: Tassonomia e SFDR. Questi verranno illustrati in modo dettagliato nel secondo capitolo.

Nel terzo capitolo si cercherà di entrare nella mente dell’investitore nel momento della scelta di investimento da effettuare. Si tratteranno alcune delle teorie più importanti della finanza comportamentale. Inoltre, verrà illustrato il Disposition Effect e le differenze dello stesso tra i fondi di investimento comuni e quelli sostenibili. Per terminare il capitolo verranno riassunti un insieme di motivi di tipo socioeconomico, demografico e personale che spingono le persone a prediligere gli investimenti socialmente responsabili.

Il capitolo 4 sarà costituito da un’analisi empirica che avrà come tema principale l’importanza del nome sostenibile nei fondi di investimento. Tale argomentazione è molto attuale in quanto nel 2022 ESMA ha proposto delle linee guida da attuare in modo da rendere congruenti le denominazioni legati alla sostenibilità dei fondi di investimento e i loro obiettivi in termini economici, sociali ed ambientali. L’analisi empirica verrà svolta tramite un sondaggio che produrrà in parte dei risultati a sostegno della domanda empirica di partenza.



# Capitolo I: Lo SRI e i Fondi sostenibili

## 1 Finanza sostenibile

La sostenibilità è un tema molto sentito oggi sia perché è percepita in modo diverso la sua importanza a causa di preoccupazioni riguardanti l'ecosistema e la società, sia perché si è capito che il modello economico e finanziario in uso attualmente non è più sostenibile a lungo termine per i rischi che comporta e per le risorse in esaurimento. La strada per attuare tale tipo di cambiamento è segnata attraverso la finanza che copre un ruolo essenziale per questo scopo a causa della sua funzione di allocazione dei capitali e che diventa in questo caso "finanza sostenibile". In questo paragrafo verranno illustrate le radici della finanza sostenibile e il suo percorso storico fino ad oggi. Sarà peraltro illustrata la transizione economica e sociale nel corso degli anni attuata dalle istituzioni e dai privati. Verranno indicati i diversi modi in cui la teoria finanziaria entra a contatto con le scelte che coinvolgono l'ambiente e la collettività. Per entrare più nel cuore della finanza della coscienza saranno trattati gli investimenti socialmente responsabili e la responsabilità sociale delle imprese. Nell'analisi degli investimenti coscienti verranno analizzati i drivers finanziari che spingono gli investitori verso questa tipologia di investimento, la loro differenza rispetto agli investimenti convenzionali e le strategie tramite cui si possono attuare.

### 1.1 Finanza sostenibile: storia e transizione

#### 1.1.1 Cos'è la finanza sostenibile

La finanza è il motore dell'economia odierna. Sia al livello macroeconomico che quello aziendale sta assumendo un ruolo sempre più importante. "Il settore finanziario è vitale per l'economia. Un settore finanziario ben funzionante promuove la creazione di posti di lavoro, l'innovazione e una crescita economica inclusiva" (Yellen, 2015). Comprende i processi di investimento e finanziamento messi in atto dai gestori dei flussi monetari. Coinvolge nel complesso tutta la società sia direttamente che tramite l'enormità di esternalità che produce. La finanza tradizionale si basa sul concetto di rischio e rendimento e sulla concezione dell'uomo razionale. Questo tipo di teoria finanziaria, invece, si serve di considerazioni ambientali, sociali e governance. Nel contesto istituzionale, viene definita come "l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria" (Consob). Rappresenta mezzi di finanziamento per supportare la crescita economica senza eccessive pressioni sull'ambiente e sulla società, senza compromettere lo sviluppo delle generazioni future (ASVIS). Di tutti gli aspetti di finanza sostenibile, uno dei più importanti è la trasparenza per quanto riguarda le notizie e le informazioni rilevanti degli operatori economici. Essa ha un ruolo imponente nel cammino verso

un'economia climaticamente neutra, resiliente ai rischi climatici ed efficiente nell'utilizzo delle risorse sia naturali che monetarie.

### *1.1.2 Evoluzione storica*

È molto utile per capire a fondo il funzionamento della finanza sostenibile partire da come è nata e come si è sviluppato il concetto di investimento socialmente responsabile. Le teorie del capitalismo si basano sulla nozione che le decisioni di investimento siano il frutto delle considerazioni di rischio e rendimento. Secondo tale pensiero sia gli individui che le imprese hanno come fine la massimizzazione dell'utilità e dei profitti rispettivamente. Ciò viene messo in discussione dalla finanza comportamentale, la quale prende in esame la psicologia umana e l'interesse personale (Sherwood e Pollard, 2018). Gli individui come varie tipologie di organizzazioni hanno delle preferenze etiche relative al fatto che i loro investimenti sono coerenti con i valori morali. Non vi è quindi solo un razionale "interesse personale", ma una sfera di interessamento che va ben oltre e comprende i bisogni e necessità degli altri.

L'SRI vede la sua nascita nella religione (Sherwood e Pollard, 2018). Nel cristianesimo e nella religione islamica e metodista a partire dall'era più recente, diciannovesimo secolo, venivano vietati gli investimenti nelle azioni del peccato, i sin stocks. Queste ultime si riferiscono a determinati settori come l'alcol, gioco d'azzardo, il tabacco, la produzione di armi e altri. Questi erano dei parametri etici su cui si basavano i loro investimenti. I codici etici e le credenze religiose, quindi, hanno forgiato i primi esempi di investimenti sostenibile. Anche le imprese iniziarono a sviluppare la concezione della responsabilità sociale, soprattutto quelle operanti nella sfera pubblica.

La transizione dell'investimento verso una pratica finanziaria più ampiamente accettata è stato un processo graduale (Liu, 2020). Inizia a risaltare negli anni '60 con le proteste contro le società fornitrici delle armi alla guerra nel Vietnam e contro le società che operavano in Sud Africa nell'apartheid. Gli azionisti organizzano lettere e risoluzioni contro la produzione di napalm e Agent Orange. L'espedito ha avuto diffusione anche in altre cause: scoraggiare il fumo, politiche di equità sociale e lotta al cambiamento climatico. Questa fu una norma di protesta fondata sul disinvestimento in settori che praticavano le pratiche con le esternalità negative. Seidman (2015, p.1016) ha definito il disinvestimento come: "...un'arma tattica, che mira a richiamare l'attenzione su questioni più grandi, ridisegnando linee morali attorno a comportamenti accettabili e cambiando i calcoli delle multinazionali e dei governi nazionali."

Dopo la catastrofe di Exxon Valdez, nel 1989, viene fondata la Coalition of Environmentally Responsible Economies. Quest'ultima ha il fine di promuovere la sostenibilità nel commercio e di favorire la transizione energetica verso un'economia con minori emissioni di carbonio.



Verso la fine del '900 gli investitori sono diventati più consapevoli del tema sociale e ambientale con il conseguente interesse verso l'investimento etico e responsabile. La consapevolezza del rischio di riscaldamento climatico porta alla redazione del Protocollo di Kyoto nel 1997, il quale ad oggi è stato rettificato da 175 paesi. Gli attori dell'economia cercano, quindi, di non investire in certi settori o imprese che potevano essere percepiti come antitetici ai loro valori, sostengono le aziende con impatto positivo sul sistema e promuovono il concetto di etica nel sistema economico.

Questa evoluzione degli investimenti socialmente responsabili ha il suo coronamento con il patto mondiale delle Nazioni Unite del 2000 "The Global Compact" lanciato dal allora segretario generale Kofi Annan e basato sui principi di Sullivan, ossia la dottrina sviluppata dal Reverendo Sullivan che ha ispirato il principio di esclusione. Tale iniziativa dell'ONU introduce il rapporto "Who cares wins", dove nasce il termine "ESG" Quest'ultimo indica le categorie di analisi per gli investimenti socialmente responsabili, ossia ambientale, sociale e di governo delle imprese (Environmental, Social and Governance).

Il cammino prosegue attraverso le iniziative nazionali e sovranazionali mirate a contrastare una serie di effetti negativi sull'ecosistema e sulla società dei modelli economici e finanziari in essere fino alla data odierna, non più sostenibili a lungo termine.

Oggi, si va verso delle strategie di investimento tematiche e ad impatto. Le prime hanno come obiettivo lo sviluppo dell'interesse verso il tema ambientale e sociale. Le seconde hanno come fine ultimo l'investimento nei progetti sostenibili per ridurre il rischio ambientale. Queste strategie rappresentano il progresso dell'implementazione della sostenibilità ma la strada da percorrere è ancora lunga.

### *1.1.3. Transizione*

La transizione dalla finanza ordinaria a quella sostenibile è un processo lungo e richiede tanto impegno permanente monetario e sociale. Aziende, gli individui e i governi ne vedono la necessità sempre più impellente riconoscendo che l'impatto umano sull'ecosistema è ormai insostenibile.

I modelli economici tutt'ora in uso sono stati sviluppati prendendo in considerazione solo due fattori: lavoro e capitale. Ciò era possibile perché si riferiscono all'epoca in cui tutte le risorse sembravano inesauribili e non si teneva conto dell'impronta ambientale. Prendendo in analisi il lungo termine questi modelli non sono più ragionevoli. Se gli attuali modelli di consumo e produzione continueranno a crescere come previsto, l'uso dei materiali raddoppierà entro il 2060 (UNEP, IRP, 2019). Ciò metterà ancora di più sotto pressione il pianeta.

Le emissioni di carbonio, le principali responsabili del riscaldamento climatico nel 2021 hanno avuto un incremento del 6 per cento (IEA 2022) portandolo al suo massimo nella storia umana, ossia a 36,3 miliardi di tonnellate.

Secondo le evidenze nel nostro possesso quindi la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e col modello circolare delle risorse è essenziale. Vi è un bisogno di trasformazione graduale e ben concepita, senza ritardi. Un cambiamento tardivo sarebbe irrazionale e porterà turbamenti di grosse dimensioni nell'economia e nella finanza.

Ripercorrendo i momenti più salienti di tale percorso di cambiamento vediamo che nel 1983 si istituisce la Commissione mondiale per l'ambiente e lo sviluppo, Commissione Brundtland. Il suo rapporto del 1987 definisce lo sviluppo sostenibile come "ciò che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni". Questo pone un maggiore interesse sul futuro e non sui risultati economici del presente.

A partire dalla Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (1992), i paesi della stessa, che sono firmatari anche del protocollo di Kyoto, si sono riunite ogni anno dal 1995 nella Conference of Parties (COP) per deliberare sul tema del cambiamento climatico.

Nell'accordo di Parigi del 2015 i 195 paesi firmatari uniti dal consenso sulla lotta al cambiamento climatico hanno confermato l'obiettivo di limitare l'aumento delle temperature medie globali a 1,5 gradi celsius con l'aspirazione a degli obiettivi sul tema di sostenibilità sempre più innovativi ed efficienti (Ufficio federale dell'ambiente - UFAM).

Una guida per la transizione verso un'economia sostenibile odierna molto rilevante è l'Agenda 2030 sviluppata dall'ONU, sottoscritta il 25 settembre 2015 da 193 paesi delle Nazioni Unite, basata sul concetto di sviluppo sostenibile integrato con gli aspetti ambientali, sociali e di governance (ASVIS). Tale proposito vuol dire che le generazioni future possano disporre delle risorse fondamentali senza provocare affaticare ulteriormente il pianeta. L'Agenda si concentra su 17 obiettivi economici, sociali e ambientali (SDG). Questi ultimi indirizzano le istituzioni e i governi verso una normativa basata sulle sfide ambientali e sociali. Però, il cammino verso la metà della sostenibilità economica e finanziaria è iniziato ben prima con gli avvenimenti più salienti ripercorsi di seguito.

Nel 2018 la Commissione Europea presenta il suo piano d'azione per la finanza sostenibile con i dati e i requisiti sugli investimenti sostenibili e sui rischi riguardanti il tema della sostenibilità di cui si parlerà nel secondo capitolo.

Il settore finanziario, quindi, ha un ruolo chiave nella realizzazione degli obiettivi in materia dei rischi climatici ed energetici grazie agli investimenti nelle tecnologie ed aziende più sostenibili, crescita economica orientata a lungo termine e contribuzione alla nascita di un sistema economico resiliente e circolare.

## **1.2 Il ruolo del sistema finanziario nella sostenibilità.**

### *1.2.1 Le evidenze*

La finanza ha un ruolo chiave nelle decisioni di sostenibilità in quanto si occupa dell'allocazione del capitale e quindi degli investimenti e finanziamenti. Senza questi ultimi non si potrebbero raggiungere gli obiettivi di sostenibilità.

Nel campo della gestione dei flussi di capitale hanno dei ruoli fondamentali le banche e i fondi di investimento molteplici. Ma anche gli stessi investitori personalmente sono importanti in quanto hanno il potere di influenzare le società in cui investono il loro denaro.

Per integrare la sostenibilità nella finanza tradizionale bisogna inserire le questioni sociali e ambientali nei modelli economici e prezzare le esternalità di questi in modo tale da creare incentivo per le aziende di limitare quelle negative.

La classificazione che segue è stata predisposta da Schoemaker e Schramade (2018) per poter analizzare i diversi gradi dell'integrazione della finanza nella sfera sostenibile.

### *1.2.2 Finanza sostenibile 1.0*

Nella finanza sostenibile 1.0 si è ancora dentro la sfera della finanza tradizionale ove, però, si evita di investire nelle "sin stocks", ossia le azioni legate ad imprese che offrono e/o producono prodotti e servizi giudicati immorali in modo non eticamente consapevole. Queste possono riguardare sia gli ambiti ambientali che sociali. Gli investitori, quindi, sono comunque mirati ad accrescere i propri profitti finanziari evitando eticamente di avere un impatto estremamente negativo sull'ecosistema e sulla società.

### *1.2.3 Finanza sostenibile 2.0*

Nella finanza sostenibile 2.0 il sistema finanziario prezza le esternalità negative sociali e ambientali. È un passo in avanti molto importante rispetto al tipo 1.0 in quanto si vanno a considerare in profondità gli effetti dell'azione antropica sull'ecosistema e sulla collettività. Nel medio lungo termine a queste esternalità potrebbe essere attribuito un valore monetario oppure reputazionale. La loro incorporazione riduce la possibilità di non redditività degli investimenti e porta a maggior fiducia nella stessa istituzione. Tramite una serie di processi basati sulle innovazioni tecnologiche e scientifiche si riesce ad aggiungere al valore finanziario sia il valore sociale che il valore ambientale e considerarli nella loro totalità, il valore integrato. In questa fase si sta attenti a stabilire la restrizione del fatto che il valore che riferisce ai fattori ambientali e sociali non diminuisca rispetto a quello attuale e di scontarli rispetto a un tasso interno privato. Gli investitori sono portati a massimizzare il

valore integrato e non solo quello finanziario. Così facendo diminuiscono il loro rischio senza regredire rispetto al loro impatto sull'ecosistema e la società.

#### *1.2.4 Finanza sostenibile 3.0*

La finanza sostenibile 3.0 si occupa di investimenti incentrati meramente sui progetti sostenibili. Non si pone più al primo piano l'aspetto finanziario del profitto e in modo secondario i valori sociali e ambientali. Il ruolo primario in questo tipo di finanza ricopre proprio la sostenibilità degli investimenti oltre che ovviamente la loro redditività finanziaria equa. Si ottimizza lo sviluppo sostenibile. Tutto ciò è possibile andando ad agire attraverso una selezione positiva di progetti e programmi con l'impronta positiva sull'ecosistema circostante.

Questi interventi della finanza nel mondo della sostenibilità confluiscono in due aspetti principali che riguardano i due attori più importanti della teoria finanziaria. Il primo soggetto sono le società, che in questo caso collocano i prodotti sostenibili sul mercato andando ad abbracciare il tema della responsabilità sociale delle imprese. Il secondo sono gli investitori che investono in tali imprese e i consumatori che acquistano i loro prodotti, che in questo modo vanno ad attuare dei veri e propri investimenti socialmente responsabili.

### **1.3 La responsabilità sociale delle imprese e l'investimento socialmente responsabile**

#### *1.3.1 I principi per l'investimento responsabile*

I Principles for Responsible Investment sono stati lanciati nel 2006 e sono molto importanti per capire le radici della responsabilità sociale delle imprese (CSR) e dell'investimento socialmente responsabile. Essi rappresentano lo sforzo di integrazione della coscienza sociale ed ambientale nel processo decisionale di investimento quotidiano. Tale iniziativa è stata creata per aumentare il numero degli investitori coscienti e per fare da guida agli investimenti responsabili nella comunità degli stessi. I PRI sono appoggiati dall'UNGC Conference Board, dagli amministratori delegati di 20 società globali, dall'International Finance Corporation del Gruppo Banca Mondiale, dal governo svizzero, dalla Columbia University e dall'UNEP Finance Initiative. I principi spingono gli investitori istituzionali a considerare seriamente gli investimenti sostenibili e gli amministratori delegati dei più grandi fondi convenzionali e fondi pensione del mondo vengono persuasi a promuoverli. Le imprese che seguono i PRI sono quelle che perseguono il tema della CSR e hanno nella maggior parte dei casi dei vantaggi tangibili come profitto più alto, efficienza, innovazione, segmentazione del mercato e immateriali come la reputazione, il favore dei dipendenti ecc.

I principi per un investimento sostenibile sono 6 e contavano nel 2018 circa 1600 firmatari nel mondo (Sherwood e Pollard, 2018). Essi sono:

1. Incorporeremo le questioni ESG nelle analisi degli investimenti e nei processi decisionali;
2. Saremo proprietari attivi e incorporeremo questioni ESG nelle nostre politiche e pratiche di proprietà;
3. Cercheremo di divulgare in modo appropriato le questioni ESG da parte delle entità in cui investiamo;
4. Promuoveremo l'accettazione e l'attuazione dei principi nel settore degli investimenti;
5. Lavoreremo insieme per migliorare la nostra efficacia nell'attuazione dei principi;
6. Ognuno di noi riporterà le proprie attività e progressi nell'attuazione dei principi (Nazioni Unite).

I PRI contano per la loro attuazione sul senso di trasparenza, veridicità dei dati e informazioni forniti e sulla chiarezza dei documenti predisposti dalle società. Per questo motivo nel 2008 si sono spinti oltre con la Conferenza delle Nazioni Unite sul commercio e lo sviluppo dove sono stati introdotti gli investimenti socialmente responsabili nei mercati emergenti". Quest'ultimo ha come fine la promozione della trasparenza e della divulgazione delle informazioni nei mercati finanziari in via di sviluppo.

### *1.3.2 CSR*

Nell'epoca attuale la responsabilità sociale delle imprese (CSR) è un argomento molto rilevante per i dirigenti aziendali, funzionari governativi, rappresentanti internazionali e portavoce delle parti interessate. CSR è diventata il fulcro nelle strategie delle principali società globali. Tutto ciò a causa della maggiore consapevolezza dei rischi ecologici e sociali, della globalizzazione e della interconnessione degli affari in tutto il mondo. "Continuiamo a valutare il successo su basi unicamente finanziarie. È bizzarro e superato ... l'obiettivo del profitto sarà raggiunto solo se le aziende saranno in grado di servire bene i clienti, prendersi cura dei dipendenti, trattare in modo corretto i fornitori e contribuire in modo effettivo al benessere della società e alla salvaguardia del pianeta" ha affermato al vertice WEF A. Jope, CEO di Unilever. La responsabilità sociale delle imprese riguarda proprio gli ambiti sopra descritti. La Comunità Europea nel 2001 la definisce come "l'integrazione su base volontaria, da parte delle imprese, delle preoccupazioni sociali e ambientali nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate". Tutto ciò è più che necessario per le società che devono curare la loro reputazione di fronte ai consumatori sempre più attenti alle dinamiche relative all'ecosistema e sociali. Ciò soprattutto dopo la recessione del 2008-2009 in cui la cattiva condotta sociale delle imprese e le frodi finanziarie hanno spinto i clienti e gli investitori a considerare molto più scrupolosamente la responsabilità sociale all'interno del sistema

di mercato. Le imprese, infatti, hanno il dovere di rispettare leggi e norme riguardanti le prestazioni lavorative, retribuzioni eque, diversità, salute pubblica e il benessere dell'ecosistema.

Oggi gli attori interessati spingono sulla responsabilità sociale ed ecologica delle imprese e anche sulla divulgazione delle informazioni sui comportamenti aziendali e finanziari. I consumatori nel processo della scelta dei prodotti da acquistare cercano i dati informativi relativi a questi ultimi e alle prestazioni aziendali per essere più certi del loro acquisto. Le informazioni sulla condotta delle imprese è la base per la costruzione del rapporto di fiducia tra il cliente e l'azienda ed è il mezzo attraverso cui si forma la reputazione aziendale. Una cattiva pubblicità porta all'abbassamento del valore aziendale e ai disinvestimenti.

Per cercare le informazioni sulla responsabilità sociale delle imprese gli investitori utilizzano principalmente i track record aziendali e le risoluzioni sulle prestazioni sociali ed ambientali. La disponibilità dei dati sulla CSR dipende dagli obblighi fiduciari e dalle relative normative nazionali e sovranazionali in tema della sicurezza e trasparenza (Bazerman e Tenbrunsel, 2011). Oggi è possibile misurare i parametri di sostenibilità e di responsabilità aziendale in maniera più oggettiva grazie a tutti gli strumenti che si hanno a disposizione tra cui la rendicontazione non finanziaria, i rating, le matrici di materialità, evitando il fenomeno di Greenwashing e di Socialwashing, ossia la sostenibilità di facciata, che verrà descritto nel secondo capitolo.

Il bisogno di maggiore trasparenza nella sfera CSR per far funzionare bene il sistema economico fa apparire gli investimenti socialmente responsabili come delle ottime finestre di opportunità per ristabilire la fiducia nel sistema di mercato.

### *1.3.3 SRI*

Gli investimenti socialmente responsabili si diffondono sempre di più nel settore finanziario. Guardando i dati di Morningstar a fine marzo 2022 tale tipo di investimenti interessano quasi 2,8 mila miliardi di dollari al livello globale. L'82% del volume totale interessa l'Europa, il 12% si riferisce agli Stati Uniti, Giappone (1%), Canada (1%), Oceania (1%) e una percentuale del 3% rappresentato dalle economie emergenti dell'Asia-Pacifico. Sono aumentati per quanto consta alle dimensioni, numero e portata della crescita qualitativa e quantitativa sia nel sistema economico occidentale che nelle economie emergenti. Socially Responsible Investment (SRI) è una strategia di investimento in base alla quale gli investitori socialmente responsabili "sottopongono il loro universo di investimento a una serie di criteri finanziari e sociali al fine di garantire che gli investimenti che selezionano siano coerenti con il loro sistema di valori personali e con le loro convinzioni" (Sauer, 1997, pagina 137). Questo tipo di investimento riguarda l'allocazione del denaro in modo socialmente coscienzioso dove si integra la responsabilità sociale dell'impresa, dell'individuo e delle istituzioni nelle scelte di

investimento. SRI comprende una moltitudine di stakeholder. Ci sono investitori istituzionali e privati che fanno parte del mondo economico; i rappresentanti sindacali, dirigenti bancari e i fiduciari che appartengono agli agenti organizzativi; rappresentanti di organizzazioni internazionali e quelle governative, funzionari pubblici e governativi, enti non profit, rappresentati dei media e gli accademici che sono membri degli organismi sociali.

L'interesse degli investitori non è più posto solamente sui profitti finanziari ma anche sulle preoccupazioni collettive. Per cui si va oltre alla teoria di finanza classica basata sull'utilità attesa e la volatilità e si prende in considerazione il contributo sociale e ambientale degli istituti emittenti. I possibili driver di questo tipo di politica finanziaria sono delle motivazioni socio-psicologiche, oltre che economiche (Puaschunder, 2012).

Gli obiettivi di massimizzazione del profitto non vengono messe da parte, ma integrate da altri tipi di riguardi. D'altronde si tratta pur sempre di un investimento che deve portare un guadagno all'investitore. In questo caso però se il maggior margine di profitto va ad intaccare i principi morali e sociali di quest'ultimo, ci rinuncia e sposta la sua strategia di finanziamento altrove dove tali valori non vengono toccati negativamente. SRI, in questo modo, diventa una "filosofia" che mette insieme il concetto del profitto e i principi intrinseci e sociali. Riguarda principalmente gli investimenti con orizzonti temporali a lungo termine dove incorporazione dei fattori di origine sociale, ambientale e di governance è ormai di vitale importanza.

Gli investimenti socialmente responsabili hanno un mercato variegato con un'ampia gamma di attività. Ci sono L'SRI commerciali destinati al dettaglio, fondi comuni e pensionistici, ETF, obbligazioni e gli strumenti ibridi. Si tratta di tante forme attraverso cui si può praticare in modo sostanziale e reale la sostenibilità per gli azionisti. Le tendenze in corso vedono la possibilità di ulteriori sviluppi del mercato dell'SRI. Difatti, questa teoria di investimento è passata in pochissimi anni dai margini al centro dell'attenzione di maggior parte degli organismi di investimento finanziari. Per il futuro, gli economisti e gli analisti prevedono che gli investimenti socialmente responsabili saranno in grado di elevare interi settori di mercato ad un livello superiore. Per ora, le conoscenze in materia di SRI sono ancora limitate. Gli studi empirici e i trattati sulla sostenibilità applicata alla finanza stanno progressivamente aumentando ma la strada è ancora lunga. Il potenziale non sfruttato di questo tipo di investimento è ancora molto ampio. Esso potrebbe fungere in futuro come il mezzo d'eccellenza per garantire la stabilità del mercato finanziario e del benessere economico e sociale.

#### *1.3.4 SRI e la redditività finanziaria*

Non si sa ancora con sicurezza se la logica finanziaria sia quella più prevalente negli investimenti socialmente responsabili o se siano più importanti i fattori sociali e valori morali. SRI rappresenta un

insieme di obiettivi ambientali e sociali nel mondo degli investimenti ed è un'alternativa alle pratiche di investimento finanziarie tradizionali.

Ci sono diversi studi condotti per scorgere la relazione tra la redditività finanziaria e SRI. Molta ricerca si è concentrata anche a capire se questo tipo di investimento abbia costi maggiori rispetto a quelli convenzionali. In alcuni studi questo tipo di investimento è stato percepito come incompatibile con la norma di massimizzazione dei rendimenti finanziari (Jonsson, 2009). Altri hanno trovato le due pratiche di investimento con delle differenze praticamente neutre (Abramson e Chung, 2000)

Le effettive prestazioni dell'SRI sono minate quindi dall'ambiguità dovuta alla moltitudine di forme di espressione SRI e alle carenze di misurazione. I risultati nel complesso fanno emergere il risultato che la performance azionaria degli investitori socialmente responsabili è simile a quella degli investitori convenzionali (Maux e Saout, 2004). Non esiste una certezza sul fatto che questo tipo di investimenti sia collegato ad un aumento o diminuzione del rendimento e della volatilità degli azionisti. Ci sono evidenze, in ogni caso, che SRI anche se comporta delle spese maggiori a breve termine, a lungo termine restituisce dei flussi di investimento sostenibili più risoluti. Alcune conoscenze, pratiche e competenze, infatti, possono essere utilizzati come mezzi per i fini sociali e ambientali. In ogni caso, però, il ritorno finanziario è molto importante nei SRI; infatti, proprio questo distingue questa pratica di investimento dalla beneficenza. "Fatto in modo errato... (SRI) a volte enfatizza il sentirsi bene piuttosto che fare i soldi. È un peccato (perché SRI) non è separato da un buon investimento." (Logue, 2009, p 1). La presenza di entrambi i fini è ciò che rende questa pratica di investimento ibrida molto complessa e oggetto di studi per capirne le strategie ed applicarle il efficientemente possibile nella realtà. Con ogni evidenza la finanza sostenibile e quindi gli investimenti socialmente responsabili saranno finanza e gli strumenti finanziari rispettivamente del futuro. Vi è il bisogno delle ricerche più precise con dei risultati più chiari sulle performance degli investimenti sostenibili in modo tale da spingere sempre più investitori di allocare le loro risorse in questo mondo sostenibile e non seguire solamente le logiche di profitto finanziarie. All'SRI viene attribuito l'obiettivo per avere un impatto positivo sui mercati finanziari e creare un sistema di mercato attento alle dinamiche sociali ed ambientali che migliorino lo standard generale e la qualità della vita per questa generazione e quelle future.

#### **1.4 Le strategie di investimento**

L'investimento sostenibile è un una pratica di integrazione dei fattori ESG nelle tecniche di investimento classiche. Global Sustainable Investment Alliance evidenzia diverse strategie che vengono utilizzate in questa tipologia di investimento (Eurosif).



#### *1.4.1 Screening negativo*

Questo approccio si propone di evitare di inserire nel portafoglio investimenti che osservano determinati canoni. Si tratta di escludere determinati settori e i loro agenti che possono recare danno all'ambiente o alla società. Gli investitori, quindi, cercano di non interagire con società che non si conformano con i loro valori e i principi etico-sociali. Questo è il tipo di investimento sostenibile più antico, risalente al diciottesimo secolo e ancora è il più utilizzato sicuramente per la semplicità della procedura di attuazione. Si tratta infatti di individuazione ed esclusione di cosiddette sin stock, azioni "immorali" come ad esempio tabacco, alcool, gioco d'azzardo, armi da fuoco, pornografia ed altri. Lo si fa spesso prendendo in esame i rating esterni e/o interni delle società, molto eterogenei ed imprecisi purché basati su molti criteri differenti. Quindi prevede degli step molto elementari e non del tutto efficienti in ottica ESG. Eliminare certe azioni ed obbligazioni, soprattutto quelle che non osservano i diritti umani o agiscono in modo scorretto nei confronti dell'ambiente, dal portafoglio consente di allineare gli investimenti con i propri principi. L'estromissione può essere attuata a livello del singolo fondo, ma anche al livello del proprietario degli asset, per l'intera gamma di prodotti. Secondo la Global Sustainable Investment Review (GSIA, 2018) questo tipo di strategia di investimento è stata la più utilizzata per i fondi aperti.

#### *1.4.2 Screening positivo*

Questo tipo di approccio si basa sull'uso delle variabili ESG per selezionare gli investimenti "migliori". Si fa un passaggio più impegnativo rispetto a quello dello screening per esclusione. Si va ad integrare i fattori di sostenibilità nel processo di allocazione del capitale e gli stessi vengono valutati come una fonte addizionale di valore. Lo si fa prendendo in considerazione i rating delle imprese, le loro matrici di materialità, le informazioni pubblicate dalle stesse aziende e le notizie dei media. La maggior fetta di valutazione si concentra in ogni caso sull'esame dei rating "oggettivi" che si riferiscono alla sostenibilità. I responsabili degli investimenti scelgono le azioni che corrispondono ai punteggi ESG più elevati. Si tratta di pratica "Best-in-class", "Best-in-universe" e "best-effort" dove si concentra sull'investimento in società che ottengono risultati migliori in termini ESG rispetto ai loro competitor, a parità di tutte le altre condizioni. Si emarginano quindi le imprese che non arrivano a specifiche soglie di performance.

#### *1.4.3 Active ownership*

È un metodo di investimento dove si tende a coinvolgere le imprese per migliorare le loro prestazioni sociali, ambientali e di governance attraverso la votazione di azioni. Si tratta di esercitare i diritti degli azionisti per condizionare i comportamenti aziendali tramite il dialogo diretto con il management

aziendale e l'invio dei pareri. Attraverso l'impegno e il voto ci cerca anche di incrementare la divulgazione dei documenti inerenti i fattori ESG della società.

#### *1.4.4 Investimento tematico*

Si tratta di focalizzarsi sulle parti del mondo dell'investimento che traggono vantaggio e procurano soluzioni per certi orientamenti ESG. Si tratta quindi di finanziare determinati temi o asset legati alla sostenibilità. Tali investimenti danno il loro sostegno per far fronte alle sfide sociali e/o ambientali. Si parla di investimenti mirati al tema prescelto come per esempio riduzione dell'inquinamento, la gestione delle risorse d'acqua, energia pulita, alloggi sociali ecc.

#### *1.4.5 Screening basato sulle norme*

Questo approccio si basa sull'esclusione degli investimenti in base alla loro conformità alle norme nazionali ed internazionali. Si tratta di normative e standard che poggiano sulle dimensioni ESG. Si considerano gli investimenti solamente in azioni che non oltrepassano determinate soglie di pratiche etiche basate sui presupposti internazionali come per esempio i principi dell'ONU.

#### *1.4.6 Integrazione ESG*

È un tipo di investimento che si fonda sull'inclusione precisa ed evidente da parte degli asset manager dei criteri ESG nell'analisi finanziaria della bontà dello stesso e nella selezione dei titoli. Si uniscono per cui i fattori finanziari e i fattori di sostenibilità nell'analisi principale degli investimenti. Questo tipo di processo si concentra sulle esternalità delle dimensioni ESG che possono essere positivi o negativi e che vanno ad influenzare la stessa allocazione del capitale. Le issues ambientali che fanno parte dell'integrazione riguardano le questioni che impattano in modo positivo o negativo sull'ecosistema. Ad esempio: emissioni CO<sub>2</sub>, l'inquinamento, la gestione dei rifiuti, l'amministrazione delle risorse idriche, la perdita delle biodiversità ecc. le tematiche sociali sono quelle legate all'ottimizzazione della salute, dell'istruzione, il rispetto dei diritti umani, le condizioni del lavoro ecc. Le questioni di governance riguardano la qualità di amministrazione e gestione dell'impresa, corruzione e il dialogo tra gli stakeholder. L'inclusione di tutti questi elementi nella scelta dell'investimento, lo eleva ad un livello più alto rispetto alle soluzioni precedenti.

#### *1.4.7 Investimento d'impatto*

Sono investimenti privati destinati ai progetti particolari che si occupano delle tematiche ESG. In questo modo si mira alla formazione del valore sia economico che sociale e alla misurazione del secondo. Rientra quindi nella finanza sostenibile 3.0 poiché non ambisce solamente al profitto

finanziario ma anche ad altri fini legati alla sostenibilità, andando oltre all'integrazione ESG. Si tratta di un investimento intenzionalmente mirato alla creazione dell'impatto sociale e ambientale favorevole. È un approccio di allocazione del denaro comunque redditizio con dei rendimenti superiori o inferiore del mercato, infatti non si tratta di filantropia. L'attore dell'investimento si assume l'obbligo di misurare e di rendicontare la performance sostenibile dello stesso. Gli investimenti d'impatto includono la microfinanza, i finanziamenti nella comunità, i fondi per le imprese sociali e i fondi solidali. Si tratta di un fenomeno in netta crescita, è incrementato fino a 500\$ miliardi di asset nel 2019 secondo il Global Impact Investing Network (GIIN). La domanda di questo tipo di fondi supera l'offerta secondo uno studio di oltre 5000 fondi di impatto da parte di Barber et al. (2015).

Il settore dell'impact investing ha approfondito la conoscenza delle metriche e dei dati di impatto. Mentre per quanto consta le pratiche di valutazione, lo sviluppo non è stato così ovvio e si tende a basarsi sul computo degli input e sullo story telling. Questo è un approccio davvero recente e non è ancora chiaro il nesso tra la prestazione finanziaria e quella d'impatto. Ci sono delle evidenze che potrebbero confermare che i rendimenti ricavati da questo tipo di investimento potrebbero essere quelli di mercato. Gli impact stock sono alimentati dai driver di valore che derivano dalla loro connessione con gli SDG, ossia i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile. In media le azioni che seguono tali obiettivi hanno i tassi di crescita più alti, maggiore redditività e un costo di finanziamento inferiore. Tale differenza rispetto alle politiche finanziarie tradizionali non è destinata a perdurare per sempre. Ci sono però anche degli studi come quelli condotti da Barber et al. (2020) che scoprono che i fondi ad impatto ottengono i rendimenti inferiori rispetto a quelli classici. La ragione per cui tale tipo di investimento continua a crescere è data dal fatto che la loro mancata redditività è contrabbilanciata dai loro obiettivi di sostenibilità. Una volta che le esternalità vengono interiorizzate il distacco sarà sempre minore.

Gli investimenti ad impatto hanno diverse avversità che intaccano il loro sviluppo. Un problema tra i più grandi ed evidenti è la mancanza dei dati e delle informazioni fornite dalle imprese sul loro impatto nell'ecosistema. Questo comporta la complicazione nella misurazione dell'impact investing. Poi un'altra questione è il fatto che la maggior parte degli investimenti veramente impattanti positivamente riguardano le medie e piccole imprese e non i grandi colossi che hanno molti più mezzi e potrebbero fare una palese differenza. Questo è il fenomeno di mancanza di scala corretta. Shramade (2017) evidenzia altre sfide che riguardano il fatto che le istituzioni non sono propense a cambiare e sono molto lente ad attuare la transizione ad una economia e società più sostenibili. Le strutture farebbero fatica a gestire un cambiamento di tale portata. Un'altra questione riguarda la percezione e i pregiudizi su questo tipo di approccio di investimento. È visto come nuovo e troppo innovativo e vi

è poca credibilità che esso porti a dei profitti reali. Vi è in più la difficoltà nel coordinamento dei diversi agenti che partecipano al processo di investimento. Nonostante tali difficoltà si sono sviluppate delle strutture per poter misurare l'effetto di tali investimenti come, per esempio, gli Equator Principles sviluppati dall'International Financial Corporation della banca mondiale per poter stimare i rischi sociali e ambientali.

Tutte queste strategie di investimento sono complesse e hanno bisogno per il loro utilizzo della disponibilità maggiore di dati e di informazioni e degli studi e ricerche che possono confermare le evidenze e rassicurare le imprese. Nonostante tali problematiche queste strategie sono state implementate dai detentori degli asset di investimento sostenibile globale per 30 trilioni di dollari nel 2018 (GSIA) e ciò è destinato solamente ad aumentare.

#### *1.4.7 Conclusioni e prossimi passi*

Data l'introduzione a quello che è la finanza sostenibile, la sua storia e il lungo cammino fattosi per trasformare il sistema economico tradizionale, è stato illustrato il concetto della responsabilità sociale delle imprese e dell'investimento socialmente responsabile. Il loro ruolo è vitale nell'integrazione tra la sostenibilità e la finanza. Sempre di più, infatti, vi è la tendenza tra gli attori economici a scegliere vie più responsabili nei loro affari. Le numerose strategie di investimento coscienzioso che sono state analizzate hanno bisogno degli strumenti finanziari di allocazione del capitale attraverso cui vengono messe in essere. Tali strumenti sono i fondi di investimento responsabili che a loro volta coinvolgono altri tipi di fondi impegnati nelle tematiche ESG come i fondi pensione e gli ETF, che saranno oggetto della sezione successiva di questo capitolo.

## **2 Fondi di investimento coinvolti nella sostenibilità**

Vi sono numerosi mezzi finanziari attraverso cui dar vita alla finanza sostenibili, ognuno con delle proprie caratteristiche e finalità. In questa sezione verranno discussi i fondi di investimento e il loro sbocco verso l'investimento di tipo coscienzioso. I fondi di investimento, di fatto, sono molto interessanti da esaminare in quanto la loro introduzione e il loro sviluppo è stato ciò che ha permesso negli anni '90 rendere il mercato finanziario molto più "democratico". Questi strumenti finanziari hanno garantito l'accesso al mercato finanziario ad una massa di individui che prima non ne aveva la possibilità. Questo mezzo di investimento a medio e lungo periodo è più che ottimo per i singoli, per esempio, attraverso i fondi pensione di cui si parlerà in seguito. Questo grazie ai costi ridotti e il fatto che non è implicata una vera e propria gestione del portafoglio. "Si delinea una tendenza a un maggior equilibrio tra sicurezza e redditività, come espressione della crescita del consumatore e dell'avvio di un processo non congiunturale di diversificazione del risparmio" (Cova e Galea, 2013, p 78). Inoltre,

i fondi di investimento sono i mezzi scelti con una certa preferenza dalle istituzioni. La normativa dell'UE illustra l'importanza degli stessi per mettere in atto investimenti socialmente responsabili. Dentro i fondi di investimento, infatti, vengono convogliati altri tipi di strumenti come azioni e obbligazioni.

Ci sono diverse tipologie di fondi di investimento che seguono il flusso della finanza sostenibile. Sono fondi che portano i loro investitori a ragionare nei termini delle tematiche ESG e di seguire le strategie esaminate prima. In questo paragrafo saranno esaminati in particolare tre tipi di fondi: Fondi di investimento socialmente responsabili, Fondi pensione in chiave ESG e gli ETF sostenibili.

## **2.1 Fondo di investimento socialmente responsabile**

### *2.2.1 Cosa sono i Fondi di investimento*

I fondi comuni di investimento sono dei mezzi di allocazione del capitale (Consob). Sono gestiti dalle società di gestione del risparmio (SGR). Queste utilizzano le somme raccolte dai piccoli e grandi risparmiatori per investirli in varie attività finanziarie come le azioni, titoli di stato, la liquidità, obbligazioni, ecc. Ogni risparmiatore ha diritti uguali grazie alla suddivisione dello stesso fondo in tante frazioni unitarie, le quote. Oltre alle SGR le stesse pratiche di investimento possono essere messe in essere dalle società di investimento a capitale variabile (SICAV) o a capitale fisso (SICAF). In questo caso però i soci non hanno delle quote del fondo ma sono propriamente soci della società con tutti i diritti ed obblighi che convengono. Ogni fondo si basa su una serie di caratteristiche fondamentali (Fidelity Italia):

- il fine e la politica di investimento con il focus sulle attività su cui sono mirati gli investimenti, regione geografica e il settore di attinenza;
- analisi costi-rendimento. Visto che i fondi hanno come vocazione la riduzione del rischio per gli agenti di investimento è molto importante l'indicatore sintetico di rischio. I suoi valori vanno da 1 (minimo rischio) a 7 (massimo rischio);
- costi, una serie di commissioni che riguardano la sottoscrizione, gestione, rimborso, prestazione, ecc. Comprendere le varie tipologie di costo e individuare dei modi per ridurli potrebbe fare differenza per il rendimento dello stesso fondo;
- redditività passata, ogni fondo deve riportare i rendimenti degli ultimi dieci anni. Queste informazioni devono essere prese in considerazione con la massima attenzione in quanto non sono l'indicatore certo dei possibili profitti futuri.

C'è una varietà di fondi comuni di investimento. Una separazione più generica riguarda la differenza tra i fondi aperti e i fondi chiusi (Consob). Quelli aperti possono essere implementati in qualsiasi momento e riguardano principalmente le attività quotate. Dentro questa tipologia di strumento

finanziario vi sono i fondi armonizzati che investono in via prevalente nei titoli quotati e seguono regole comuni. Questi a loro volta si dividono in azionari, obbligazionari, monetari e bilanciati (azioni ed obbligazioni). I fondi chiusi, invece, permettono di effettuare la sottoscrizione nel periodo di offerta e di ottenere il rimborso solamente alla scadenza del fondo. Quelli chiusi non presentano un'alta liquidità e sono per la maggior parte destinati al lungo periodo.

Vi sono dei vantaggi in questo strumento finanziario non indifferenti (Consob). Il primo è sicuramente la volontà e l'operatività del fondo stesso di limitare i rischi per i prestatori di capitali. Poi, l'amministrazione e la responsabilità della gestione del patrimonio sta ai veri professionisti del mestiere con delle provate competenze specialistiche. I fondi comuni promuovono la diversificazione degli investimenti, con il fine ovvio di ridurre il rischio ed accedendo ad opportunità altrimenti precluse per gli investitori singolarmente. Vi è una separazione tra il patrimonio della SGR e quello del fondo, ciò lo rende inattaccabile dai creditori della società. Vi è anche una garanzia dei controlli istituzionali effettuati sulla gestione del fondo da parte di Consob e Banca d'Italia, ma anche quelli interni effettuati dalla stessa società e dai revisori. Un altro vantaggio è l'accessibilità facilitata alle informazioni che permette una maggiore trasparenza dei fondi. Come in maggior parte degli strumenti finanziari però, la redditività delle attività su cui poggiano i fondi varia in base all'andamento dei mercati connessi.

### *2.1.2 Fondi di investimento socialmente responsabili*

Come già evidenziato prima, gli investimenti socialmente responsabili stanno avendo una vera e propria espansione nel settore finanziario. Ciò è possibile grazie ad una crescente richiesta da parte dei risparmiatori dell'opportunità di scegliere gli investimenti che hanno un impatto sull'ecologia, sulla povertà, e sull'oppressione dei diritti civili. Per questo motivo vengono creati dei nuovi fondi che permettono agli investitori di definire l'influenza dei loro investimenti che va oltre alla redditività finanziaria e che non vi siano degli impatti negativi.

I fondi di investimento socialmente responsabili, quindi, sono dei mezzi di investimento collettivi dove l'allocazione delle risorse finanziarie riguarda gli asset che rispondono ai criteri ambientali, sociali e di governance (Becchetti, 2015). Questa tipologia di fondi come i fondi comuni è mirata alla realizzazione dei rendimenti e con l'obiettivo di minimizzazione del rischio di portafoglio. I gestori di tali strumenti finanziari sono società amministrate in modo funzionale, con uno stabile governo societario e sono allineati con gli interessi degli investitori in modo tale da curare l'impatto sull'ecosistema e da moderare al minimo i rischi normativi e quelli reputazionali oltre a creare maggiore valore a lungo termine.

### *2.1.3 Nascita dei Fondi SRI*

Nella sezione 1.3.2. è stata già discussa la nascita dell'investimento sostenibile. I fondi di investimento socialmente responsabili, come strumenti finanziari, hanno avuto il loro sviluppo nell'era abbastanza recente (Morningstar, 2020). Il sentimento pubblico contro la Guerra del Vietnam e l'apartheid degli anni '70 fa sì che si arrivi alla nascita dei primi fondi comuni di investimento sostenibili sospinti anche dalla maggiore responsabilizzazione delle aziende. Nel 1971 Pax World crea il primo fondo di questo tipo ed è ancora possibile tutt'oggi investirci. Il lancio di questo strumento finanziario si deve a Luther Tyson e Jack Corbett, due ministri metodisti, alla ricerca di escludere le società che hanno a che fare con la guerra in Vietnam nei loro investimenti. Erano spinti dalla volontà di investire coerentemente con i valori personali e sollecitando a loro volta le aziende a fare lo stesso, progredendo in termini sociali ed ambientali. Il fondo era il primo best-in-class fund del suo genere. Un anno dopo Milton Moskowitz fa una lista di titoli socialmente responsabili per tener conto delle prestazioni rispetto ai primi fondi sostenibili. Negli anni seguenti le preoccupazioni ambientali (esempio: la fuoriuscita del petrolio della Exxon Valdez) e sociali (esempio: l'apartheid) incoraggiano l'incremento dei RSI.

Nel 1990 si assiste alla nascita del Domini 400 Social Index, oggi MSCI KLD 400 Social Index. È il primo indice per tracciare gli investimenti sostenibili. Nel 1994 il numero dei fondi con l'impronta ecologica e sociale raggiunge 26 unità con circa 1,9 miliardi di dollari. I fondi hanno avuto un'evoluzione e una crescita continua fino ad oggi grazie anche allo sviluppo dei rating per misurare la performance degli stessi come MSCI Inc, il Dow Jones Sustainability Index, Refinitiv ecc. Negli anni 2000 ci fu un balzo nella crescita dei fondi RSI in Francia grazie anche alla creazione di Fonds de Réserve des Retailers.

Il loro preponderante sviluppo è stato colpito in parte minore rispetto ai fondi tradizionali dalla recessione economica del 2008 e dalla crisi dovuta al Covid. Infatti, gli investitori sostenibili hanno sviluppato la consapevolezza di un portafoglio formato di attività resilienti e più vicini ai loro interessi e valori. È stata proprio la crisi a far emergere l'interesse negli Stati Uniti per i fondi ESG. Un'analisi di Morningstar evidenzia il record per i fondi sostenibili europei nel 2020 sia per i 233 miliardi di euro raccolti che in base alla crescita degli attivi sui fondi sostenibili + 52%. L'Unione Europea, infatti, guida lo sviluppo degli investimenti socialmente responsabili. Il mercato europeo dei fondi sostenibili è il più grande e diversificato. Il 76% di prodotti sostenibili è situato proprio nel continente europeo. Ma, anche il resto del mondo registra degli ottimi numeri nel 2020, gli investimenti sostenibili raggiungono il 36 % di tutte le attività gestite negli USA, Canada, Giappone ed Australia. Cercano di stare al passo anche gli stati in via di sviluppo asiatici. Il patrimonio globale dei fondi e degli ETF sostenibili ha raggiunto i 2 mila miliardi di dollari nel primo trimestre 2021, secondo le

stime di Morningstar. Questi valori sono destinati a crescere e subire un'accelerazione nella loro evoluzione indiscutibile in tutto il mondo; infatti, il tema ambientale e sociale è comune a tutti.

#### *2.1.4 Comparazione tra i Fondi tradizionali e quelli sostenibili*

Il confronto della performance tra i fondi comuni (FC) e quelli sostenibili (SRF) è stato oggetto di numerose ricerche, grazie anche al maggiore interesse sviluppatosi negli anni per il secondo tipo di strumento finanziario da parte degli investitori. I fondi convenzionali sono tradizionalmente mossi dallo scopo puramente economico di profitto. Quelli sostenibili, invece, hanno all'interno anche una serie di motivazioni ed obiettivi riguardanti il tema sociale ed ambientale. Il dover considerare delle tematiche differenti aggiuntive e l'assorbimento delle esternalità negative porta i fondi sostenibili a sostenere dei costi maggiori (Bacchetti, 2015). Il primo costo rilevante, fra i tanti, rappresenta il dover reperire delle informazioni riguardanti la responsabilità sociale e ambientale delle azioni investibili. Questo costo è molto consistente perché presuppone da parte dell'investitore una serie di analisi. Quest'ultima si concentra sulla valutazione dei rating esterni e della rendicontazione sociale interna delle aziende, sullo studio delle loro matrici di materialità e sulle informazioni sulle controversie predisposte dai media. Tutto ciò ha un prezzo sia in termini di denaro che di tempo. Al confronto, i gestori di FC non lo hanno. Il secondo riguarda le possibilità di diversificazione che non si è potuto sfruttare, visto l'investimento con il fine di sostenibilità. Mettendo in essere tutte le strategie di cui si è parlato precedentemente si introducono dei vincoli alla scelta dei titoli. Queste limitazioni compromettono la minimizzazione ottimale di varianza del portafoglio costituito da tali azioni con la conseguenza che la frontiera efficiente del portafoglio è inferiore rispetto a quella degli investimenti tradizionali. Tale costo però è quasi evitabile quando vi è un grande mercato costituito da una moltitudine di titoli che porta ad una maggiore diversificazione anche coi vincoli ecosostenibili. Ciò permette anche di diminuire la rischiosità per gli SRF ingrandendo l'universo investibile. Il terzo onere sta al fatto che nel momento in cui dei titoli costituenti l'investimento del fondo non corrispondono alle metriche di sostenibilità, il gestore dello stesso li deve vendere perdendo il potenziale rendimento di quei titoli. Anche se vi sono queste sfumature negative, le ricerche facendo l'analisi dei costi-rendimenti di SRF e di FC trova dei risultati discordanti. Secondo alcuni non ci sono differenze significative tra i rendimenti dei fondi sostenibili e quelli tradizionali (Bauer et al., 2005). Altri hanno visto una sovraperformance dei titoli sostenibili rispetto a quelli non (Galema et al., 2008). Ci sono ricerche che indicano che la performance degli SRF sono determinate in via principale dalle strategie di investimento utilizzate. Un'evidenza condivisa è che i fondi socialmente responsabili e quelli tradizionali hanno una differente esposizione al rischio e che i primi siano più orientati alla crescita che al valore. In ogni modo, i risultati contrastanti della mancanza di predominio



sulla prestazione di un tipo di investimento sull'altro sono dovuti al fatto che anche se SRI comporta dei costi, questi possono essere controbilanciati da vari benefici. Per questo il rendimento dei SRF si avvicina così tanto a quello dei Fondi comuni. Il maggior onere deriva dalla volontà di portare ad una maggiore soddisfazione i stakeholders. Ciò non è possibile senza un incremento di costi per l'impresa. Dal punto di vista sociale gli investimenti socialmente responsabili stimolano la produttività di lavoro grazie alle migliori politiche salariali ed equità di genere, pensiero, religione ecc. e alla relazione positiva tra i valori aziendali e quelli dei dipendenti. Dal punto di vista socio-ecologico la responsabilità ambientale dell'impresa può migliorare la reputazione aziendale ed evitare le dispute con gli stakeholder. Dal punto di vista ambientale potrebbe incidere in modo positivo sulla transizione energetica rendendola più efficiente ed ottenendo un vantaggio competitivo in tale contesto. Di conseguenza, se i costi analizzati vengono compensati dai benefici descritti si ha un effetto finanziario neutro con la conseguente mancata differenza tra la performance dei fondi. Lo studio (Bacchetti, 2015) documenta che l'assenza di una posizione dominante precisa è data dalle numerose variazioni tra gli alfa di Jensen dei fondi sostenibili e che il costo di diversificazione del portafoglio in realtà non è incisivo nel caso degli investimenti mirati alla sostenibilità. Tirando le conclusioni si stabilisce che maggiori costi dovuti all'impegno sostenibile sono in realtà non incisivi oppure sono riequilibrati dagli effetti positivi di tali investimenti in termini di maggiore produzione, maggiore appagamento dei diversi soggetti che si relazionano con l'impresa, impatto ecologico positivo ecc.

## **2.2. Fondi pensione nell'ottica ESG**

### *2.2.1 I Fondi pensione*

Sono degli strumenti di investimento collettivo che si occupano della raccolta delle somme da parte dei lavoratori e/o i loro datori di lavoro e si impegnano ad allocare il denaro accumulato in prodotti finanziari (Borsa italiana). Lo scopo del fondo pensionistico è l'erogazione della prestazione, consistente in una rendita o capitale, quando il lavoratore conclude la sua vita lavorativa. Si tratta di una forma pensionistica complementare nata nel mondo anglosassone. La gestione del fondo viene affidata ad un'istituzione che può essere una banca, SIM, SGR oppure una società assicurativa oppure imprese di investimento. Tale tipo di investimento ha un orizzonte temporale di lungo periodo. La distribuzione dei trattamenti collegati al fondo avviene dopo il raggiungimento di precise prerogative riferite all'età e al contributo di partecipazione. Vi sono differenti comparti di investimento che possono avere diversi livelli di rischio che li caratterizza. Le linee di investimento sono quelle generali: garantito, azionario, obbligazionario e garantito. Si assiste ad uno sviluppo imponente di questa forma di fondo che è sempre più dominante nei mercati dei capitali, causa anche l'incertezza

delle forme previdenziali statali. Questi organismi amministrano grosse quantità di denaro che potrebbero essere impiegate sempre di più negli investimenti di dimensione ESG.

### *2.2.2 Fondo pensione sostenibile*

Gli SRI oltre ad influenzare i fondi comuni di investimento, hanno un ruolo non indifferente nei fondi pensione (Saheli, 2019). Si tratta sempre di gestione ed investimento di capitale ai fini oltre che economici anche ambientali e sociali. È molto importante per tali organismi una forte logica finanziaria portatrice di vari mezzi materiali ed immateriali che potrebbero essere incorporate in una moltitudine di progetti con diversi obiettivi finali. La più grande associazione internazionale di sindacati nel 2007 si è espressa a favore di investimenti socialmente responsabili. “I fondi pensione, i loro amministratori e gestori di fondi devono includere nel loro processo decisionale di investimento l'impatto, sia positivo che negativo, dei loro investimenti sui lavoratori, le comunità e l'ambiente” (TUAC, 2007). Sono proprio i lavoratori e i sindacati che hanno avuto una veste molto rilevante nella diffusione di pratiche di investimenti socialmente responsabili in quanto il loro ruolo in molteplici fondi pensione (Yan et al., 2019), I gestori dei fondi, avvocati e gli accademici stanno discutendo sulla dimensione in cui i fondi pensione dovrebbero socialmente responsabili nelle loro pratiche di investimento. Di fatto, la responsabilità legale dei fondi pensione è quella di gestire i risparmi dei propri investitori nei loro più vantaggiosi interessi definiti come quelli finanziari. Ma, in realtà, i beneficiari dei fondi pensione sono coinvolti anche in altre dinamiche come quelle etiche, sociali ed ambientali. essendo più vincolati rispetto ai fondi comuni causa la loro esposizione al vaglio pubblico, fanno attenzione alle “sin” stocks. Preferiscono, quindi, le categorie di portafoglio coi fini di benessere sociale, promozione delle diversità, l'inclusione, salute la sicurezza ambientale. I fondi pensione in questo momento storico stanno diventando dei grandi proprietari di società con un patrimonio molto ingente alle spalle destinato ad orizzonte di lungo termine e per questo escogitano dei piani per coinvolgere gli azionisti nelle tematiche sostenibili e mitigare il rischio reputazionale. Infatti, le violazioni ESG vanno a danneggiare il fondo ma anche gli azionisti connessi ad esso. Per l'analisi di questa tipologia di fondo è di grande interesse come l'investitore riceve le informazioni ed i dati sulle politiche e pratiche aziendali relativi agli ambiti ambientali e sociali e sulle controversie riguardanti tali tematiche e come l'investitore in base a queste evidenze cerca di agire dimostrando la sua attenzione riguardanti le dimensioni ESG. L'argomento SRI per i fondi pensione è molto studiato sia internamente al settore che attraverso diverse ricerche esterne. I fondi pensione socialmente responsabili hanno già un'intensa implementazione che è destinata solo ad aumentare.

## **2.3 ETF e la sostenibilità**

### *2.3.1 Gli ETF*

Gli Exchange Traded Funds sono fondi oppure SICAV caratterizzati da minori commissioni di gestione rispetto alle altre tipologie di fondi. Sono negoziati in borsa a parità delle normali azioni. Il loro obiettivo principale è quello di replicare fedelmente l'andamento di indici azionari, obbligazionari o di materie prime con la conseguenza di rendimenti pressoché uguali (Borsa italiana). Negli anni questi strumenti finanziari hanno acquistato sempre più interesse sia da parte degli investitori finanziari che quelli retail. Le loro caratteristiche più salienti sono molto importanti per il loro sviluppo e la diffusione. La prima è la semplicità, in quanto gli ETF sono degli strumenti passivi vanno a replicare la prestazione dell'indice collegato. In tal modo gli investitori hanno un immediato sbocco sul mercato di interesse e sulla strategia contemplata. La seconda è la trasparenza poiché permettono agli investitori di conoscere in modo totale il profilo rischio-rendimento e il prezzo aggiornato continuamente consente di sapere sempre il valore dell'investimento. Gli ETF sono anche flessibili perché non hanno una data di scadenza, sono quotati in Borsa e sono modulabili in funzione di differenti orizzonti temporali. Un'altra qualità è l'economicità che permette a questi organismi finanziari a gestione passiva di abbattere gli oneri di una gestione attiva. Sono anche caratterizzati dall'abbattimento del rischio emittente in quanto nella possibilità di insolvenza della società gestore del fondo, il valore del patrimonio dell'ETF rimane uguale. Questo strumento è innovativo e sofisticato e propenso alle continue evoluzioni, anche nel tema della sostenibilità.

### *2.3.2 ETF sostenibili*

Come specificato nella definizione di cosa fosse un ETF, tali strumenti finanziari si concentrano sulla gestione passiva del portafoglio con la replicazione del profilo di rischio dell'indice (Borsa italiana). Per poter conseguire un extra rendimento e mossi anche dai valori personali, gli investitori potrebbero diversificare il proprio portafoglio con dei titoli ESG. Tale selezione a questo punto è attiva e viene combinata con quella passiva degli ETF. La meta di questa unione è quella di avere un alfa, ossia il rendimento extra rispetto all'indice di mercato, positivo e tracking error, cioè della differenza della prestazione dei titoli rispetto al benchmark di riferimento, sempre basso. Lo scopo è quello di massimizzare le possibilità di maggior rendimento mantenendo il rischio più basso possibile. Un approccio seguito per esempio da JP Morgan. Un'altra probabile soluzione è quella degli investitori che vanno a replicare gli indici che sono incentrati sulla sostenibilità. Alcuni soggetti, infatti, perseguono i propri interessi nell'ambito della protezione sociale, ambientale e di governace anche nella scelta di dove allocare il proprio denaro. Tutto ciò mettendo tra gli input più rilevanti la sostenibilità facendo un'analisi molto rigorosa dei fattori ESG ed applicando le strategie relative alle

dimensioni sostenibili. Nel momento in cui si fa la scelta di scegliere proprio questo strumento finanziario nell'ottica ESG bisogna fare attenzione al tema della trasparenza, dei veri obiettivi e del cammino degli ETF nella transizione sostenibile. Ciò, in quanto, visto che gli indici sono meno costosi da replicare, hanno meno limiti regolamentari rispetto agli altri benchmark comuni.

### *2.2.3 L'importanza della trasparenza nei Fondi sostenibili*

La diffusione degli investimenti e fondi ESG deve essere supportata dalla maggiore trasparenza per quanto riguarda le pratiche di investimento, le strategie, i prodotti e l'effetto degli investimenti sostenibili sia sui portafogli che nel mondo reale. Servono dei criteri più precisi e definiti in termini dell'effettiva qualifica dell'investimento come "sostenibile". Per questo le autorità di vigilanza europee hanno pubblicato una dichiarazione in cui si stabilisce che le società di fondi devono predisporre una quantificazione esplicita della misura in cui i loro prodotti sono allineati alla tassonomia, ossia quanto possono essere considerati sostenibili, di cui si parlerà nel Capitolo 2.

Vi è un bisogno anche di metriche e di parametri di rating basati sui requisiti omogenei e non differenti com'è attualmente (Billio M., 2021). Inoltre, è veramente rilevante la reportistica dei gestori che deve essere chiara e contenere tutte le informazioni necessarie allo scopo conoscitivo degli stakeholders. Questi ultimi devono essere al corrente circa i dati sulla responsabilità sociale ed ambientale delle imprese. Vi è necessità di una comunicazione più limpida sull'integrazione delle dimensioni ESG nelle scelte di investimento dei fondi. Devono essere identificati in modo trasparente gli obiettivi di sostenibilità e deve essere possibile verificare se le decisioni assunte siano state prese con il fine di efficienza ed efficacia. Queste ultime devono essere basate su informazioni più complete ed attinenti agli aspetti sia tangibili che non dell'investimento ESG. Ruolo dei gestori dei fondi di investimento socialmente responsabile è quello di captare in maniera integrale ogni specie di rischio finanziario ed extra-finanziario. In uno dei documenti che si riferiscono ai fondi sostenibili dell'SGR Degroof Petercam viene indicato che uno dei problemi per l'adozione dei SRI è proprio la scarsa disponibilità e la qualità dei dati extra-finanziari soprattutto per gli emittenti non quotati.

In ogni caso, i miglioramenti, grazie allo sviluppo della normativa sempre più mirata e completa, sono più che notevoli. Infatti, grazie al sostegno di un forte blocco normativo, e in particolare del Sustainable Financial Disclosure Regulation (SFDR) e Tassonomia dell'Unione Europea di cui si parlerà nel secondo capitolo, L'Europa ha visto una forte crescita piuttosto costante delle attività dei fondi sostenibili negli ultimi due anni, tranne il primo trimestre del 2022, come riferisce il report di Morningstar di marzo 2022. Inoltre, una normativa chiara è fondamentale per contrastare il fenomeno di Greenwashing e i rischi che ne derivano di cui si parlerà nel prossimo capitolo.

## **Capitolo II: il Greenwashing e la regolamentazione di contrasto**

Un fenomeno che costituisce un passo indietro nella transizione sostenibile della finanza è il Greenwashing. Si tratta di una pratica di comunicazione scorretta che presenta diverse sfaccettature. Il Greenwashing può essere relativo ai processi aziendali, ai prodotti delle imprese oppure al mercato finanziario. Esso comporta diversi rischi di esternalità negative relativi alla fiducia dei consumatori, alla reputazione aziendale e alla diffusione dello stesso anche tra le imprese responsabili. Vi sono diversi mezzi normativi per poter contrastare tale fenomeno che spaziano dalle autocertificazioni ai Regolamenti Europei. I più importanti, prodotti del Piano d’Azione Europeo, sono il Regolamento 2020/852 e i relativi atti delegati e il Regolamento 2019/2088. Entrambi sono fondamentali per la comprensione di ciò che è “sostenibile” dal punto di vista normativo e per poter classificare in modo corretto, nella graduatoria di sostenibilità, gli strumenti finanziari. Verranno analizzati entrambi, soprattutto nelle parti che riguardano più specificamente gli investimenti socialmente responsabili.

### **1 La pratica di Greenwashing e i modi di contrastarlo**

In questo paragrafo verrà trattata la pratica di Greenwashing e verranno indicati i vari rischi che essa comporta. Si parlerà dei vari punti da analizzare per poter riconoscere tale fenomeno sia dal punto di vista aziendale, sia relativamente al mondo finanziario. Inoltre, si parlerà di come poter far fronte al Greenwashing con diversi strumenti come, per esempio, le etichette ambientali volontarie di prodotto e le normative antecedenti alle specifiche leggi sulla sostenibilità emanate negli ultimi anni, basate sulla corretta comunicazione pubblicitaria e di marketing.

#### **1.1 Greenwashing**

##### *1.1.1 Cos’è*

Le attività di CSR possono avere degli impatti favorevoli sull’immagine dell’impresa (Martinez-Ferrero, 2016), sulla posizione di mercato (Lev, 2010), sul costo di finanziamento (El Ghouli, 2011) e il valore dell’impresa (Arouri e Pijourlet, 2017). Nel capitolo precedente si è visto che vi sono spinte all’incremento degli investimenti socialmente responsabili e la domanda di prodotti ecosostenibili è cresciuta in modo esponenziale. Infatti, sempre più frequentemente i consumatori e gli investitori si rivelano più attenti all’ambiente che all’aspetto economico, prediligendo le società più ecologiche e con l’impatto positivo sulla collettività oppure i fondi di investimento sostenibili. Questo aumento è accompagnato dall’espansione dei rapporti informativi di stampo sociale ed ambientale. Il documento del Governance and Accountability Institute riferito all’anno 2019 indica che il numero di società di S&P 500 che producono documentazione con scopo informativo sulla sostenibilità delle stesse è aumentato dal 20% all’86% tra 2011 e il 2018. Tale “green communication” ha il ruolo di illustrare

gli aspetti economici e finanziari attraverso la rendicontazione non finanziaria, oltre alle informazioni più pratiche come i materiali impiegati, il rapporto con gli impiegati e il tipo di energia utilizzata e anche i valori propri dell'azienda in esame. Questa tendenza è seguita anche dalle imprese non propriamente coscienziose che cercano di divulgare delle informazioni strategiche per apparire più verdi di quanto lo siano nella realtà. Le aziende variano strategicamente i tipi e la quantità di informazioni che espongono al pubblico (Abrahamson e Park, 1994). Tale pratica è chiamata "greenwashing". Nel dettaglio, un'azienda attua greenwashing quando mostra delle prestazioni ambientali e sociali positive, tenendo nascoste quelle negative, dimostrandosi nel complesso sostenibile (Lyon e Maxwell, 2011). "la diffusione pervasiva delle tendenze razionalizzatrici nella società, come la... crescente enfasi sulla responsabilità e la trasparenza, ha [portato a] pressione crescente sulle organizzazioni affinché allineino le loro politiche e pratiche e si conformino alle pressioni in una gamma in espansione di domini" (Bromley e Powell, 2012, pp483).

Per poter riconoscere tale strategia vi sono diversi punti a cui far attenzione come indicato in un articolo di "quifinanza" (Maisto, 2021):

- Comunicazione scorretta con linguaggio vago, generico e poco trasparente per i clienti;
- Indicazione reticente e omissiva dei dati, senza un vero e proprio riferimento all'interessa del processo produttivo oppure mancata dimostrazione delle prestazioni sostenibili dei prodotti definiti tali;
- Promozione delle iniziative di incremento delle aree forestali senza metterci l'impegno necessario;
- Far pubblicità all'abbattimento dell'inquinamento e alla riduzione dell'uso e della produzione di sostanze inquinanti attraverso delle campagne false.
- Pubblicare dei documenti con i dati e le informazioni non veri, comprovati con delle autocertificazioni e non dagli enti autorevoli.

All'inizio del 2021 la Commissione europea e le Autorità nazionali di tutela dei consumatori e altre istituzioni internazionali, sotto il coordinamento delle IPCEN (Consumer Protection and Enforcement Network) hanno condotto un'indagine sulla pratica del Greenwashing attraverso le analisi dei siti web delle varie società che proclamano la loro dedizione alla sostenibilità. In tutto circa il 42% dei casi le affermazioni delle imprese sono risultate ingannevoli e non veritiere essendo vaghe e generiche e non avendo un fondamento di prove a sostegno delle stesse.

### *1.1.2 I rischi connessi*

Vi possono essere degli impatti negativi che tale politica di mercato può provocare. Uno di questi è la perdita di fiducia dei clienti e degli investitori. Una volta che questi ultimi si rendono conto dell'inganno è molto difficile, se non impossibile, riabilitare la reputazione e l'immagine dell'impresa

oppure del fondo di investimento se si tratta di investimenti. In questo caso, il danno in termini economici e finanziari sarà nettamente maggiore rispetto agli eventuali benefici, come riferiscono le ricerche (Du, 2015). Tale perdita sarà maggiore se si tratta di un panorama altamente competitivo e dove i clienti hanno maggiori possibilità a scegliere il concorrente rispetto all'azienda colpevole di Greenwashing.

Il secondo rischio, che riguarda le aziende colpevoli, è quello di azioni private o pubbliche dei consumatori mirate al boicottaggio dei prodotti e delle attività delle imprese anti-etiche che portano alla maggior attenzione, di un numero più alto di persone, della scorrettezza dell'impresa (Arouri, 2021). Questo comporta dei danni quasi irreparabili alla reputazione delle società con degli impatti negativi sulle vendite, sul marchio stesso della società, sul valore dell'azienda in termini di prezzo di azioni oltre che alla perdita dei clienti (Ecker, 2017).

Un altro fattore negativo è dato dal fatto che un'impresa con una CSR elevata potrebbe chiedere al mercato un prezzo maggiore per i propri prodotti se gli attori del mercato sono interessati alle dinamiche ESG. L'azienda di Greenwashing potrebbe imitare il prezzo, facendo intendere ai consumatori di avere un prodotto di alta qualità. Un'elevata pressione competitiva, quindi, potrebbe alla diffusione di tale pratica (Shleifer, 2004). Infatti, le imprese potrebbero farsi concorrenza producendo delle pubblicità ingannevoli per migliorare la loro immagine agli occhi dei consumatori. Ciò potrebbe portare anche delle imprese "oneste" sulla via dell'inganno per poter sopravvivere.

Per arginare tali rischi vi sono più fronti. Una prima soluzione potrebbe consistere nell'aumentare gli incentivi per l'attuazione della CSR da parte delle imprese attraverso la riduzione dei costi (Lee, Cruz e Shankar, 2018). Questa strategia potrebbe essere attuata dai governi attraverso i sussidi, sviluppo di nuove tecnologie ambientali e le opportunità di collaborazione. Il mancato rispetto dell'ambiente è dovuto per lo più dall'elevato costo dell'attuazione della responsabilità sociale delle imprese (Lee et al., 2018). Diminuendo l'onere per le aziende, esse riuscirebbero a massimizzare i loro profitti e questo funzionerebbe come un incentivo più che valido per diventare ecologiche e portatrici del benessere sociale.

La seconda soluzione è quella di regolamentare la pratica di Greenwashing (Dahl, 2010) con l'introduzione delle norme a contrasto con esso e mirate ad aumentare il livello di consapevolezza delle informazioni in possesso dai consumatori di cui si parlerà nei seguenti paragrafi.

### *1.1.3 Greenwashing finanziario*

Le istituzioni politiche e finanziarie riconoscono il rischio di un'altra tipologia di Greenwashing che non riguarda le aziende ma i detentori dei prodotti finanziari. Il Think tank "Influence Map" nell'agosto 2021 in un report ha pubblicato i risultati di uno studio effettuato su 723 fondi azionari

ESG ed è risultato che il 71% di questi fondi non è allineato con gli obiettivi ecologici dettati dall'Accordo di Parigi oppure che le imprese hanno la maggior parte degli attivi legati ai combustibili fossili. Tale differenza tra le intenzioni basate sulle dinamiche ESG degli investitori e le scelte di investimento dei fondi ha diverse cause. Innanzitutto, i gestori dei fondi raccolgono i punteggi ESG dalle società di rating specializzate per poter valutare gli investimenti sostenibili. Tali punteggi sono diversi tra i diversi fornitori dei rating in quanto si basano su criteri e metodologie molto diverse e personali per ciascuna società di analisi. Oltre a ciò, spesso gli amministratori dei fondi, come riferisce il sito di Rete Clima, producono delle valutazioni senza una consultazione esterna e le stesse non sono molto affidabili. Utilizzano, quindi, dei propri criteri di selezione, propri pesi e le proprie misure per costruire il portafoglio di investimenti socialmente responsabili. Ciò porta a delle scelte che possono essere non esattamente sostenibili in ottica ESG ma vengono presentate come tali. Per impedire il fenomeno di Greenwashing finanziario i legislatori devono fornire delle regole condivise. “Difficilmente il settore finanziario privato farà abbastanza se lasciato da solo. Molti degli investimenti cruciali di cui abbiamo bisogno sono di lungo periodo e i mercati finanziari spesso si concentrano sul breve termine [...] Visto che i mercati sono miopi, devono intervenire i supervisori, per esempio le banche centrali” ha affermato in un articolo l'economista Stiglitz, J. nel 2021. Gli interventi della piattaforma legislativa ci sono stati e verranno illustrati nei paragrafi successivi.

## **1.2 Contrasto del Greenwashing**

### *1.2.1 Etichette ambientali*

Per arginare gli impatti negativi della pratica di Greenwashing sono state create delle certificazioni ambientali di prodotto e di processo che portano all'individuazione della vera natura sostenibile o meno di questi ultimi. I marchi ambientali aiutano a rendere il consumatore più informato e più sensibile al tema della sostenibilità facilitando la comunicazione tra i produttori e i clienti. La norma internazionale ISO 14020 nata nel 2016 classifica le etichette ambientali di natura non obbligatoria in tre tipologie (Biron, 2020):

- Etichette ambientali di tipo I (ISO 14024): il marchio viene concesso solo ai prodotti che hanno un minimo impatto ambientale ed è conseguibile unicamente grazie alla certificazione di un ente terzo ed indipendente privato o pubblico.
- Etichette ambientali di tipo II (ISO 14021): auto-dichiarazioni fornite dai produttori, importatori o distributori. Riguardano le caratteristiche ecologiche del prodotto e devono essere specifiche, verificabili e non ingannevoli. Le metodologie usate devono essere verificate e provate su basi scientifiche.



- Etichette ambientali di tipo III (ISO 14025): le c.d. “Dichiarazioni Ambientali di Prodotto” (DAP oEPD) che forniscono informazioni sui beni e i servizi relative ai potenziali effetti negativi ambientali riferiti all’intero ciclo di vita. Esse sono controllate da un organismo accreditato ed indipendente. Le certificazioni ambientali non sono sufficienti anche perché sono volontarie. Vi è il bisogno della normativa di portata internazionale e nazionale per combattere la pratica scorretta di Greenwashing e prevenire il suo sviluppo.

### *2.1.2. Normativa presente*

Non vi è ancora una regolamentazione a sé stante della comunicazione della sostenibilità ma vi sono delle norme e degli organismi a cui si può fare riferimento nella battaglia al Greenwashing. Al livello mondiale sin dal 1919 esiste ICC (Camera di commercio internazionale) con il suo “Code of advertising and marketing communication practice” (Codice di pubblicità e delle pratiche di comunicazione di marketing). Essa ha il compito di promuovere l’espansione degli standard etici elevati nel settore della pubblicità e di marketing (Paggi, 2021).

La direttiva europea 29/2005 (Direttiva 29/2005, Parlamento Europeo, 2005) si occupa di disciplinare le pratiche commerciali sleali tra aziende e consumatori nel mercato interno ed aumentare il livello di tutela dei clienti. Non cita esplicitamente il Greenwashing oppure la comunicazione di sostenibilità, però i seguenti regolamenti attuativi mettono in evidenza che gli utenti possono optare se prendere in considerazione anche i vantaggi ambientali nel loro processo decisionale di compravendita per cui la comunicazione deve essere comprensibile, accurata e non ambigua.

L’Unione Europea negli ultimi anni ha creato una normativa stringente su quello che può essere definito “verde” per evitare le trappole del Greenwashing. I suoi principali strumenti a tal fine sono la “Tassonomia UE” e il regolamento SFDR che verranno argomentati nei paragrafi seguenti e che sono il prodotto del Piano d’Azione per la finanza sostenibile dell’UE.

## **2 Tassonomia Europea**

### **2.1 Il piano d’azione per la finanza sostenibile**

Per riuscire ad integrare il concetto di sostenibilità nella sfera finanziaria vi è la necessità di avere una pianificazione specifica delle azioni da compiere e dei mezzi da utilizzare. Ricopre un ruolo essenziale la normativa incentrata sul tema, che deve essere chiara ed onnicomprensiva. Il 31 gennaio 2018 a Bruxelles, un gruppo di esperti sulla finanza sostenibile, ha definito il progetto per un’economia più “green” e per la spinta agli investimenti socialmente responsabili. Tale disegno è stato accolto con gradimento da parte della Commissione Europea in quanto avere chiare le strategie di attuazione della finanza sostenibile è la chiave per perseguire gli obiettivi dell’accordo di Parigi e

dell'Agenda UE per lo sviluppo sostenibile. L'istituzione si è resa disponibile, quindi, a normare e chiarire il concetto di investimento coscienzioso, ponendo attenzione agli obiettivi di quest'ultimo, ai costi e ai vantaggi.

La tabella di marcia presentata dagli esperti si propone di indicare come il sistema finanziario potrebbe intervenire per realizzare la transizione ecologica, economica ed energetica oltre che cercare di migliorare il benessere sociale degli individui. Gli interventi da farsi sono:

- Specificare con chiarezza cosa significa la “sostenibilità” e il “prodotto sostenibile” per quanto riguarda le sfere economica, politica, ecologica, sociale e normativa. Per far ciò è necessario creare i criteri di classificazione, rinchiusi dentro a “Tassonomia”. Quest'ultima intesa come fondamentale per la manifestazione delle informazioni e dei dati all'interno e all'esterno dei sistemi considerati;
- Mettere in chiaro gli obblighi degli investitori nella sfera sostenibile. Questo perché il trade-off tra i rendimenti e sostenibilità esiste e quindi è impensabile che la responsabilità sociale ed ambientale sia considerata un obiettivo da tutti. Per tale motivo deve essere messa come un obbligo;
- Aiutare le imprese e gli organismi finanziari nella integrazione delle ragioni coscienziose nella scelta degli investimenti da attuare attraverso il miglioramento della comunicazione delle informazioni;
- Dare vita ad un contrassegno dell'Unione Europea per i fondi sostenibili di origine europea;
- Includere l'obbligo “verde” come sfera di influenza delle autorità europee di vigilanza;
- Realizzare una normativa più precisa riguardante i “Green Bond” europei.

Il Piano d'Azione sulla finanza sostenibile è stato pubblicato l'8 marzo 2018. La Commissione Europea tramite lo stesso ha introdotto delle misure che si concentrano su tre macroaree. La prima è quella di orientare i flussi di capitali verso gli investimenti sostenibili attraverso l'introduzione di strutture e strumenti più efficienti. La seconda è quella di gestire in modo corretto i rischi finanziari relativi al clima e all'ambiente. La terza è quella di migliorare la trasparenza e l'approccio di lungo periodo dei prodotti finanziari.

### *2.1.1 Le azioni dell'Action Plan*

Le azioni su cui si concentra l'Action Plan sono dieci. Ai fini di questo elaborato le più rilevanti ai fini degli investimenti sostenibili:

- Azione 1: creare un sistema unificato a livello dell'Unione Europea di catalogazione delle attività sostenibili.

- Azione 4: integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria. Questo vuol dire che in fase di raccomandazione dei prodotti finanziari e assicurativi i consulenti devono dare preferenza a quelli che appartengono alla sfera sostenibile.
- Azione 7: chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività. Per evitare che gli investitori istituzionali e privati non tengano conto adeguatamente dei fattori e dei rischi di sostenibilità nel processo decisionale deve essere imposto loro esplicitamente l'integrazione della sostenibilità nel processo di scelta e della gestione degli investimenti. Inoltre, è necessario incrementare la trasparenza nei confronti dei consumatori finali per quanto riguarda i loro rischi ed impatti ambientali e sociali.
- Azione 9: rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile. Essa è importantissima per gli investitori ai fini della valutazione dell'esposizione delle società alle dimensioni ESG. Ciò vuol dire che deve essere il più possibile chiara e trasparente. Inoltre, si deve fare in modo che i principi contabili incoraggino gli investimenti coscienti a lungo termine.

Con questo piano d'azione la Commissione Europea pone in rilievo il ruolo essenziale che la finanza svolge per raggiungere gli obiettivi di carattere ecologico e sociale. Tra i più importanti ci sono quelli del Green Deal europeo. Quest'ultimo è il Patto Verde europeo composto da una serie di iniziative volte a trasformare le politiche dell'UE in ambiti di energia, trasporti e fiscalità in modo da diminuire le emissioni di CO2 significativamente entro il 2030 (55%) e per arrivare alla neutralità climatica entro il 2050. L'Unione Europea va a ricoprire una posizione determinante nel percorso di transizione delle imprese europee verso un'economia "green" aiutandole dal punto di vista regolamentare e cercando di minimizzare per esse gli impatti negativi per la stabilità finanziaria connessi alle dinamiche ambientali e sociali. In ogni modo, l'UE non può farcela da sola ma ha bisogno di un aiuto coordinato al livello mondiale di tutti gli altri attori economici come i singoli Stati, i privati, gli organismi di vigilanza ed altri. Tanto è vero che il costo dell'impegno della riduzione dell'impatto ambientale e della transizione alla neutralità carbonica ha un costo elevatissimo, non raggiungibile solo con i fondi pubblici (Etica Sgr, 2022). Sono necessari i capitali privati. Tale necessità rende la finanza sostenibile lo strumento principe per lo sviluppo economico sostenibile. Il perno del lavoro della Commissione europea attorno alla finanza con finalità ESG è la "Tassonomia".

## **2.2. Tassonomia**

Uno dei principali obiettivi dell'Unione Europea come riporta il sito ufficiale di Commissione europea, è quello di guidare l'afflusso di denaro investibile nei progetti sostenibili. Per arrivare a questa meta vi è la necessità di avere un linguaggio comune e una precisa definizione di ciò che può

essere chiamato “sostenibile”. Ciò anche ai fini di evitare di destinare gli investimenti a dei disegni di progetti che si definiscono tali mentre sono ben lungi da esserlo - nascoste manifestazioni di greenwashing. Per tale scopo è stata creata, con l'intervento del Parlamento e della Commissione Europea, la “Tassonomia dell'UE” (Regolamento UE 2020/852), prevista dall'Azione 1 dal Piano d'Azione Europeo ed in vigore dal 13 luglio 2020. Essa è un mezzo di classificazione che predispone un elenco di attività economiche ecosostenibili. Prima, infatti, i criteri e le metodologie di definizione della “sostenibilità” erano differenti tra i gestori finanziari e non comparabili. Tale regolamento risolve la questione rendendoli universali. Ha l'intento di aiutare l'Unione Europea ad aumentare gli SRI da parte degli investitori privati ed istituzionali e la responsabilizzazione sociale delle imprese. La Tassonomia, secondo il Forum per la Finanza Sostenibile, è una guida:

- Per le imprese, per poter dare una valutazione alle proprie attività, concepire le proprie procedure aziendali in ottica di una maggiore sostenibilità e per fornire ai clienti, fornitori e altri operatori economici i rendiconti ed altre informazioni in modo più chiaro e completo;
- Per gli investitori, per includere la sostenibilità nelle politiche di investimento e per far sì che si rendano conto dell'impatto ambientale e sociale dei loro investimenti. Inoltre, attraverso una maggiore chiarezza sul concetto di “sostenibile”, dà ai detentori dei capitali destinati all'investimento una maggiore sicurezza, soprattutto dinanzi al pericolo di Greenwashing;
- Per le istituzioni pubbliche, per servirsi del Regolamento 2020/852 per determinare ed affinare le proprie pratiche mirate alla transizione ecologica.

### *2.2.1 Il Regolamento 2020/852(UE)*

Il Regolamento della Tassonomia europea è composto da 27 articoli. Qui di seguito verrà discusso il contenuto di alcuni, i più rilevanti ai fini della comprensione degli investimenti socialmente responsabili e delle logiche di eco sostenibilità che vi sono dietro.

L'articolo 1, tratto dal Regolamento 2020/852, indica i criteri per poter definire un'attività economica ecosostenibile. Attraverso tale determinazione viene resa possibile l'individuazione del grado di sostenibilità ecologica di un investimento. La tassonomia per ora si occupa solamente del pilastro E (enviromental - ambientale).

L'articolo 3 pone in chiaro che l'investimento può essere definito eco-compatibile se contribuisce positivamente in modo concreto ad almeno uno dei sei obiettivi dell'articolo 9 che verrà ripreso in seguito. Inoltre, esso non deve impattare negativamente su nessun altro obiettivo e deve rispettare le garanzie sociali minime e i criteri di vaglio tecnico indicati nell'articolo 10 del medesimo Regolamento di cui si rimanda di seguito. Viene posto in luce il carattere multidimensionale

dell'ecosostenibilità in quanto il raggiungimento degli obiettivi su molteplici dimensioni, come verrà descritto successivamente, deve avvenire non a discapito degli altri (do not significant harm).

Gli articoli 5 e 6 si riferiscono alla comunicazione dei prodotti finanziari. In particolare, l'articolo 5 parla di mezzi finanziari che permettono di investire in attività ecosostenibili secondo i principi di Tassonomia. L'articolo 6 tratta dei prodotti finanziari che promuovono le caratteristiche ambientali ma che non sono allineati alla Tassonomia. Tali articoli hanno un collegamento diretto con gli articoli 8 e 9 di SFDR di cui si parlerà nella sezione successiva.

L'articolo 8 indica delle specifiche regole alle aziende soggette alla rendicontazione non finanziaria su come procedere alla divulgazione pubblica dei dati e delle informazioni relative al come le loro attività economiche possono essere considerate sostenibili dal punto di vista ecologico. In questo articolo si parla della trasparenza di tutte le imprese, finanziarie e no, e vengono introdotti nuovi vincoli di comunicazione delle informazioni relative ai temi ambientali. Le società non finanziarie hanno il dovere di indicare i dati relativi al fatturato, agli investimenti in conto capitale e alle spese operative come verrà specificato nel paragrafo 2.2.8. le imprese finanziarie invece devono indicare la percentuale di allineamento alla tassonomia degli investimenti e degli attivi posseduti. L'articolo 8 rompe il parallelismo esistente tra il reporting economico-finanziario e le dichiarazioni di carattere non finanziario. Esso richiede che le informazioni chiave della performance delle aree economiche e finanziarie di fatturato siano articolati sulla base di metriche e indicatori allineati all'ecosostenibilità. L'articolo 9 elenca gli obiettivi citati nell'articolo 3 e secondo il Regolamento (UE) 2020/852 sono testualmente:

- “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.”

Gli articoli 10, 11, 12, 13, 14, 15 illustrano in dettaglio i 6 obiettivi dell'articolo 9 e ne indicano gli specifici criteri di vaglio tecnico.

L'articolo 17 precisa quando le attività economiche arrecano un danno significativo ad uno dei sei obiettivi elencati nell'articolo 9. Per quanto riguarda i danni significativi e gli obiettivi delle lettere a) e b) dell'articolo 9, vista la loro assoluta urgenza, sono stati trattati in dettaglio dai criteri di vaglio tecnico contenuti nel primo atto delegato integrativo del Regolamento sulla Tassonomia di cui si parlerà nel prossimo paragrafo.

L'articolo 18 illustra le garanzie minime di salvaguardia nominate nell'articolo 3 e si fa riferimento alle linee guida a cui si devono allineare le attività economiche.

L'articolo 19 mette in luce i requisiti di vaglio tecnico fondamentali per applicare i criteri delineati dall'articolo 10 all'articolo 15.

Questo Regolamento nel corso degli anni è stato integrato da una serie di altri atti normativi provenienti dalla Commissione Europea, con il compito di completarlo e di precisarne il contenuto.

### *2.2.2 Atti delegati del regolamento 2020/852: Regolamento 2021/2139(UE)*

I criteri di vaglio tecnico di classificazione delle attività economiche e finanziarie sono accompagnati dai documenti molto importanti che sono gli atti delegati che hanno la funzione di integrare il Regolamento 2020/852. Questi ultimi all'inizio erano il compito del technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG) che aveva l'obiettivo di individuare settori economici in grado di aiutare la raggiunta della neutralità climatica entro il 2050. Secondo la Commissione Europea nella prima bozza degli atti delegati del 2020 sono state individuate minuziosamente delle soglie tecniche per le 70 attività economiche di mitigazione dei cambiamenti climatici e 68 di adattamento ai cambiamenti climatici, oltre ai criteri per non arrecare danni significativi ad altri obiettivi sostenibili. A settembre 2020 TEG è stato sostituito dalla Piattaforma per la finanza sostenibile, formata da un gruppo permanente di esperti della Commissione, istituito ai sensi del Regolamento 202/852. Essa ha il compito di consigliare la Commissione sui criteri tecnici di selezione per la tassonomia e per la loro applicabilità, sull'aggiornamento dello stesso regolamento con l'introduzione dei possibili nuovi obiettivi e sostenere l'afflusso degli investimenti nella finanza sostenibile.

Nel dicembre 2020 l'Unione Europea ha predisposto una seconda bozza degli Atti delegati che hanno ricevuto numerosi commenti da parte degli stati europei, talvolta positivi altri meno.

Il primo atto delegato approvato dalla Commissione risale all'aprile 2021 e pubblicato il 4 giugno 2021. Esso è connesso agli obiettivi climatici del regolamento 2020/852 e definisce le regole tecniche di per poter considerare i settori economici collegati ai primi due obiettivi del testo della Tassonomia, riporta la Commissione Europea. Tali criteri sono stati applicati a partire dal 1° gennaio 2022 ed a partire da tale data gli attori del mercato finanziario hanno dovuto specificare se e in che misura gli investimenti dei progetti finanziari sono allineati al Regolamento 2020/852.

Tale testo normativo è composto da due allegati. Allegato 1 racchiude i criteri di vaglio tecnico per poter definire un'attività economica come contributore alla mitigazione dei cambiamenti climatici e non recante danni significativi agli obiettivi indicati nell'art. 9. Allegato 2 specifica le regole di vaglio tecnico per poter determinare i presupposti per cui le attività aiutano in modo sostanziale e non arrecano danni significativi agli obiettivi ambientali dell'articolo 9.

Per semplificare l'accesso agli atti delegati è stato creato l'Eu Taxonomy Compass, una "bussola della Tassonomia dell'UE". È un mezzo di rappresentazione visiva dei criteri di classificazione del Regolamento 2020/852 ed includerà tutti gli atti delegati a partire dal primo. Il fine ultimo della bussola, indicato dalla Commissione UE, è quello di ridurre la difficoltà dell'integrazione delle regole di selezione nei database aziendali e in altri sistemi informatici.

Il primo atto delegato è stato integrato il 21 aprile 2021 dalla Comunicazione, COM (2021) 188 final, della Commissione su Tassonomia dell'UE. Tale proposta legislativa aggiorna la NFRD, ossia la Non-Financial Reporting Directive (Direttiva 2013/34/EU) che, come specifica il sito ufficiale della Borsa Italiana, ha introdotto l'obbligo per alcune società di grandi dimensioni, con pari od oltre 500 dipendenti, di redigere una dichiarazione di carattere non finanziario. La comunicazione 188 tratta della rendicontazione sulla sostenibilità aziendale, indica le preferenze sulla sostenibilità e specifica il dovere di integrare quest'ultima nella finanza oltre a dirigere i finanziamenti per perseguire gli obiettivi del Green Deal europeo, come riporta il testo stesso dell'integrazione del primo atto sul sito ufficiale della Commissione Europea. Viene ampliato il perimetro di applicazione, la nuova direttiva è indirizzata a tutte le imprese stabilite in Europa con più di 250 dipendenti e tutte le PMI quotate sui mercati europei (escluse le microimprese). Tale direttiva della Commissione è chiamata Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) ed essa dovrebbe entrare in vigore a partire dal 2023.

#### *2.2.3 Atti delegati del regolamento 2020/852: C (20.21) 4987 final*

Un altro documento delegato è stato approvato il 6 luglio 2021 dalla Commissione e riguarda l'articolo 8 della Tassonomia europea. L'atto è entrato a far parte della Tassonomia il 10 dicembre. Come specifica la Commissione europea, esso mette in chiaro il contenuto, il metodo e la predisposizione delle informazioni da parte delle imprese finanziarie e non, per quanto sta alle attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale nei loro affari, investimenti o finanziamenti.

#### *2.2.4 Atti delegati del regolamento 2020/852: Commission delegated regulation (EU) 2022/1214*

I criteri non erano ancora esaustivi, lasciavano fuori due temi molto delicati riguardanti due settori più dibattuti, gas e nucleare. La Commissione Europea, come riferisce il sito ufficiale della stessa, il 2 febbraio 2022 ha approvato un atto delegato aggiuntivo sul clima che va a comprendere con delle regole intransigenti le attività delineate del settore nucleare e del gas nella classificazione delle attività incluse nella Tassonomia UE. Le condizioni che hanno permesso tale inserimento sono in linea con gli obiettivi sostenibili dell'UE e hanno come fine principale una maggiore spinta alla transizione verso un sistema economico neutro rispetto al carbone. Il progetto è stato adottato in modo formale

il 9 marzo 2022 e non è stato colpito dalle obiezioni da parte degli stati facenti parte dell'Unione Europea. Verrà applicato a partire dal 1° gennaio 2023.

#### *2.2.5 La Tassonomia come mezzo di trasparenza per arrivare alla transizione ecologica*

La Tassonomia, secondo lo studio del Forum per la Finanza Sostenibile, permette di valutare le linee operative delle attività economiche non finanziarie tramite gli indicatori di performance (KPI) come:

- Il fatturato delle attività già allineate alla tassonomia;
- Gli investimenti in conto capitale (Capex);
- Le spese operative (Opex).

Tra i criteri dell'articolo 8 del Regolamento sulla Tassonomia è molto rilevante la disclosure (divulgazione) della quota di investimenti Capex uniformati alla Tassonomia. Sono rilevanti in quanto sono degli indicatori dinamici e prospettici che si riferiscono alle strategie aziendali in essere e future per realizzare la decarbonizzazione del sistema economico. È di grande interesse, inoltre, capire come l'impresa sta attuando il piano di transizione ecologica attraverso l'analisi delle Opex. L'analisi di queste informazioni permette agli investitori di comprendere quanto le imprese sono allineate agli obiettivi di sostenibilità. In tal modo si riesce ad indirizzare i capitali di investimento nei progetti low-carbon o carbon neutral. Oltre a ciò, l'individuazione delle imprese che hanno intrapreso il percorso di transizione diventa più semplice. Gli investitori, perciò, sono facilitati dal Regolamento 2020/852 a fare le proiezioni nel tempo degli impatti dei loro investimenti e nella comunicazione con le società investite e ciò spinge maggiormente alla maggiore considerazione ed implementazione degli investimenti socialmente responsabili.

Per poter finanziare i progetti di transizione, il forum per la Finanza sostenibile indica che le imprese ricorrono maggiormente ai prestiti bancari, come per esempio i green loan, oppure all'emissione degli strumenti obbligazionari sostenibili come i green bond. La possibilità di avere più informazioni chiare e complete sul fatturato, sulle spese in conto capitale e operative, permette agli attori economici di accertare la quota di allineamento di tali finanziamenti o prodotti obbligazionari. Gli investitori e le banche avranno il modo di comunicare al sistema di mercato questi dati nella reportistica disciplinata dall'articolo 8 della Tassonomia.

Il regolamento 2020/852 e gli atti delegati e le comunicazioni connesse sono delle normative europee che promuovono la trasparenza. Quest'ultima dipende dalla presenza di dati in tempi coerenti con l'entrata in vigore delle regole previste dal Regolamento. Le informazioni devono essere inoltre affidabili e comparabili. L'utilizzo di stime e di dati forniti da data provider per poter calcolare quanto un'attività economica è connessa alla Tassonomia ha di positivo che potrebbe aumentare la quantità delle informazioni a disposizione degli operatori. Però, allo stesso tempo la diversità delle



metodologie di calcolo potrebbe generare dei problemi come valutazioni inesatte ed incoerenti andando ad aumentare il fenomeno di greenwashing. Per questo, la rendicontazione delle imprese deve essere fatta attraverso delle procedure uniformi e qualora dovessero essere coinvolti dei data provider, bisognerebbe rendere le procedure più trasparenti per contrastare il rischio di greenwashing. A questo fine sarebbe significativo sponsorizzare il maggior ricorso alla rendicontazione non finanziaria delle imprese e una massima correttezza nei calcoli di stime e score di allineamento alla sostenibilità.

La Tassonomia Europea è collegata in modo biunivoco ad un altro Regolamento che tratta la sostenibilità relativamente ai prodotti e investimenti finanziari. Esso è il regolamento 2019/2088.

### **3. SFDR**

#### **3.1 Sustainable Finance Disclosure Regulation**

SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) è un prodotto di Commissione Europea ed ha avuto la sua applicazione a partire dal 10 marzo 2021. Esso è la colonna portante dell'Agenda della Finanza Sostenibile parte principale del Piano d'Azione per la finanza sostenibile e conta 20 articoli. Come riferisce l'articolo 1 del presente Regolamento, esso ha il preposto di stabilire le regole di informativa sul tema della sostenibilità per i produttori di mezzi finanziari e per i consulenti in materia finanziaria nei confronti degli investitori finali, oltre che comunicazioni riguardo all'integrazione dei rischi di sostenibilità e considerazione degli impatti negativi nei processi di selezione e di gestione degli investimenti. Il fine del Regolamento stesso è quello di uniformare la prassi di reporting sui prodotti finanziari da parte dei partecipanti ai mercati finanziari e in tal modo combattere il fenomeno del greenwashing finanziario. Per raggiungere tale obiettivo il Regolamento Europeo 2019/2088 si propone di fornire un'illustrazione di cosa è "sostenibile" e cosa non lo è, e fornisce una piena armonizzazione, coerenza e neutralità normativa. Avere un insieme di regole comuni di rendicontazione, chiare e complete, permette agli investitori di confrontare le proposte di investimento socialmente responsabili e di scegliere quelle che più rispondono ai loro principi di sostenibilità.

Gli obblighi di informativa sostenibile sono relazionati all'integrazione dei rischi ESG da parte dei partecipanti ai mercati finanziari e consulenti finanziari in tutti gli investimenti e per tutti i prodotti finanziari che hanno come presupposto gli investimenti sostenibili (L'articolo 4, Regolamento 2019/2088). Gli attori dei mercati finanziari sono i gestori patrimoniali, investitori istituzionali, le assicurazioni, fondi pensione ecc., tutti i soggetti che amministrano il denaro dei risparmiatori utilizzando i propri strumenti finanziari. Devono presentare la comunicazione dei principali impatti negativi e il procedimento della valutazione degli stessi, delle loro decisioni di allocazione dei capitali sulle dimensioni di sostenibilità quando questi sono considerati nelle decisioni lungo il processo di

investimento e se non lo sono, i motivi di tale non considerazione. Devono informare il mercato sulle loro politiche di individuazione degli effetti negativi sull'ambiente e sulla società e delle scelte di dare precedenza a taluni effetti rispetto agli altri.

Inoltre, vi sono dei doveri di informativa per quanto sta alle esternalità negative sui fattori di sostenibilità a livello delle stesse entità finanziarie e prodotti finanziari. I fattori di sostenibilità, secondo SFDR, sono le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, rispetto dei diritti umani e la lotta alla corruzione. Questo è perché le decisioni di investimento e i consigli finanziari da parte dei consulenti possono essere responsabili degli effetti materiali negativi sull'ambiente e sulla società anche se indirizzati al perseguimento di un obiettivo sostenibile. L'articolo 6 del presente Regolamento impone l'obbligo di comunicazione dell'integrazione dei rischi di esternalità negative relative alle dimensioni ESG nelle decisioni di investimento degli attori economici e come vengono valutate in relazione al rendimento dei mezzi finanziari disponibili, e se non vengono inclusi, il motivo di questa esclusione.

I legislatori insieme alle autorità di vigilanza europee hanno integrato l'informativa sugli impatti negativi sull'ecosistema con delle norme tecniche di regolamentazione (RTS) sul contenuto, metodi e la divulgazione delle informazioni e dei dati pertinenti al Regolamento 2019/2088; caratteristiche dei prodotti relativi agli articoli 8 e 9, che verranno trattati nei paragrafi successivi perché richiedono un approfondimento particolare; e l'allineamento del presente Regolamento alla Tassonomia Europea. Tale normativa tecnica entrerà in vigore da gennaio 2023 e non a gennaio 2022 come era previsto inizialmente per agevolare i fabbricanti dei prodotti, i consulenti finanziari e le autorità di vigilanza nella attuazione della norma.

### *3.1.1. Articolo 8 - Regolamento 2019/2088*

La spiegazione dell'articolo 8 e dell'articolo 9 del Regolamento SFDR è di vitale importanza per la comprensione delle procedure di selezione e di investimento dei Fondi socialmente responsabili trattati nel Capitolo 1. L'articolo 8 cita:

“1. Se un prodotto finanziario promuove, tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche, a condizione che le imprese in cui gli investimenti sono effettuati rispettino prassi di buona governance, le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, includono quanto segue:

1. a) informazioni su come tali caratteristiche sono rispettate;
2. b) qualora sia stato designato un indice come indice di riferimento, informazioni che indichino se e in che modo tale indice è coerente con tali caratteristiche.

2. Nelle informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, i partecipanti ai mercati finanziari indicano dove trovare la metodologia utilizzata per il calcolo degli indici di cui al paragrafo 1 del presente articolo.

3. Le AEV elaborano, tramite il comitato congiunto, progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare ulteriormente i dettagli della presentazione e del contenuto delle informazioni da comunicare a norma del presente articolo.

Nell'elaborare i progetti di norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma, le AEV tengono conto dei vari tipi di prodotti finanziari, delle loro caratteristiche nonché delle loro differenze, come pure dell'obiettivo di perseguire un'informativa accurata, equa, chiara, non fuorviante, semplice e concisa.

Le AEV trasmettono alla Commissione i progetti di norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma entro il 30 dicembre 2020.

Alla Commissione è delegato il potere di integrare il presente regolamento adottando le norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma conformemente agli articoli da 10 a 14 dei regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010.”

Come prodotto finanziario è inteso, secondo lo stesso regolamento, un portafoglio gestito, un fondo di investimento alternativo, un prodotto di investimento assicurativo (IBIP), un prodotto pensionistico, un organismo c di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) oppure un prodotto pensionistico individuale paneuropeo (Pepp). I prodotti elencati secondo tale articolo non hanno un fine sostenibile, ma promuovono le caratteristiche sociali o ambientali od una combinazione di esse (light green - verde chiaro). Le imprese di gestioni di tali strumenti finanziari devono avere delle buone pratiche di governance secondo MSCI, ossia delle sane strutture di amministrazione, relazioni equilibrate con i dipendenti, la giusta remunerazione del personale e corretti adempimenti fiscali. Gli RTS specificano che si tratta di prodotti che non devono essere meramente sostenibili, ma che lo possono essere anche solo parzialmente, in quanto il loro fine principale è solo la promozione della sostenibilità. I vari operatori finanziari applicano le strategie ESG, esaminate nel capitolo 1, per selezionare gli investimenti. Quelle che corrispondono di più ai prodotti citati nell'articolo in oggetto sono lo screening negativo, quello positivo, norm-based screening e strategia di investimento tematico. Tali strategie possono non avere come fine principale l'investimento coscienzioso (Messini, F., Hans Jergens, W., Benoit, S., Keiko, T., 2020).

L'articolo nel 1° comma indica che le società che amministrano i prodotti finanziari devono indicare come i presupposti elencati prima siano misurati e rispettati. Nel caso in cui tali caratteristiche siano verificate per mezzo di un indice, l'impresa deve garantire con i dati l'attendibilità e la correttezza di questo indice circa le caratteristiche che la società decide di promuovere.

Il comma 2 riferisce che oltre le informazioni previste dall'articolo 6, gli attori finanziari devono rendere nota la tecnica utilizzata per il calcolo degli indici di cui al comma 1.

Il 3° comma nomina le Autorità Europee di Vigilanza e parla del loro compito di elaborazione delle norme tecniche di dettaglio delle informazioni da presentare a norma di questo Regolamento.

### *3.1.2 Articolo 9 - Regolamento 2019/2088*

L'articolo 9 cita:

“1. Se un prodotto finanziario ha come obiettivo investimenti sostenibili ed è stato designato un indice come indice di riferimento, le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, sono accompagnate:

1. a) da informazioni che indicano in che modo l'indice designato è in linea con detto obiettivo;
2. b) da una spiegazione che indica perché e in che modo l'indice designato in linea con detto obiettivo differisce da un indice generale di mercato.

2. Se un prodotto finanziario ha come obiettivo investimenti sostenibili e non è stato designato alcun indice come indice di riferimento, le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, includono la spiegazione del modo in cui è raggiunto tale obiettivo.

3. Se un prodotto finanziario ha come obiettivo la riduzione delle emissioni di carbonio, le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, includono l'obiettivo di un'esposizione a basse emissioni di carbonio in vista del conseguimento degli obiettivi a lungo termine in materia di lotta al riscaldamento globale previsti dall'accordo di Parigi.

In deroga al paragrafo 2 del presente articolo, se non è disponibile un indice di riferimento UE di transizione climatica o un indice di riferimento UE allineato con l'accordo di Parigi in conformità del regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio (20), le informazioni di cui all'articolo 6 includono una spiegazione dettagliata del modo in cui è assicurato lo sforzo costante per raggiungere l'obiettivo di ridurre le emissioni di carbonio in vista del conseguimento degli obiettivi a lungo termine in materia di lotta al riscaldamento globale previsti dall'accordo di Parigi.”

L'articolo 9 si occupa dei prodotti “dark green” ossia verde scuro. Questi hanno come fine principale gli investimenti socialmente responsabili e non solamente la loro promozione. La strategia di selezione per i portafogli di titoli coscienti per eccellenza è quella di investimento d'impatto che come riportato nel capitolo 1 ha come fine principale l'investimento SRI. Il regolamento stesso da una definizione a quello che dovrebbe essere l'investimento sostenibile oggetto dell'articolo 9 e specifica che tale tipo di investimento dovrebbe contribuire agli obiettivi ecologici e sociali, non produrre danni significativi a nessun altro obiettivo sostenibile e avere delle adeguate politiche di governance.

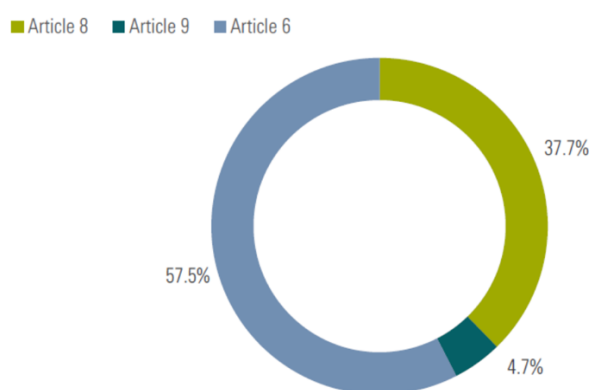
Il comma 1 indica che oltre alle informazioni richieste dall'articolo 6, nel caso vi sia un indice di riferimento del prodotto finanziario, ci devono essere i dati relativi alla procedura di designazione dello stesso. Inoltre, deve essere dimostrata la differenza tra tale indice e quello generale di mercato.

Il secondo comma, invece, riferisce che nel caso non sia stato preso in considerazione un indice, vi devono essere le informazioni su come è stato raggiunto il fine dell'investimento coscienzioso.

Il comma 3 abbraccia il tema dei fondi di investimento che hanno come scopo caratteristico la lotta al cambiamento climatico promossa dall'accordo di Parigi attraverso la riduzione delle emissioni di CO2.

I due articoli 8 e 9 sono essenziali al fine di regolamentare i fondi sostenibili di cui si è parlato nel capitolo 1. Consentono di dare una definizione agli stessi, di classificarli e di indicare su che cosa dovrebbero basarsi le loro politiche di gestione degli investimenti. Un report di Morningstar pubblicato nel 2021 indica che gli attivi dei fondi corrispondenti agli articoli 8 e 9 sono alla quota di 4000 miliardi di euro a fine 2021, circa il 42,4% del complessivo numero di fondi venduti in UE.

Figura 1: SFDR fund type breakdown (by Assets). *Fonte: Morningstar Direct, 2021.*



Il Regolamento in oggetto costituisce un passo molto importante verso il mercato europeo dei prodotti sostenibili. Nonostante questo, la normativa presenta dei punti di poca chiarezza e pone in difficoltà gli attori del mercato finanziario, come riferisce il sito di Rete Clima. Lo scopo originario della stessa, ossia quello di rendere la comunicazione finanziaria più trasparente, è stato arginato dall'assenza delle soglie numeriche minime o regole di riferimento quantitative. Per tale motivo non è semplice definire una classificazione univoca dei prodotti finanziari. Le norme tecniche relative, RTS, saranno d'aiuto allo scopo di chiarezza e completezza della normativa in oggetto. Inoltre, i fondi dovranno allinearsi alla Tassonomia ed indicare in che proporzione lo hanno fatto entro il 2023. Questo collegamento tra

le normative potrà aiutare senz'altro gli operatori finanziari e gli investitori a classificare, valutare e selezionare gli strumenti di investimento che più si adeguano alle loro esigenze.

### *3.1.3 Il collegamento tra le normative*

La CSRD, la Tassonomia e l'SFDR, secondo il Forum per la Finanza Sostenibile, sono funzionali alla creazione dei dati e delle informazioni che servono per rispondere ai requisiti di trasparenza uno dell'altro. La CSRD indica che le imprese che devono pubblicare la rendicontazione non finanziaria, siano obbligate a comunicare l'allineamento dei ricavi, delle CAPEX e delle OPEX al Regolamento 2020/852 (articolo 8, Tassonomia Europea). Queste informazioni vengono impiegate dagli attori del mercato finanziario per presentare a loro volta il collegamento delle proprie attività economiche alla Tassonomia (articolo 8, Tassonomia Europea) e per indicare la percentuale di allineamento alla stessa dei prodotti finanziari che investono in attività con i fini ambientali (articoli 5 e 6, Tassonomia Europea, riferiti ai prodotti articolo 8 e 9, SFDR).

Tirando le conclusioni del capitolo, assumono un'importanza sempre più grande la conoscenza, la comprensibilità, la chiarezza e l'efficacia delle norme. Il fine di quest'ultime è quello di rendere in grado i consulenti di cogliere le aspettative della clientela sul tema della sostenibilità e di metterle a frutto nel miglior modo possibile. Gli attori finanziari, nel fare ciò, devono essere capaci di comprendere loro stessi la normativa ed illustrare la nuova documentazione con i relativi indicatori da esibire ai clienti con lo scopo di mostrare loro il potenziale effetto dei fattori ESG sulla performance dell'investimento nell'ottica di medio-lungo termine ed indirizzando gli stessi, in misura sempre più ampia, verso gli investimenti socialmente responsabili.

Il prossimo capitolo parlerà di come funziona la mente dell'investitore nelle diverse fasi dell'investimento e verranno illustrate diverse teorie connesse alla finanza comportamentale. Inoltre, verranno analizzati i diversi drivers legati ai fattori sociopsicologici degli investitori che oltre agli aspetti economici spingono gli individui a scegliere l'investimento socialmente responsabile.

## **Capitolo III: La mente dell'investitore e la connessione con i fondi di investimento sostenibili**

È di fondamentale importanza capire come funziona il cervello dell'investitore e che cosa lo spinge a fare delle scelte di investimento di vario genere. Per fare ciò è possibile affidarsi a diverse teorie comportamentali, tra cui quelle più imponenti sono la Teoria dell'Utilità Attesa e la Teoria del Prospetto. In più, le decisioni di investimento sono influenzate dall'atteggiamento al rischio degli individui. È utile capire quali sono gli elementi che incidono sulla propensione al rischio delle persone e quali strumenti possono essere utilizzati per poterla misurare. Tutti questi temi verranno trattati in questo capitolo insieme alla descrizione di un'altra realtà comportamentale molto frequente nel mondo finanziario ossia il Disposition Effect. Verrà spiegato di cosa si tratta e quali fattori e tratti di personalità lo provocano. Inoltre, sarà confrontato l'effetto tra i fondi comuni e quelli di investimento responsabile per capire se l'attitudine sociale di questi ultimi incide sul modello comportamentale dei gestori dei fondi SRI. Come ultimo argomento verranno esaminati i vari drivers che portano gli investitori ad investire in modo coscienzioso.

### **1 Finanza comportamentale**

#### **1.1. Finanza comportamentale: cenni**

L'essere umano è razionale secondo i modelli della teoria economica. Ciò vuol dire che ogni scelta sia compiuta con il fine di massimizzare il benessere individuale, siano disponibili tutte le informazioni. Se si prende come riferimento l'homo oeconomicus, la sua razionalità indica che egli possieda determinate preferenze e che sia capace di disporre in sequenza, sia in grado di massimizzare la propria soddisfazione avendo l'uso più efficiente delle risorse ed andando ad incrementare la propria utilità ed inoltre, possa svolgere le attività di analisi e previsione in modo più efficace sulle situazioni e i fatti che lo circondano (Gardenal e Rigoni, 2016).

Anche se tale ideologia è stata considerata come l'unica per un lungo periodo, gli studiosi economici si sono resi conto che molti comportamenti relativi alle preferenze degli individui in termini di consumo, investimento e risparmio non potevano essere spiegati solamente con il modello economico. Così, negli anni Settanta è nata una nuova branca di studi economici, la finanza comportamentale. I fondatori di quest'ultima vengono considerati Kahneman e Tversky che hanno cercato di dare un senso ai comportamenti non razionali dell'essere umano. Si tratta di un insieme di teorie descrittive che non hanno come l'obbligo la costruzione di modelli di scelta che siano validi in assoluto, ma hanno come l'obiettivo la spiegazione dei meccanismi che si instaurano quando l'uomo deve compiere delle decisioni finanziarie (Gardenal e Rigoni, 2016).

## 1.2. La Teoria dell'Utilità Attesa

La teoria classica dell'utilità attesa è stata proposta da Von Neumann e Morgenstern nel 1947. Si tratta di un modello normativo attraverso cui i ricercatori e teorici spiegano la probabilità di assunzione dei rischi oltre che i risultati delle scelte fatte. Essa è basata su 5 assiomi sul comportamento degli esseri umani quando sono chiamati a prendere una decisione senza conoscere in anticipo quale stato del mondo andrà a verificarsi. È utile analizzarli tutti separatamente basandoci sulla descrizione degli stessi di Gardenal e Rigoni (2016).

- Comparabilità, indica che un soggetto è sempre capace di paragonare diversi risultati incerti, mettendo in essere un ordine di preferenza o indifferenza.
- Transitività, spiega come un ordine di preferenza possa far traslare una preferenza oppure un'indifferenza da un risultato all'altro. Ossia, se una persona predilige il risultato  $x$  rispetto ad  $y$  e  $y$  a  $z$ , ciò vuol dire che preferisce  $x$  a  $z$ . La stessa cosa riguarda l'indifferenza.
- Indipendenza forte, indica che nel comparare due scelte un individuo pone la sua attenzione solamente sui risultati non comuni, escludendo quelli che lo sono.
- Misurabilità, prendendo dei giochi come strumento per la spiegazione, tale assioma dice che per ogni gioco esiste un esclusivo risultato equivalente certo che è compreso tra i risultati all'estremità del gioco.
- Ordinabilità, afferma che due Giochi con i risultati uguali sono equivalenti se hanno analoghe probabilità, in altri casi il gioco con la maggiore probabilità di ottenere un risultato migliore sarà preferito rispetto all'altro.

La teoria dell'utilità attesa si basa sul fatto che l'utilità marginale della ricchezza è sempre positiva, ossia il consumatore preferisce sempre un paniere di beni all'altro se il contenuto è maggiore rispetto all'altro. L'utilità, quindi, ricopre il ruolo dell'indice cardinale delle preferenze dell'individuo in una situazione di incertezza del risultato. Ogni funzione di utilità è individuale ed unica ma rispetta i 5 assiomi elencati precedentemente. Nel campo dell'analisi delle decisioni in condizioni di rischio e di incertezza rappresenta il modello razionale più rilevante per ordinare le preferenze.

L'utilità attesa invece è la media delle utilità di ogni stato possibile ponderata con le rispettive probabilità (Gardenal e Rigoni, 2016). La teoria dell'utilità attesa assume che le decisioni degli attori economici si conformino ad una funzione dell'utilità attesa dei risultati, sulla quale è possibile valutare l'attitudine al rischio.

La funzione di utilità di una variabile può assumere diverse forme. Quella di tipo concavo descrive le preferenze di un individuo avverso al rischio; tipo convesso si riferisce a quello propenso al rischio; quello lineare indica che la persona è neutrale al rischio (Von Neumann e Morgenstern, 1974).



La scelta del consumatore è vista come un'elaborazione algebrica di una serie di informazioni che si assume che il soggetto abbia. Un lavoro piuttosto complesso che non considera i limiti delle risorse cognitive dell'uomo e non tiene conto della valutazione affettiva delle alternative.

Il conflitto tra ciò che i consumatori dovrebbero fare e ciò che fanno veramente è stato molto studiato. La finanza comportamentale e le verifiche sperimentali, quindi, hanno messo in dubbio tale teoria in quanto gli individui nel mondo reale vanno a violare i principi e gli assiomi su cui si fonda. Friedman nel 1948 ha sfidato l'utilità standard mostrando che poche persone hanno una costante avversione al rischio per tutto l'intero dominio della ricchezza. Un altro esempio lampante la dimostrazione dell'economista Maurice Allais della violazione sistematica in determinati casi dell'assioma di indipendenza nel 1953. Queste e altre dimostrazioni hanno comprovato le incongruenze di comportamento legate alle disuguaglianze nell'attitudine al rischio e la necessità di costruire delle teorie più valide ed adatte per la spiegazione dei comportamenti finanziari delle persone.

### **1.3 La Teoria del Prospetto**

La teoria del prospetto è stata proposta da due psicologi Kahneman e Tversky. È una teoria descrittiva che spiega come e perché le decisioni dei soggetti differiscano in modo sostanziale da quelle previste dalle teorie razionali come quella dell'utilità attesa. Questo perché quando la persona viene posta in condizioni di rischio, reagisce in modo differente. La teoria dei prospetti annuncia dei concetti molto rilevanti che di fatto mettono in crisi gli assiomi visti della teoria decisionale classica (Kahneman e Tversky, 1981, pp453-458):

- Inosservanza della linearità nelle probabilità. Vi è un diverso comportamento delle lotterie degeneri e un diverso atteggiamento nei confronti del rischio in caso di probabilità bassa. Di conseguenza, in caso di guadagni, di fronte ad un problema decisionale non viene scelto il risultato derivato dal calcolo delle probabilità, ma l'individuo preferisce un guadagno certo e sicuro.
- Reflect effect. Indica che l'atteggiamento verso il rischio cambia in presenza di premi negativi. Infatti, attraverso gli esperimenti hanno dimostrato che in caso di una possibile perdita i soggetti preferiscono una grossa perdita, se è solamente probabile, piuttosto che accettare la certezza di un risultato negativo molto più piccolo.
- L'effetto di isolamento. In un processo di decisione distribuito su più stadi, l'individuo non si concentra solamente sul livello di ricchezza finale probabile. Le persone non si basano razionalmente sulle probabilità di un evento, ma si concentrano sulle informazioni in base alle preferenze soggettive, andando a fare decisioni differenti.

La teoria del prospetto divide il processo di scelta in due fasi separate. La prima fase di schematizzazione e rappresentazione del problema e una seconda fase di valutazione delle alternative (Gardenal e Rigoni, 2016). La prima fase viene prima dell'analisi e decisione vera e propria. Si chiama editing phase e si tratta di una riformulazione del problema che serve per agire velocemente ed evitare di caricare troppo il sistema cognitivo. Infatti, in questa fase si riesce a far emergere diverse anomalie ed inconsistenze delle selezioni fatte.

Vengono individuate sei operazioni che vengono effettuate in questa fase.

La prima è la codifica. La teoria dei prospetti indica che gli individui siano più attenti alle variazioni di ricchezza invece che al suo valore. Questo perché il punto di riferimento è diverso, ossia per esempio la loro situazione al momento della scelta e differente. Codifica ha una certa rilevanza in quanto il suo risultato non è certo in quanto la decisione del punto di confronto deriva dalle esperienze fatte, dalla cultura, dal grado di istruzione dell'individuo e dal framing del problema. Quest'ultimo concetto dimostrato da Kahneman e Tversky illustra il fatto che se cambia la forma in cui è esposta una situazione, anche se la sostanza resta uguale, le preferenze potrebbero variare. Inoltre, le scelte possono variare in base a tante altre variabili come per esempio il linguaggio utilizzato, il contesto e la percezione mentale del problema.

La seconda è la combinazione, intesa come accostamento delle probabilità di esiti uguali per poter semplificare una data situazione problematica.

Poi vi è la segregazione. Questa è data dalla separazione dei vari elementi eterogenei per poter distinguere tra di loro degli esiti certi da quelli che non lo sono.

La cancellazione è un'altra operazione importante attraverso cui si va ad eliminare gli elementi che esistono in tutti i problemi dati, andando talvolta a modificare tutta la struttura degli stessi.

La semplificazione attraverso gli arrotondamenti delle probabilità e dei valori dei risultati che possono portare a delle conseguenze rilevanti soprattutto nel caso in cui si utilizzano delle proprietà basse oppure addirittura la cancellazione di queste ultime considerate di fatto come impossibili.

La rilevazione della dominanza per poter trascurare le opzioni dominate.

La teoria del prospetto, quindi, dà un maggior rilievo alla modalità in cui viene concepito il problema decisionale, in quanto in base ai molteplici risultati dimostrati tramite gli esperimenti, si dimostra che le situazioni sostanzialmente uguali ma descritte in maniera differente in termini di guadagni e perdite, originano delle scelte diverse.

Secondo tale teoria, gli investitori massimizzano la loro utilità data una funzione di valore a forma di S definita su guadagni e perdite. Se si applica la teoria di prospetto all'investimento, il prezzo di acquisto di un'azione è visto come un punto di riferimento per la valutazione dei guadagni e delle perdite. L'aumento dei prezzi indica che gli investitori sono nel dominio dei profitti in cui sono

avversi al rischio e quindi non portatiti particolarmente a conseguire ulteriori guadagni. La diminuzione dei prezzi, invece, implica che gli individui che investono si trovano nel dominio delle perdite e sono propensi al rischio e quindi insensibili ad ulteriori riduzioni del capitale (Van Dooren e Galema, 2017).

Nella seguente sezione verranno esposti in modo più chiaro i concetti di avversione e propensione al rischio che guidano le scelte degli investitori.

#### **1.4. La tolleranza al rischio**

Lo studio particolare di come le persone facciano delle decisioni che implicano un rischio, ha preso importanza negli ultimi due decenni. Esso riguarda in modo maggiore il ruolo che la tolleranza del rischio ha nel formare i comportamenti sociali dei consumatori, investitori, ricercatori, politici e consulenti. La tolleranza al rischio può essere vista come la volontà di un individuo di assumersi l'impegno di un certo comportamento con l'intento di arrivare ad un dato fine desiderato, ma dove il raggiungimento dell'obiettivo è incerto e accompagnato dalla probabilità di perdita (Wallach et al., 1964). La tolleranza al rischio è il contrario dell'avversione al rischio, la quale indica l'indugio di una persona ad accettare una scelta che ha un profitto dubbio quanto di fronte ad un'altra di cui vi è la disponibilità di un risultato sicuro. L'indulgenza al rischio è anche definita come il valore di incertezza massimo che un individuo è disposto ad accettare mentre fa una decisione finanziaria (Grable e So-hyun, 2004).

Per comprendere il concetto della tolleranza al rischio è opportuno vedere gli aspetti intrinseci e comportamentali degli individui che fanno sì che questi abbiano più o meno attitudine al rischio.

##### *1.4.1 I fattori impattanti*

Il modo in cui gli individui prendono le decisioni è molto importante per comprendere i fattori che influenzano la tolleranza al rischio (Campbell, 2006). Vi sono una serie di elementi predisponenti che influenzano sia la tolleranza al rischio e quindi l'atteggiamento verso stesso, sia l'assunzione dei rischi e quindi il comportamento rischioso (Irwin, 1993). I fattori demografici, socioeconomici, attitudinali, psicologici ed altri fattori possono essere utilizzati per migliorare, comprendere e spiegare la tolleranza al rischio. I fattori predisponenti sono quelli che portano ad una maggiore attitudine al rischio, mentre quelli precipitanti portano alla sua diminuzione. Entrambi possono causare un avvio, una variazione oppure una conclusione del comportamento rischioso.

I fattori biopsicosociali predisponenti sono le credenze, genere, tratti di ricerca delle sensazioni, aggressività, autostima, personalità, sviluppo sociale, problemi di sviluppo, età, genetica, interiorizzazione del ruolo, etica del denaro e molti altri. I fattori biopsicosociali precipitanti sono

l'esperienza, conoscenza, abilità, cognizione, valutazione delle probabilità soggettive, risposte a sentimenti emotivi e soddisfazione finanziaria (Irwin, 1993). Tali aspetti biopsicosociali sono dei tratti intrinseci nelle persone sulle quali gli individui hanno poco o nessun controllo.

I fattori ambientali, invece, non sono degli aspetti innati ed unici, derivano dall'influenza dell'ambiente sociale. Degli esempi sono la situazione familiare, lo stato socioeconomico e il comportamento dei pari.

Insieme i fattori psicosociali e quelli ambientali aiutano a modellare la tolleranza al rischio finanziario ed influenzano il processo decisionale degli individui. Perciò è molto importante tenerne conto nel processo della valutazione degli stessi e portare la ricerca futura a sperimentazione approfondimento dei comportamenti sociali per affinare gli strumenti per la valutazione della tolleranza al rischio di cui si parlerà nel seguente paragrafo.

#### *1.4.2 Gli strumenti di valutazione*

Ci sono pochi, se non nessuno, strumenti e misure generalmente riconosciuti per individuare la tolleranza e la preferenza al rischio finanziario degli individui (Roszkowski et al., 1993). In mancanza di tale mezzo i fornitori di servizi finanziari e i ricercatori sono costretti all'uso delle tecniche di stima che potrebbero non misurare adeguatamente il costrutto sottostante alla tolleranza al rischio finanziario. Tale carenza è stata una complicazione da sempre che ha portato al rallentamento del ritmo della ricerca nell'area della finanza relativa alla pianificazione finanziaria e gestione degli investimenti.

La valutazione formale della tolleranza al rischio può ricadere su diversi strumenti (Roszkowski e Grable, 2005). Ci sono principalmente cinque metodologie:

- Dilemmi di scelta, un metodo che era in voga fino alla metà degli anni '70. Questi sono degli scenari in cui le persone interpellate devono fare una scelta di rischio per loro stessi e per un altro individuo relativamente ad un evento della vita di tutti i giorni. Tale strumento è risultato inconcludente dopo anni che è stato utilizzato perché gli elementi su cui si basa sono unidimensionali. Questi ultimi si riferivano solo ad una parte della natura multidimensionale del rischio portando a dei risultati erronei (MacCrimmon e Wehrung, 1986).
- Misurazione della tolleranza oggettiva di rischio, una procedura che può offrire più correttezza nella stima dell'attitudine al rischio (Schooley e Worden, 1996). Si tratta di dedurre la tolleranza al rischio di qualcuno attraverso le loro disponibilità di attività, ma ciò può portare a seri problemi di validità. Le misure obiettive presuppongono che gli investitori agiscano in modo razionale e che le decisioni in merito alla distribuzione degli attivi di un individuo derivi dalla propria scelta, invece che dai suggerimenti esterni. In tal modo, le misure oggettive

risultano più descrittive invece che predittive, non considerano la natura multidimensionale del rischio e frequentemente non sono capaci di spiegare modo di comportarsi effettivo degli investitori.

- Giudizi euristici, utilizzati dagli esperti dei servizi finanziari per analizzare e predire la tolleranza al rischio (Roszkowski et al., 1993). Un'euristica è un metodo scientifico che ingloba strategie, tecniche e procedure frutto di inventiva per trovare un concetto o una teoria necessari a sciogliere un problema dato (Treccani dizionario). In molti casi però, i giudizi euristici sono poco più che miti comunemente accettati. Questo mezzo tiene conto del forte collegamento tra le caratteristiche demografiche e socioeconomiche e tolleranza al rischio finanziario. Anche se si pensa che siano basate su ipotesi verificate su base empirica, le teorie euristiche non sono sempre in grado di spiegare e prevedere in modo adeguato il comportamento effettivo degli investitori. La maggior parte delle euristiche di tolleranza al rischio possono portare ad errori di calcolo potenzialmente gravi e non corretta classificazione degli individui nella tolleranza al rischio (Grable e Lytton, 1998).
- La valutazione soggettiva è stata individuata come miglior strumento di valutazione progettato per misurare la tolleranza al rischio in modo accurato e concreto. Tale operazione si svolge prendendo in considerazione scenari e situazioni finanziarie multidimensionali (MacCrimmon e Wehrung, 1986). Questi ultimi autori hanno raccomandato l'utilizzo di un questionario in quanto tale mezzo non sottopone l'intervistato sotto l'influenza dell'analista che fa il sondaggio ed inoltre, permette a tante persone di partecipare alle indagini, cancellando in tal modo l'ascendente che potrebbero avere i vari analizzatori delle valutazioni. Questi questionari, oltretutto, non si devono basare su un singolo prodotto per fare la scelta ma su molteplici elementi come le azioni, i fondi comuni di investimento, i fondi di investimento sostenibili, immobili, opzioni, materie prime ecc.
- La teoria dell'utilità di cui si è parlato nel precedente paragrafo.

Un ruolo molto importante nella valutazione del rischio, inoltre, riveste la validità e l'affidabilità e la coerenza degli strumenti utilizzati per stimare la tolleranza al rischio. Tali valori possono essere raggiunti facendo le varie combinazioni, modifiche ed integrazioni tra gli elementi che vanno a costituire gli strumenti di misura (MacCrimmon e Wehrung, 1986).

Alcune prove però dimostrano che il livello di tolleranza al rischio di una persona non rappresenta un buon segnalatore dell'accettazione dei rischi in ambito finanziario (Roszkowski, 1998). Per questo motivo diversi strumenti di valutazione devono tenere in considerazione tutte le classi di investitori e diversi tipi di asset oltre che basarsi su delle domande multidimensionali che devono riuscire a coprire

una vasta varietà di situazioni finanziarie rischiose prendendo in considerazione tutti i tipi di rischi da quelli standard a quelli naturali, ma anche i comportamenti, le sfide e le opportunità.

Il miglior modo di misurare l'attitudine al rischio secondo la letteratura, tenendo presente tutti i concetti espressi, risulta la predisposizione agli individui dei questionari con una serie di domande, non troppo lunghi, in quanto la lunghezza degli stessi è inversamente correlata al tasso dell'interessamento delle persone e alla correttezza dei risultati. "Per misurare la propensione all'assunzione di rischi, è necessario chiedere molti elementi diversi e integrare le risposte. Diversificare gli elementi utilizzati per valutare la tolleranza al rischio è una procedura valida da seguire" (Roszkowski e Snelbecker, 1989, pp. 118).

Predisponendo agli intervistati dei questionari con delle alternative senza informazioni complete in vista di misurare la loro tolleranza al rischio, si vanno a creare diversi scenari. Le persone propense al rischio vanno a provare un senso di soddisfazione nel fare le loro scelte guidate al guadagno con informazioni incomplete (Malkiel, 1994). L'individuo invece che è meno tollerante al rischio sarà meno intraprendente nei confronti delle azioni che non presentano dati completi. Gli investitori che si vedono più esperti nel campo oppure che hanno a disposizione un rilevante carico di informazioni saranno più tolleranti al rischio rispetto ad altri (Grable e So-hyun, 1997). Gli individui che hanno degli atteggiamenti speculativi sono più propensi al rischio finanziario rispetto agli altri. Dall'altra parte, gli intervistati che rinunciano ai tassi di rendimento più alti preferendo la stabilità o guadagni sicuri non sono tolleranti al rischio (Malkiel, 1994). In generale, è altamente probabile che gli interpellati con un atteggiamento positivo nei confronti del rischio e delle insicurezze provino lo stesso un senso di fiducia e appagamento quando compiono una scelta rischiosa. Dall'altro canto, le persone che sono meno tolleranti al rischio cercheranno di sottrarsi alle decisioni rischiose.

Tenendo in considerazione questi e molti altri aspetti dei comportamenti degli individui, è stato deciso che lo strumento di valutazione della tolleranza al rischio finanziario composto da 13 voci sia quello che soddisfa le prerogative di multidimensionalità di uno strumento di valutazione della tolleranza al rischio più adeguato (Grable e Lytton, 1999). Questo mezzo risulta valido ed affidabile, oltre che facile da amministrare e quindi un'ottima scelta per ricercatori, accademici e professionisti.

La tolleranza al rischio incidendo sul comportamento degli investitori, provoca spesso, in parte, un effetto molto comune tra gli individui ed istituzioni di cui si parlerà nel prossimo capitolo.

## **2 Disposition Effect**

### **2.1 Cos'è l'effetto di disposizione**

Molti investitori tendono a vendere rapidamente le azioni o altri prodotti finanziari che si sono apprezzati rispetto al prezzo di acquisto e mantenere le azioni o altro in perdita. Gli economisti

chiamano questo fenomeno “Disposition Effect” (Kaustia, M., 2010). Esso rappresenta la regolarità comportamentale più imponente tra quelle documentate negli studi. Comporta dei costi considerevoli per gli investitori in quanto a causa di questo effetto gli individui pagano più tasse sulle plusvalenze del necessario. Gli investitori dovrebbero vendere le azioni in modo da diminuire al minimo le tasse e questo lo possono fare solamente conseguendo delle perdite oppure facendo dei guadagni e delle perdite insieme. Il Disposition Effect (DE), invece, è positivo per la società in quanto un aumento delle tasse implica un trasferimento di ricchezza dagli investitori al resto della società.

Convogliare tutta l’attenzione sul prezzo di acquisto potrebbe interferire negativamente sul processo di scelta razionale e rivolto a lungo termine e portare a dei guadagni minori. Perciò, l’effetto potrebbe essere svantaggioso per gli investitori anche senza considerare il carico fiscale. Un comportamento ricorrente da parte di molti possessori di capitali, basato sull’effetto di disposizione, potrebbe influenzare il volume di scambi e creare un cuneo tra i prezzi di mercato e valori fondamentali (Kaustia, M., 2010). La comprensione di tale fenomeno, quindi, è necessaria per capire il comportamento del mercato più in profondità.

Nel 1998 Terrance Odean e i suoi coautori hanno utilizzato dei dati contenenti le transazioni dei clienti di un broker di sconti per condurre un test dell’ipotesi del Disposition Effect. Usò delle cifre aggregate nel formare le seguenti proporzioni:

- Guadagno realizzato + Guadagno cartaceo = Proporzione dei guadagni realizzati (PGR)
- Perdite realizzate + Perdite cartacee = Proporzione delle perdite realizzate (PLR)

Se vi sono differenze tra PGR e PLR, vuol dire che gli investitori sono più disposti a realizzare guadagni oppure perdite. In particolare, l’effetto di disposizione c’è quando PGR è maggiore rispetto a PLR. Odean trova delle forti prove a sostegno del Disposition Effect. Prendendo l’età media degli investitori, il 14,8% dei guadagni disponibili per la realizzazione sono realmente realizzati. Mentre, solamente il 9,8% delle perdite viene realizzato effettivamente, cioè un po’ sopra la metà. Ciò indica chiaramente l’avversione alle perdite delle persone ed implica l’effetto di disposizione. Le azioni con grandi plusvalenze non realizzate aggregate hanno rendimenti maggiori dei titoli con grandi minusvalenze aggregate non realizzate (Grinblatt, M. e Han, B., 2005).

Anche le stagioni incidono sull’effetto di disposizione. Alla fine dell’anno la parte razionale del processo decisionale dell’investitore comprende che le perdite possono essere vantaggiose ai fini fiscali. Il Disposition Effect scompare addirittura a dicembre quando la maggior parte degli investitori realizzano più risultati negativi rispetto agli utili. In altri periodi dell’anno, però, la volontà di avere delle percezioni positive dovute ai guadagni ed evitare i pensieri negativi associati alle perdite incide sulle considerazioni riguardanti le tasse (Shefrin e Statman, 1985).

Oltre all'aumento delle tasse, il Disposition Effect potrebbe essere dannoso per gli investitori anche in altri modi. Per esempio, gli investitori che vendono le proprie azioni non appena il loro valore incrementa rispetto a quello di acquisto e tenendosi quelli in perdita perdono dei profitti (Odeon, 1998). Le azioni in perdita che i detentori di capitali mantengono successivamente sottoperformano le azioni vincenti che vanno a vendere del 3,4% all'anno. Tale effetto aumenta più vi è inclinazione verso l'Effetto, mentre gli individui che non sono soggetti al bias cognitivo di disposizione sono immuni da queste penalità.

Il DE si trova per tutti i tipi degli investitori: famiglie, società non finanziarie, istituzioni governative, istituzioni senza scopo di lucro ed istituzioni finanziarie. Queste ultime sono gli investitori più esperti e sofisticati e risultano più disposte a liquidare delle perdite maggiori (oltre il 30%) e quindi hanno un effetto di disposizione minore rispetto agli altri attori finanziari (Grinblatt e Keloharju, 2001).

Apparentemente, non c'è l'effetto di disposizione per le azioni di fondi comuni di investimento. Le persone sono più favorevoli a vendere i fondi in perdita e meno disposti a liquidare i fondi comuni di investimento che hanno avuto un incremento di valore. Questo è positivo dal punto di vista erariale (Ivkovic e Weisbenner, 2009). Tale riscontro è dovuto in parte perché gli investitori dei fondi comuni di investimento risultano, in media, più ferrati in materia finanziaria rispetto a quelli che possiedono solo le azioni ordinarie.

L'effetto è minore per gli investitori che fanno trending più frequentemente, essi sono più propensi ad andare in perdita. Inoltre, esso è inferiore anche per i possessori di capitali che usano più canali per effettuare le operazioni, aventi più titoli accademici e gli investitori giovani e di sesso maschile (Feng e Seasholes, 2005).

Negli individui il Disposition Effect rappresenta un tratto abbastanza stabile (Seru et al.,2010). Esso, insieme al lento apprendimento degli investitori relativamente al loro comportamento, può avere delle conseguenze negative a lungo termine. È necessario quindi che le persone prendano coscienza di tale tendenza capendo, oltretutto, le cause di tale effetto.

### *2.1.1. Cosa provoca il Disposition Effect*

Vi sono quattro elementi che causano l'effetto di disposizione (Shefrin e Statman,1985). Il primo è la teoria del prospetto di cui si è parlato nel secondo paragrafo di questo capitolo. Un investitore seguendo tale teoria diventa più avverso al rischio una volta avuto dei profitti e più propenso verso lo stesso quando sperimenta delle perdite. Sovrapponendo tale spiegazione al mondo degli investimenti, una volta che il valore dell'investimento cala, l'investitore dovrebbe essere disposto a tollerare dei rischi maggiori e mantenere il titolo in perdita. L'aumento dei prezzi, invece, spinge gli individui a vendere in anticipo.



Il secondo ingrediente è la contabilità mentale. Esso è la tendenza delle persone di organizzare alcune fonti e usi del denaro in differenti conti psicologici nella loro mente.

Il terzo fattore è l'avversione al rimpianto. Chiudere negativamente una posizione azionaria e quindi ammettere uno sbaglio, potrebbe provocare un rimpianto nell'aver acquistato il titolo inizialmente (Shefrin e Statman, 1985).

Il quarto ingrediente è l'autocontrollo. Quest'ultimo spiega come mai l'effetto di disposizione diminuisce all'avvicinarsi alla fine dell'anno per motivi fiscali.

Considerati i quattro elementi, si dovrebbe esaminare se vi sono delle ragioni razionali che spingono gli investitori all'effetto. Nel paragrafo precedente si è parlato degli effetti negativi dello stesso, però ci sono anche i benefici che derivano dal Disposition Effect, anche se di natura lieve. Uno di questi implica i costi di transazione. Data la natura di tali costi, le spese proporzionali diminuiscono quando il valore dell'investimento cresce e quindi vendere le posizioni che si sono apprezzate di più rispetto al valore d'acquisto potrebbe diminuire i costi di transazione.

Un altro motivo favorevole all'effetto potrebbe essere il ribilanciamento del portafoglio (Lakonishok e Smidt, 1986). Un investitore che vuole mantenere le ponderazioni di portafoglio dei singoli titoli entro certi limiti deve liquidare le azioni di cui peso supera tale limite.

Un altro elemento che potrebbe causare il Disposition Effect è l'autogiustificazione. Vendere un'azione in perdita può essere sgradito per gli investitori perché devono ammettere di aver commesso un errore. Investitori vogliono mantenere sempre una cognizione positiva sulla loro abilità di investire il denaro e cercano di adattare le loro azioni per essere coerenti con questi atteggiamenti. Ciò è più facile da fare se si permette un'autoinganno. Questo atteggiamento è una sfaccettatura della teoria psicologica della dissonanza cognitiva che dice che una discordanza tra le proprie azioni creano disagio e il pensiero di modificare dei comportamenti comporta dei costi psicologici (Festinger, 1957).

Oltre a questi fattori bisogna considerare anche i vari tipi di personalità degli investitori che vanno ad incidere in modo sostanziale sulla predisposizione dei soggetti all'effetto di disposizione.

### *2.1.2 Come i tratti di personalità incidono sul DE*

Hanno un ruolo molto rilevante anche i tratti di personalità come determinanti dei bias cognitivi di disposizione. Si può classificare la personalità in 5 fattori (Big5): estroversione, coscienziosità, nevroticismo, gradevolezza e apertura a sperimentare (Tupes e Christal 1961):

Estroversione: estroverso, energico, socievole, amichevole, loquace, assertivo, entusiasta, socievole;  
Coscienziosità: efficiente, organizzato, preparato, affidabile, autodisciplinato, non trascurato, rispettoso dei doveri;

Apertura all'esperienza: inventiva, curiosa, non convenzionale, eccitabile;

Nevroticismo: ansioso, irritabile, timido, lunatico, poco sicuro di sé, depresso, teso, stressato;

Piacevolezza: modesto, non esigente, caloroso, altruista, generoso, non testardo, simpatico, piacevole.

L'accuratezza della teoria dei Big5 è ampiamente accettata nella letteratura psicologica e la valutazione di ciascuno tratto avviene principalmente attraverso domande contenute dentro un questionario.

Gli stimoli provenienti dalle cinque caratteristiche possono incidere sull'atteggiamento nei confronti di rendimenti positivi e negativi e giustificare la differente predisposizione al Disposition Effect dei differenti investitori come dimostra l'esperimento di Cecchini, M ed altri del 2019.

Tale sperimentazione dimostra che l'estroversione è positivamente associata all'effetto. Ciò è dimostrato anche dalla letteratura, in quanto i soggetti estroversi sono più interessati al guadagno e preferiscono riceverlo nel breve termine invece di attendere profitti futuri (Daly, 2009). La maggiore sensibilità alla plusvalenza fa sì che i soggetti estroversi siano più motivati a ripetere le azioni che hanno portato a tale risultato ogni volta che si presenta un profitto a breve termine.

L'impulsività porta i soggetti ad agire con poca o nessuna preoccupazione per il futuro. I tratti di ansia e più in generale di nevroticismo possono portare gli individui a non vendere rapidamente le azioni in perdita in attesa che il prezzo aumenti per migliorare i loro stati d'animo. Le persone nevrotiche mostrano una reattività amplificata agli effetti negativi e la dimensione d'ansia porta le persone a rispondere con forza ai segnali negativi. Tali soggetti sono molto propensi a rinviare al futuro la realizzazione delle minusvalenze. Rispettivamente al lato delle perdite quindi il nevroticismo è positivamente correlato al DE (Larsen e Ketelaar, 1989).

Al contrario, le persone con più coscienziosità subiscono meno il Disposition Effect. Gli individui coscenziosi di solito hanno un grado di intelletto più elevato e tendono di essere più responsabili ed efficienti. Essi tendono a sopprimere l'impulsività lavorando per obiettivi a lungo termine. Le persone con tali caratteristiche sono anche guidate dall'autodisciplina che porta a fare i sacrifici per ottenere dei rendimenti più alti. Gli investitori con questi tratti potrebbero evitare di vendere le azioni ai primi risultati favorevoli, aspettando con calma rendimenti più alti anche se ciò potrebbe portare a subire alcune perdite. Quindi, la coscienziosità, come dimostra l'esperimento di Cecchini, è negativamente correlata all'effetto di disposizione attraverso sia il lato dei profitti che delle perdite.

Gli investitori più aperti sono più attivi nel liquidare le perdite rispetto alle prestazioni positive in quanto sono guidate dalla curiosità (Costa e McCrae, 1992). Tale lato caratteriale porta a migliori prestazioni lavorative. Si tratta di individui con una fervente curiosità, immaginazione ed esplorazione e quindi che hanno dei differenti canali cognitivi per processi decisionali. Sono, inoltre, più propensi ad imparare ed acquisire abilità a lungo termine, sono molto stimolati da ciò che hanno

attorno e cercano di sperimentare delle cose nuove. Le persone coscienziose risultano meno bloccati dai meccanismi precedenti e quindi evitano di ripetere dei comportamenti antecedenti che hanno portato a dei risultati negativi. Sono più interessate alle informazioni e dati che possono usare per conseguire dei risultati positivi, piuttosto che ai profitti. Tutto ciò dimostra che tale tratto di personalità è negativamente associato al Disposition Effect.

Per la caratteristica di piacevolezza non è stata formulata alcuna ipotesi in quanto non vi è prova di qualsiasi relazione con il processo decisionale (Barrick, 2002).

L'osservazione dell'influenza che hanno i tratti di personalità relativamente al Disposition Effect dovrebbe essere estesa ad altri strumenti finanziari come i fondi di investimento e le obbligazioni per spingere gli investitori ad essere più consapevoli nelle scelte relative al ciclo di investimento.

## **2.2 Differenza tra il Disposition Effect dei fondi di investimento comuni e dei fondi SRI**

È interessante vedere come si comportano i fondi di investimento socialmente responsabili relativamente al Disposition Effect. Come si vedrà nel paragrafo 3.5 ci sono diverse motivazioni sociali che spingono gli investitori agli SRI. Il coinvolgimento degli aspetti non prettamente economici nei fondi di investimento guidano non solamente i comportamenti e le aspettative degli investitori al dettaglio, ma anche gli atteggiamenti dei gestori fondi di investimento socialmente responsabili. Se le motivazioni dei gestori dei Fondi SRI si avvicinassero a quelle dei loro investitori, essi potrebbero essere più incentivati ad avere le perdite rispetto ai manager dei fondi comuni tradizionali se pensano che il valore sociale dell'investimento possa sovrastare la perdita di profitto (Boumda et al., 2021). Per cui, dovrebbero subire meno il Disposition Effect rispetto ai fondi comuni. Tale affermazione è stata confutata dall'esperimento di Boumda B et al (2021) in quanto come già detto nella sezione 3.4 non vi sono evidenze di un diffuso effetto di disposizione nei fondi comuni di investimento azionario. Sono state formulate tre ipotesi:

- 1- Per i gestori dei fondi SRI la percentuale dei guadagni realizzati è uguale alle perdite effettivamente avute.
- 2- Per i fondi comuni la proporzione degli utili reali deve essere uguale alle perdite realizzate.
- 3- Disposition spread dei gestori SRI è uguale a quello dei manager dei fondi tradizionali.

Si è cercato di capire quindi se i gestori dei fondi socialmente responsabili fossero influenzati dall'orientamento sociale dei fondi.

A seguito dell'esperimento l'ipotesi 1 è stata respinta in quanto i gestori dei fondi SRI non realizzano guadagni e perdite allo stesso modo. La stessa cosa vale per l'ipotesi 2 per i fondi comuni. Per quanto riguarda la terza ipotesi, non vi sono differenze tra lo spread medio di Disposition Effect tra i fondi SRI e i fondi convenzionali quindi per quanto riguarda tale effetto l'esperimento non ha dimostrato

divergenze di comportamento tra i gestori dei fondi SRI e quelli convenzionali. I primi non presentano differenze nella realizzazione delle perdite e guadagni rispetto i secondi nonostante la loro responsabilità etica e sociale.

Un altro studio constata anch'esso che non vi sono differenze tra l'effetto di disposizione dei due tipi di fondi fintantoché gli investitori socialmente responsabili non assegnano una parte sostanziale del loro portafoglio ad azioni di tipo coscienzioso (Van Dooren e Galema, 2017). Se almeno l'85% del degli stock è di natura socialmente responsabile allora è stato dimostrato che il Disposition Effect sarà maggiore. Quindi, solamente da questo livello abbastanza elevato il DE sembra incrementare nei fondi di investimento socialmente responsabili. Tale risultato dimostra che il Disposition Effect varia anche in base alle preferenze sociali degli investitori.

A questo punto è fondamentale capire da cosa sono guidate tali preferenze di natura sociale per comprendere ad un raggio più ampio la mente dell'investitore e i suoi determinati comportamenti.

### **3 I drivers degli SRI**

Le imprese si occupano del collocamento dei prodotti e servizi sul mercato e per farlo analizzano le aspirazioni e gli interessi dei consumatori e degli investitori che diventano sempre più mirati alla sostenibilità. Ci sono varie motivazioni socioeconomiche alla base degli SRI. I fattori sociopsicologici sono alimentati dalla globalizzazione, dai cambiamenti politici, dalle tendenze della società, dallo stato dell'economia e dal grado di responsabilizzazione della popolazione. I motivi demografici invece riguardano l'età degli investitori, il titolo di studio, il genere e lo stato di provenienza (Puaschunder, 2012). Le motivazioni che vanno ad originare gli investimenti socialmente responsabili non sono ancora molto chiare e sono oggetto di continue ricerche, ad oggi sono stati analizzati alcuni drivers.

Il primo è quello della volontà di massimizzare i profitti. Ci sono delle evidenze contrastanti per quanto riguarda la performance degli SRI al confronto con gli investimenti convenzionali. Nella realtà dei fatti molti investitori sono spinti dalla volontà di diversificare il proprio portafoglio oppure incrementare i ricavi quando vanno ad abbracciare l'idea degli SRI. Si aspettano quindi che questo tipo di investimento superi quello tradizionale proiettandolo anche in ottica di lungo periodo (Guenster et al., 2005).

Il secondo motivo potrebbe essere quello altruistico, inteso come preoccupazione per il benessere della popolazione in generale e dell'ecosistema. Altruismo è una sensazione psicologica correlata a delle sensazioni interne positive dovute al comportamento pro-sociale del soggetto. Va contro alla logica finanziaria dell'interesse razionale personale egoistico. Ci sono numerosi studi che confermano che questa percezione psicologica incide nell'analisi decisionali finanziarie. Gli investitori sono

pronti a sacrificare il loro margine di redditività proprio per l'altruismo (Becker, 2008). Quest'ultimo contribuisce alla fiducia collettiva, crea delle connessioni sociali forti e porta a benefici a lungo termine. La generosità degli investitori può presentarsi sotto forma di esenzioni fiscali oppure anche da una diminuzione dei profitti marginali in vista di conseguire altri tipi di fini come quello ambientale e sociale.

Un altro fattore è la necessità di innovazione e di spirito imprenditoriale (Handy, 2006). Queste sono necessarie per il progresso tecnologico, sociale ed economico. L'innovazione è stimolata dall'utilizzo efficiente delle risorse il che porta all'aumento della produttività ed all'incremento dei mercati. Il successo del processo di evoluzione imprenditoriale dipende da una serie di elementi come le decisioni delle istituzioni, il quadro normativo, il valore del capitale di investimento e dei valori sociali ed etici. SRI è un'opzione di investimento innovativa e imprenditoriale ed è fautrice di una crescita economica sostenibile. Questo tipo di investimento tiene a bada i rischi economici legati alle scelte personali ed affrontare in modo innovativo i timori sociali ed ambientali.

È molto importante anche il vantaggio strategico derivante dall'elevazione dello stato sociale per i soggetti che investono nella sostenibilità (Becker, 1976). Questo riguarda propriamente lo status sociale dei soggetti che è una caratteristica umana individuale. In effetti nella società d'oggi molte volte le opportunità di successo lavorativo e personale si basano sull'appartenenza a gruppi che si trovano in determinati status elevati. Questi ultimi infatti godono di livelli di benessere più alti e ciò spinge l'essere umano ad ambire ad essi. Fare gli investimenti socialmente responsabili fa sì che gli investitori siano ben voluti dalla collettività e ciò garantisce a loro il controllo del loro cerchio sociale. La responsabilità sociale migliora lo status dei leader in quanto l'eticità e azioni pro-sociali sono concepite come un atto magnanimo ed indica il rispetto degli altri.

Un altro tema di rilevanza assoluta è la trasparenza e la comunicazione informativa. Le decisioni di investimento si basano sui dati e le informazioni a proposito delle pratiche aziendali che si possono raccogliere e diventano il fondamento della fiducia degli investitori. Se questi ultimi trovassero delle lacune per quanto riguarda la documentazione delle scelte aziendali sulle tematiche ambientali e sociali potrebbero evitare le opzioni SRI oppure procedere addirittura al disinvestimento (Cuesta et al. 2007). Vi è il rischio di reputazione che è molto importante per le società. La trasparenza e la divulgazione delle informazioni corrette e veritiere è fondamentale per analizzare la condotta aziendale ed effettuare una verifica anche sugli SRI connessi. Perciò l'accesso semplice e facilitato alle delucidazioni sugli investimenti socialmente responsabili riduce il rischio di insolvenza finanziaria e di un atteggiamento aziendale irresponsabile e ciò va a contribuire all'aumento di SRI. Un motivo in più è l'autovalorizzazione tramite la coerenza delle proprie scelte di investimento con una serie di valori personali ed etici. Per cui certi investitori sono disposti a sacrificare dei rendimenti

pur di allineare le proprie allocazioni di denaro alle opinioni personali e sociali legati agli obiettivi comuni (Statman, 2008). In questo modo gli investitori si identificano con la propria scelta. L'essere coerenti con sé stessi permette a tali soggetti di auto migliorarsi e in tal modo di migliorare i propri investimenti socialmente responsabili. L'effetto di tale valorizzazione porta alla paura della perdita dello status sociale guadagnato e ciò distoglie gli investitori dalle decisioni di investimento non sostenibili. SRI contribuisce quindi alla nascita di un clima pulito e benevolo tra il mondo finanziario e gli attori dell'economia reale.

Un elemento in più sono le considerazioni sociali. Questi sono estremamente importanti e vengono inclusi nel processo finanziario decisionale (Frey e Stutzer, 2007). SRI porta ad un'unione dei principi economici con gli obblighi sociali. L'espressione dei valori personali in SRI porta ad un progresso generale a lungo termine.

Una delle caratteristiche più importanti degli investimenti sostenibili è quella di orizzonte a lungo termine (Crowther e Rayman-Bacchus, 2004). Questo porta a delle decisioni nell'ambito finanziario che riflettono delle prospettive future. La condotta aziendale deve essere incentrata quindi sulla consapevolezza dei rischi futuri e dei possibili impatti sociali delle loro scelte. SRI offre quindi delle opportunità finanziarie durature ed implica dei risultati sociali positivi a lungo termine. Guardando verso il futuro, l'integrazione degli SRI nel modello competitivo finanziario globale andrà a consolidare in modo sempre maggiore la coscienza sociale della condotta aziendale e tale strategia diventerà un processo standard dei mercati di investimento.

Per quanto riguarda le caratteristiche sociodemografiche alcuni studi confermano che sono più propensi ad investire in SRI gli investitori che possiedono un titolo universitario (Rield e Smeets, 2017). In più vi sono certe evidenze che il genere femminile e la popolazione più giovane siano più propensi ad effettuare gli investimenti sostenibili (Hayes, 2001)

Qualunque sia la motivazione oppure caratteristica demografica alla base degli SRI, ciò che importa è la tendenza in aumento per tali tipi di investimento necessari a garantire una stabilità economica sostenibile e il progresso sociale mondiale.

Il capitolo che segue sarà dedicato all'analisi empirica che vedrà come oggetto l'importanza del nome dei fondi di investimento socialmente responsabili. La denominazione congrua e pertinente relativamente alla sfera sostenibile è infatti essenziale per non far cadere l'investitore nell'inganno del Greenwashing.

## **Capitolo IV: Analisi empirica - L'importanza del nome legato alla sostenibilità dei Fondi di investimento.**

### **1 L'importanza del nome**

Il nome è davvero importante. Ogni cosa al mondo ne ha uno. Esso descrive e dimostra l'essenza di ogni oggetto e di ogni evento. Ogni nome ha un significato ed un motivo per cui è collegato ad uno specifico bene.

I nomi dei fondi secondo ESMA (l'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) sono un potente mezzo di marketing (ESMA 34-472-373). Sono la prima cosa con cui l'investitore entra in contatto una volta che decide di investire. Il nome di un fondo è un insieme di lettere, numeri o parole che identifica e distingue un fondo rispetto ai suoi concorrenti. Esso è essenziale per stabilire l'identità del fondo. È uno strumento fondamentale per gli sponsor per commercializzare i propri fondi e diffondere le informazioni agli investitori. Questi ultimi, infatti, potrebbero dare fiducia ai nomi dei fondi e basare la propria scelta di investimento del risparmio proprio su questi, senza andare più a fondo e trascurando la documentazione dettagliata sull'organizzazione e sulla strategia degli stessi. È dunque, di un'importanza fondamentale che non siano fuorvianti per gli individui in fase di indirizzamento dei capitali verso un fondo piuttosto che in un altro. I fondi con nomi più scorrevoli ed armoniosi attraggono più flussi di investimento netti (Green e Jame, 2013)

L'Investment Company Act (ICA) del 1940 del Congresso degli Stati Uniti, che regola l'organizzazione delle società di investimento e le attività di cui si occupano, proibisce ad un fondo di inserire nel nome delle parti che possano portare all'inganno il consumatore (Investment Company Act of 1940, Chapter 686 of the 76th Congress).

La Commissione nel 2001 ha istituito la Names Rule basandosi sull'ICA per prendere in considerazione una più grande sezione di nomi delle società di investimento che potrebbero portare confusione all'investitore. Tale regola ha richiesto che una SGR registrata con un determinato nome che porta a pensare che si occupi di un particolare investimento, appartenga a un particolare paese e settore debba investire almeno l'80% del suo capitale nell'investimento suggerito dal suo nome (Final Rule: investment company names, SEC, 2001). Tale norma avrebbe dovuto semplificare la fase della selezione del fondo per un investitore, ma ha portato a molteplici problemi interpretativi della stessa. Oggi le istituzioni europee, concretamente ESMA e l'autorità di regolamentazione e vigilanza dei mercati finanziari dell'UE, si muovono per rendere più moderna la Names Rule e per questo cercano un contributo sulla bozza di linee guida sull'uso dei nomi dei fondi (Herren Lee, 2022).

Data la vasta domanda degli investimenti socialmente responsabili la scelta dei nomi dei fondi SRI dovrebbe essere molto prudente e coerente con la funzionalità del fondo. L'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati reputa che le locuzioni come "ambiente", "ESG", "etico",

"governance", "green", "impatto", "responsabile", "sociale", "SRI", "sostenibile" e "sostenibilità" nei nomi dei fondi possano essere inserite solamente se gli obiettivi e la politica di investimento del fondo confermano tali caratteristiche. Altrimenti, si corre il rischio di Greenwashing, dovuto al mancato rispetto degli standard di sostenibilità proporzionato al nome. Infatti, va a mancare la qualità di trasparenza dei fondi. Questi vocaboli inseriti dai gestori patrimoniali dentro la denominazione dei fondi per renderli più competitivi, possono renderli particolarmente appetibili per gli investitori coscienti.

L'attenzione dell'ESMA e di altre istituzioni europee al nome è dovuta anche all'aumento dei cambiamenti del nome dei fondi in denominazioni più verdi. La tendenza sembra in aumento negli ultimi anni. I fondi un anno dopo il cambio del nome presentano dei flussi maggiori di investimenti netti dell'1,18% al mese oppure del 14,16% all'anno (El Ghoul e Karoui, 2021). Tuttavia, tale effetto è più evidente nei fondi con un turnover elevato ed un'elevata esposizione all'indice sociale MSCI KLD 400. Per cui, in media, gli investitori sembrano essere consapevoli di indirizzare i propri capitali non solo ai fondi esteticamente verdi, ma a quelli che lo sono veramente e modifiche ai nomi dei fondi, in gran parte dei casi, non sono solo di facciata, ma comportano un reale ribilanciamento del portafoglio. Quest'ultimo, tuttavia, non modifica significativamente l'esposizione del portafoglio ai premi di rischio o alla sua performance corretta per il rischio.

Ciò nonostante, non è sempre così: alcune variazioni della denominazione sono l'espressione del Greenwashing, essendo puramente estetici. Infatti, gli investitori rispondono in modo positivo anche ai cambiamenti superficiali del nome dei fondi, con l'aumento dei flussi di investimenti negli stessi (Espinlaub, 2017). Per questo, il 31 maggio del 2022 l'ESMA ha condotto una conferenza sulla vigilanza sui rischi e l'informativa sulla sostenibilità (ESMA 34-25-1427) discutendo tra l'altro di alcune linee guida sulle regole relative ai nomi dei fondi ESG. Si tratta di una serie di linee guida che trattano in modo più dettagliato proprio il tema relativo all'uso dei termini legati alla sostenibilità nei nomi dei fondi su cui l'autorità ha richiesto dei pareri agli stakeholders esterni relativamente all'introduzione delle soglie quantitative per l'uso della terminologia ESG. Tali orientamenti non intendono invadere i principi del regolamento SFDR e nemmeno i requisiti del regolamento sulla Tassonomia Europea. La proposta dell'ESMA è mirata a rafforzare un allineamento tra il nome dei fondi e le caratteristiche e lo scopo dell'investimento, inserendo la "quota minima di investimento" usata per rispettare gli obiettivi dell'investimento SRI.

Gli elementi fondamentali del documento di consultazione della bozza di linee guida per l'uso delle locuzioni ESG nella denominazione dei fondi su cui l'ESMA ha richiesto un feedback sono:

- Un minimo dell'80% di investimento coscientioso in conformità con gli obiettivi ambientali, sociali e di governance per i fondi che utilizzato il termine "ESG" nella propria



denominazione, in concordanza con gli allegati II e III del Regolamento 2019/2088. Per l'autorità la soglia è soddisfacente per evitare che i nomi dei fondi risultino ingannevoli agli occhi degli investitori.

- Una percentuale minima del 50% aggiuntiva per gli investimenti del primo punto per l'utilizzo della parola "sostenibile" oppure qualsiasi altro termine legato alla sostenibilità, in conformità con l'articolo 2, paragrafo 17 del Regolamento SFDR.
- Garanzie minime formate dai criteri di esclusione che potrebbero essere necessarie per gli investimenti rimanenti dei fondi, ossia quelli che non hanno il ruolo di rispondere agli obiettivi ambientali o sociali del fondo.
- Altre considerazioni più specifiche per i fondi più particolari come quelli indicizzati e d'impatto. I primi dovrebbero utilizzare nel loro nome parole delle tematiche ESG solamente se le soglie pertinenti sono rispettate dal fondo. I secondi hanno l'incarico di soddisfare le soglie stabilite e mettere in pratica degli investimenti che abbiano un ritorno economico positivo ed un impatto sociale ed ambientale.

I suggerimenti dell'ESMA si applicano alle società di gestione di OICVM, i gestori dei fondi di investimento alternativi, i gestori EuVECA, EuSEF e ELTIF oltre che alle autorità competenti.

Tali bozze di linee guida dovrebbero essere applicabili, secondo l'ESMA, a partire da tre mesi dopo la pubblicazione della traduzione sulla pagina web dell'autorità. Ai fondi che sono stati lanciati prima della data di attuazione viene raccomandato di concedere sei mesi per allinearsi con i requisiti. Se non rispetteranno i limiti imposti saranno obbligati a togliere i termini legati alla sostenibilità dal proprio nome (ESMA 34-472-373).

Basandosi sui dati di pubblicati sul Consultation Paper- ESMA 34-472-373 a luglio del 2022 il 14% dei fondi presenti sul territorio dell'Unione Europea, che corrisponde a 4192 fondi su un totale di 29701, hanno nella propria denominazione almeno una locuzione che richiama il tema ESG. Classificando i fondi in base al Regolamento 2019/2088 troviamo che hanno nei loro nomi terminologia legata alla sostenibilità rispettivamente:

- 534 fondi dell'articolo 6;
- 2730 fondi dell'articolo 8;
- 928 fondi dell'articolo 9.

È più che lecito pensare che i fondi dell'articolo 6 siano quelli che avranno più ripercussioni a causa dell'orientamento che l'ESMA sta proponendo. Questo perché i fondi dell'articolo 6 dovranno impegnarsi molto per poter rispettare le soglie imposte per poter mantenere il nome sostenibile, in quanto sono molto più disallineati con i limiti delle linee guida che ESMA sta cercando di promuovere

rispetto agli articoli 8 e 9. Quelli appartenenti all'articolo 8 e 9 ne sarebbero influenzati, quindi, in misura decisamente minore.

Si prevede che le linee guida dell'ESMA porteranno ad un rafforzamento della trasparenza delle informazioni indirizzate agli investitori e facendo ciò porteranno un maggiore flusso di capitali negli investimenti SRI. Perciò ne beneficeranno soprattutto i soggetti che investono ma anche i gestori dei fondi potranno avere più chiarezza nell'uso dei nomi.

Per la rilevanza del tema esposto relativamente all'importanza del nome legato alla sostenibilità dei fondi di investimento e che tale denominazione sia congruente con gli obiettivi degli stessi fondi, il sondaggio empirico che seguirà analizza il tema del nome come simbolo della sostenibilità per i fondi di investimento.

## **1.2 Analisi empirica**

### *1.2.1 Analisi delle informazioni demografiche*

Per esplorare il tema introdotto nella sezione precedente, si è deciso di costruire e distribuire un sondaggio. Il fulcro del sondaggio che è stato svolto è la domanda empirica "Il nome del fondo potrebbe essere sufficiente per capire se si tratta di un fondo green, oppure è probabile che faccia cadere l'individuo nel tranello del Greenwashing?". L'analisi, quindi, si concentra sull'importanza della denominazione sostenibile del fondo di investimento nel processo di scelta del fondo di investimento.

Il sondaggio è composto da tre sezioni. La prima sezione contiene domande demografiche relative all'età, al genere, allo stato civile, al livello di istruzione, all'occupazione, alle fonti di reddito ed alla presenza di rischio. All'interno sempre dei quesiti demografici sono state inserite tre domande di controllo per individuare il grado di alfabetizzazione finanziaria degli intervistati. Oltre a questi punti, sono state incluse due tipi di domande relative a temi differenti:

- Domanda sulla classe di rischio degli intervistati accompagnata da altri quattro quesiti di controllo fondati sulle rappresentazioni di particolari situazioni a cui gli intervistati possono rispondere in modo differente a seconda della loro tolleranza al rischio;
- Domande sulla fiducia in sé stessi in merito alle conoscenze di sostenibilità e di Greenwashing ed altri quesiti di controllo per misurare se tale confidence corrisponde alla realtà.

La seconda sezione contiene delle domande di trattamento. Si tratta di una serie di domande, che in relazione della classe di rischio da cui gli individui si sentono rappresentati, presuppone due tipi di scelte tra due coppie di fondi. Una coppia dove vengono presentati due fondi, Fondo 1 e Fondo 2, senza denominazione e con solo delle informazioni di tipo breve, uguali per entrambi i fondi, con una sola variabile, la "sostenibilità". Quest'ultima è evidente dall'oggetto di investimento dei fondi.

La seconda coppia, invece, riporta anche il nome dei fondi. Quello sostenibile ha un nome sostenibile e quello che non lo è, no. Le informazioni sono le stesse presentate per i fondi senza denominazione (1 e 2). Tali informazioni sono state presentate su due specchietti informativi. Per evidenziare la sostenibilità di uno, nella scelta in cui sono presenti nomi, lo specchietto rappresentativo è di colore verde. Quelli senza nome e quello con il nome non sostenibile sono di colore azzurro.

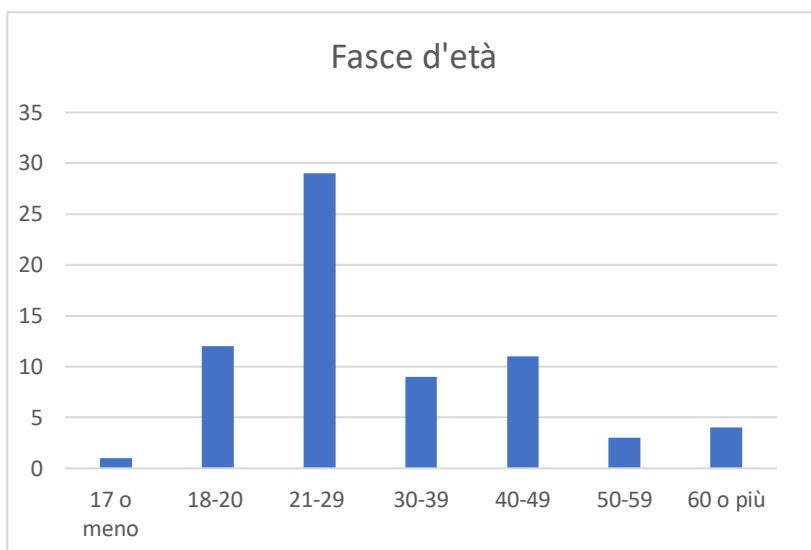
Per ogni coppia di fondi di investimento l'intervistato può decidere quanto investire in ognuno avendo a disposizione mille euro. Si è voluto in tal modo evidenziare se nel momento della scelta di investimento, le persone investono di più nel fondo riportante il nome sostenibile, anche se le informazioni sono uguali in entrambe le scelte di coppie.

La terza sezione comprende un'altra domanda di trattamento. Sempre in base alla propensione al rischio degli individui, una serie di quattro domande è rivolta ad analizzare il Disposition Effect degli intervistati, trattato nel paragrafo 2 del capitolo 3, degli intervistati. Riprendendo le coppie dei fondi con nome e senza nome, alle persone è stato chiesto quanta percentuale di perdita sono in grado di tollerare prima di vendere il loro fondo. Si è voluto vedere se per i fondi con il nome disponibile tale percentuale fosse maggiore rispetto a quelli senza il nome oppure quello non sostenibile.

Il sondaggio è stato costruito sulla piattaforma Qualtrics ed è stato distribuito tramite l'apposito link agli studenti dell'Università Ca' Foscari ed agli impiegati di un istituto bancario, oltre che amici e familiari. Esso è rimasto in rete tra l'1 ed il 6 febbraio. Al questionario hanno risposto 69 persone. La versione integrale dello stesso è presente nell'appendice A alla fine dell'elaborato.

La maggior parte degli intervistati sono persone giovani, di età compresa fra 21 e 29 anni, rappresentano il 42%. Il 17% appartiene alla fascia d'età fra 18 e 20 anni e 1 persona ha meno di 18 anni. Gli altri individui hanno un'età media compresa fra 30 e 39 anni (13%), fra 40 e 49 anni (11%), fra 50 e 59 anni (4%) e 60 o più (6%).

Figura 2. Fasce d'età del campione di sondaggio. *Fonte: Elaborazione personale.*

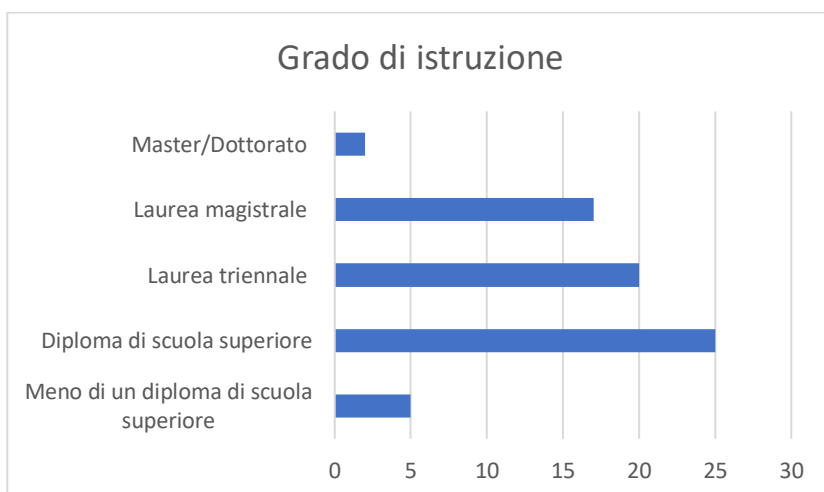


Per quanto riguarda il genere, la maggior parte sono donne. Rappresentano il 62%. Una persona è di genere non binario e una ha preferito non rivelare il proprio sesso. Gli uomini, di conseguenza, sono 24 (35%).

La maggior parte delle persone sono celibi/nubili, il 75%. Gli sposati sono 20%, 3% sono i divorziati ed 1% sono i separati.

Come grado di istruzione la maggior parte ha conseguito una laurea triennale (28%) o magistrale (24%) e master/dottorato (3%), che sommano complessivamente 55%. Si tratta di un campione di persone, quindi, che per la maggior parte ha un livello di istruzione alto. La maggior frazione degli intervistati ha conseguito un diploma di scuola superiore, rappresentano il 35% ed il 7% ha meno di un diploma superiore.

Figura 3. Grado di istruzione degli intervistati. *Fonte: Elaborazione personale.*



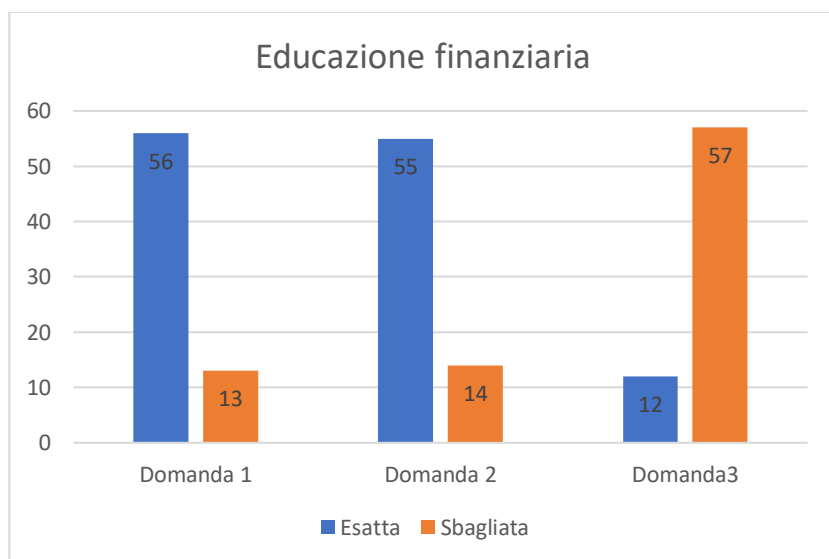
Relativamente all'occupazione la maggior parte delle persone a cui è stato sottoposto il sondaggio sono degli impiegati full-time, il 58%. Nessuno è inoccupato, lavoratore autonomo oppure non in grado di lavorare. Il 30% è rappresentato dagli studenti e il 7% dai lavoratori part-time.

Come fonte di reddito per il 59% degli intervistati è il lavoro full-time. Per molti, il 25% è il supporto familiare e per il 14% è il lavoro part-time. Le altre fonti di reddito rappresentate da percentuali esigue sono: lavoro stagionale (6%), tirocinio retribuito (3%), la borsa di studio (1%) e altro (5%).

La maggior parte delle persone che hanno risposto (il 55%) non ha figli.

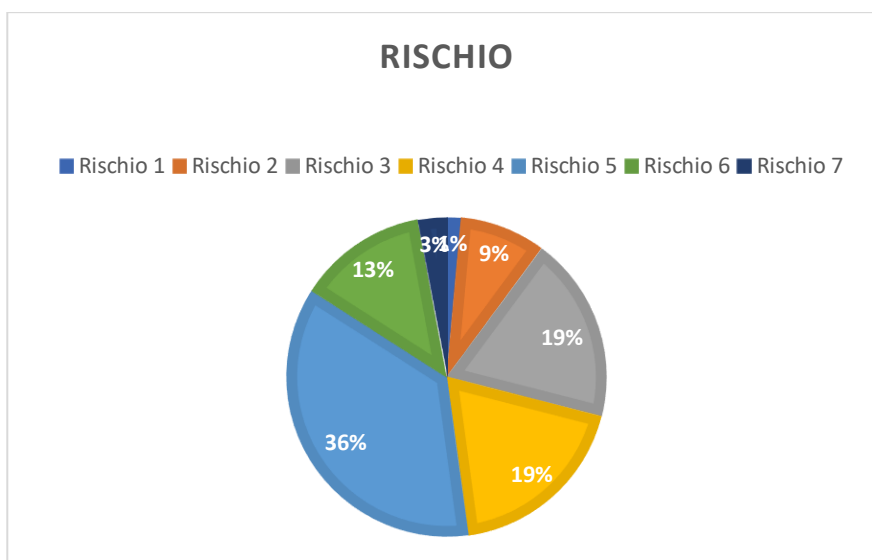
Alcuni quesiti hanno cercato di mostrare il livello di educazione finanziaria degli individui. Sono state proposte tre domande con difficoltà diverse, con grado crescente di difficoltà. Alla prima domanda *“Supponiamo che tu abbia 100 dollari in un conto di risparmio, con un tasso d'interesse del 2% all'anno. Dopo cinque anni, quanto pensi di avere nel conto”* la risposta giusta è stata data dall'81% degli intervistati. Alla seconda *“Immagina che il tasso di interesse sul tuo conto di risparmio è dell'1% all'anno e l'inflazione, invece, è del 2% all'anno. Dopo un anno, con i soldi nel conto sei in grado di acquistare”* dall'80%. Alla terza *“La seguente affermazione: «L'acquisto di una singola azione di una società di solito offre un rendimento più sicuro di un fondo comune d'investimento» è”* solamente dal 17%. Le prime due domande dimostrano che l'alfabetizzazione finanziaria degli individui è abbastanza buona anche se non dai livelli eccellenti come dimostra la terza domanda, la media delle risposte corrette è del 59%. È interessante notare che le persone che 9 persone hanno risposto correttamente a tutte e 3 le domande il che corrisponde al 13% del campione. Di queste la maggior parte appartiene alla fascia di rischio 5, il che porta a pensare che le persone che hanno un'alta alfabetizzazione finanziaria siano più propense al rischio.

Figura 4. Educazione finanziaria degli intervistati. *Fonte:* Elaborazione personale.



All'inizio del questionario a tutti è stata chiesta la classe di rischio che meglio li rappresenta: "In una scala da 1 a 7, dove 1 corrisponde al minimo e 7 al massimo, quanto sei disposto ad accettare il rischio?". Ognuna delle 69 persone ha dato una risposta soggettiva di quanto pensa di essere rischioso in una scala da 1 a 7. La maggior percentuale è di fascia di rischio 5, il 36%. Poi seguono in ordine crescente quelle di fascia 3 e 4 con il 19%, quelli di rischio 6 con il 13%, rischio 2 con 9%, rischio 7 con 3% e rischio 1 con 1%. In ogni caso sommando gli individui di classi di rischio elevate (5, 6 e 7) vediamo che rappresentano il 52%, quindi la maggior parte delle persone del campione si ritengono propense al rischio.

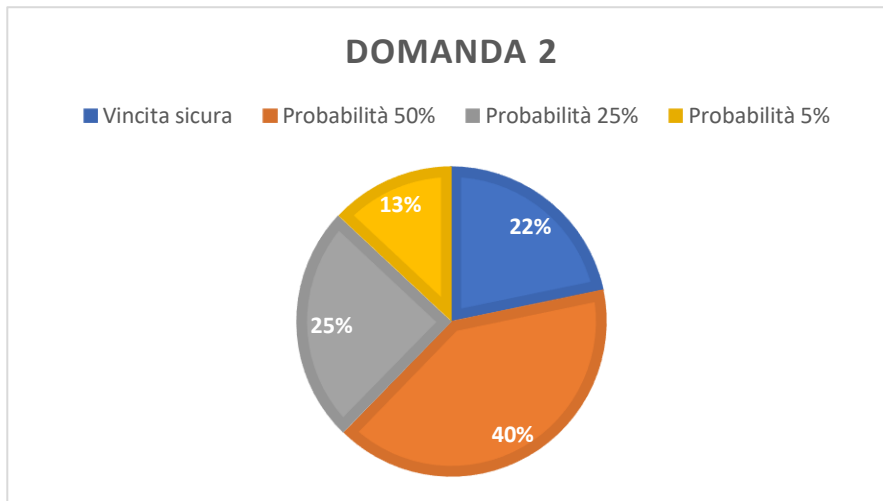
Figura 5: Autovalutazione del rischio del campione degli intervistati. *Fonte: Elaborazione personale.*



In seguito, sono state fatte domande per misurare la propensione al rischio dei soggetti in modo più oggettivo possibile. Alla prima domanda il 60% delle persone ha associato alla parola "rischio" il termine "incertezza", il 10% la nozione negativa di "perdita", il 22% la parola "opportunità" e il 6% brivido.

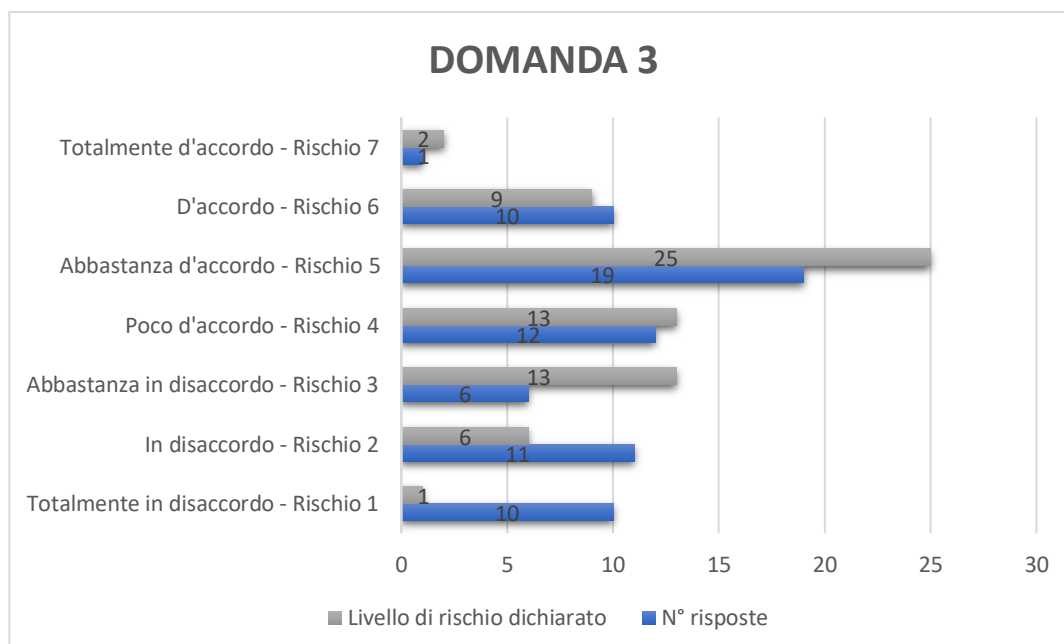
La seconda domanda vuole, invece, individuare come i soggetti reagiscono ad una vincita bassa (1000 euro) ma sicura e ad altre vincite di importo che cresce esponenzialmente, da 5000 euro a 10000 dove anche la percentuale di probabilità di vincita va dal 50% al 25% per poi arrivare al 5% per una vincita di 100000. La maggior parte preferisce vincere il quintuplo della somma sicura con il 50% di probabilità.

Figura 6: Risposte alla domanda n° 2 sulla tolleranza al rischio. *Fonte: Elaborazione personale.*



La terza domanda sul rischio è relativa alla disponibilità delle persone di prendere a prestito per investire. Il 28% è abbastanza d'accordo. Ma molti sono totalmente in disaccordo (14%), in disaccordo (15%), abbastanza in disaccordo (10%) e poco d'accordo (17%). Sommando le percentuali risulta che la maggior parte delle persone non prenderebbe a prestito per investire i soldi. Quindi nonostante molti abbiano attribuito a sé stessi un'alta classe di rischio, la loro tolleranza non è così alta. Gli altri intervistati sono d'accordo (14%) e totalmente d'accordo (3%). Dal grafico della Figura 7 si evince la differenza fra quante persone si sono auto dichiarate di una certa classe di rischio e di quante persone hanno scelto l'alternativa corrispondente a tale livello di rischio.

Figura 7. Differenza fra l'autovalutazione del rischio e risposte alla domanda n°3 sulla tolleranza al rischio. *Fonte: Elaborazione personale.*



La quarta domanda chiede se è più importante fare investimenti sicuri oppure affrontare dei rischi nella speranza di rendimenti garantiti. Il 35% ha risposto probabilmente sì, il 6% assolutamente sì, il 26% forse. Altre persone invece preferiscono rischiare poco, il 26% ha detto probabilmente no e il 7% ha risposto assolutamente no.

Nella domanda di partenza la maggior frazione di persone si sono attribuiti un alto grado di rischio, ciò però non coincide con le risposte date in seguito dove gli individui hanno per la maggior parte preferito le alternative rappresentanti minor tolleranza al rischio.

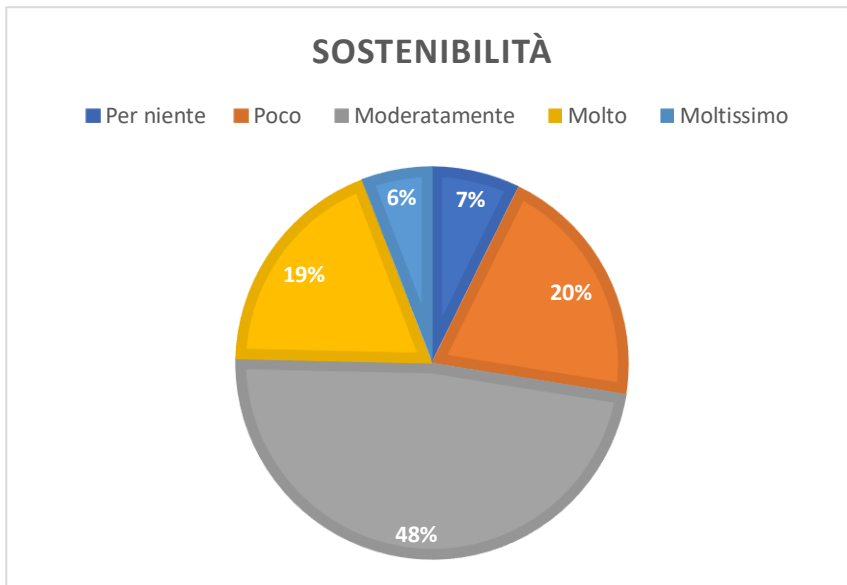
Un'altra tipologia di domande fondanti per questo sondaggio sono quelle relative alla sicurezza delle persone in tema della sostenibilità. "Le persone davvero ne di sostenibilità sanno quanto pretendono di sapere?". Per rispondere a tale quesito sono stati costruiti sette quesiti. Il primo è relativo a quanto le persone si ritengono informati in merito alla sostenibilità. La maggior parte (21 persone) ritiene di esserlo abbastanza bene. Tanti si ritengono informati, ma poco (19 persone). Altri ancora bene (16 persone), molto bene (3 persone), molto poco (4 persone) e 6 persone hanno affermato di non saperne nulla.

La fonte di conoscenza per la gran parte degli intervistati è internet e social network (26%), poi c'è televisione, radio e giornali (23%). Le percentuali minori vengono occupati da università, scuola ed altro (tutti 11%), eventi pubblici (7%), incontri con gli amici (6%), in famiglia (4%) e club e associazioni (3%).

Le altre cinque domande hanno il ruolo di captare la corrispondenza di quello che persone pensano di sapere alla loro effettiva conoscenza. Alla domanda "*Se qualcuno ora ti chiedesse di spiegargli cos'è la sostenibilità, quanto saresti sicuro della tua risposta?*" 33 persone sottoposte al sondaggio hanno risposto "moderatamente". 14 persone hanno risposto "poco", 13 individui "molto", 4 moltissimo e 5 per niente. La maggior parte, quindi, saprebbe discretamente dare una definizione al termine "sostenibilità".

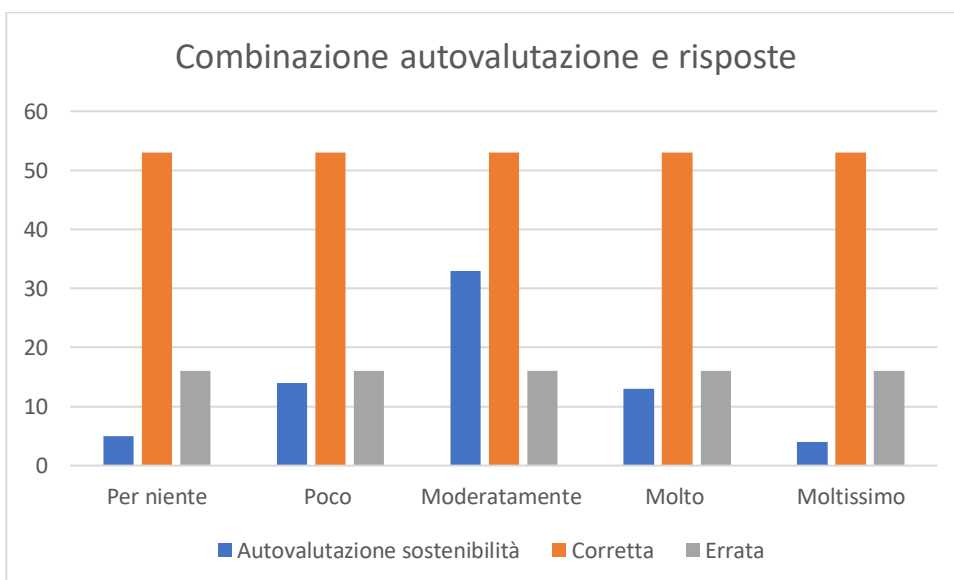


Figura 8: Autovalutazione della conoscenza di sostenibilità. *Fonte:* Elaborazione personale.



Tale risultato va confrontato con la domanda di controllo dove sono state date due definizioni di sostenibilità, una corretta e l'altra errata. È stato chiesto alle persone di rispondere quale secondo loro era quella vera. L'esito è visibile nel grafico della Figura 9.

Figura 9. Combinazione autovalutazione della conoscenza di sostenibilità e risposte date alla domanda di controllo. *Fonte:* Elaborazione personale.

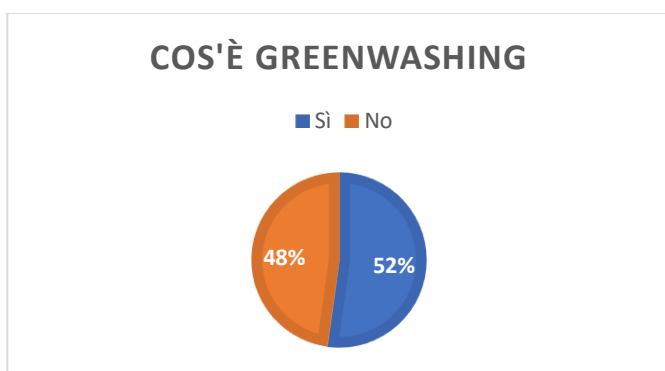


Quindi, valutando i risultati in termini di overconfidence, ossia un bias comportamentale consistente in eccesso di fiducia nelle proprie abilità, talento ed intelletto a seguito di alcuni eventi integralmente causali in un determinato ambito (Legrenzi e Arielli, 2005), possiamo dire che essa non è presente.

È stata proposta un'altra domanda, dove erano possibili più opzioni di scelta, in cui si è chiesto agli intervistati quali delle parole indicate erano legate direttamente alla sostenibilità. I termini erano in totale 10, di cui 6 ascrivibili al mondo sostenibile. In media le persone hanno dato circa 2,26 risposte corrette che corrisponde al 38%. Il numero di risposte più frequentemente dato è due. Sono veramente pochissimi che sono riusciti a dare più di 4 risposte corrette, corrispondono al 13% di persone che hanno svolto il questionario. Tale domanda ulteriore dimostra, invece, che le persone hanno una fiducia maggiore relativamente al proprio sapere sostenibile di quanto lo sia la realtà dei fatti. I maschi sono maggiormente informati sulla sostenibilità, tra le persone che hanno dato più di 4 risposte corrette, rappresentano la maggioranza. Le persone che hanno risposto in modo più completo rispetto alle altre inoltre sono quelle che hanno almeno il diploma di scuola superiore (22%) e il resto ossia il 78 per cento ha conseguito almeno una laurea. Ciò vuol dire, anche se il campione di persone è molto ristretto, che le persone con gradi di istruzione più alta sono le più competenti in materia di sostenibilità come conferma anche la letteratura.

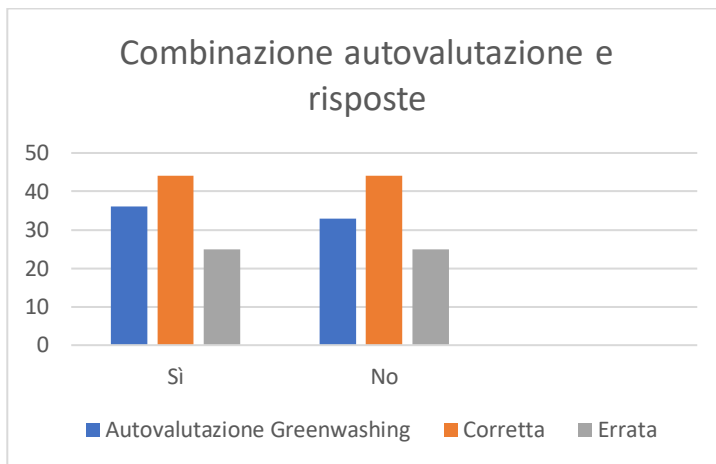
Un altro tema da valutare è stata la conoscenza delle persone del fenomeno di Greenwashing. È stato chiesto di rispondere sì o no alla domanda “Sai cos'è il Greenwashing?”. La risposta è visibile nella Figura 10.

Figura 10. Autovalutazione conoscenza Greenwashing. *Fonte:* Elaborazione personale.



Molti, quindi, ritengono di sapere cosa sia il fenomeno di Greenwashing. Per misurare tale conoscenza è stata inserita una definizione giusta e una sbagliata del fenomeno ed è stato chiesto di scegliere quella corretta.

Figura 11. Combinazione autovalutazione della conoscenza del Greenwashing e risposte date alla domanda di controllo. *Fonte:* Elaborazione personale.



Ciò dimostra che la maggior parte delle persone intervistate sa cos'è il Greenwashing e quindi non è presente l'overconfidence relativamente a questo tema.

### 1.2.2 Domanda di trattamento n° 1

Nella sezione 2, a seconda della fascia di rischio soggettivo dichiarata dai partecipanti, sono state presentate due alternative di coppie di fondi di rischio coerente a quello dichiarato<sup>1</sup>: una con nomi generici Fondo 1 e Fondo 2 e l'altra con due nomi fantasiosi dei fondi, uno dei quali riportava un nome sostenibile come già accennato all'inizio. Le alternative, una senza nome ed una con il nome, sono state presentate in modo randomizzato agli intervistati. Prima di ogni scelta, è stato presentato uno specchietto informativo per ogni fondo di riferimento. Come si è già detto in precedenza, per i fondi generici e quello non sostenibile lo specchietto è di colore blu. Mentre, per quello sostenibile con il nome coscienzioso lo specchietto è di colore verde.

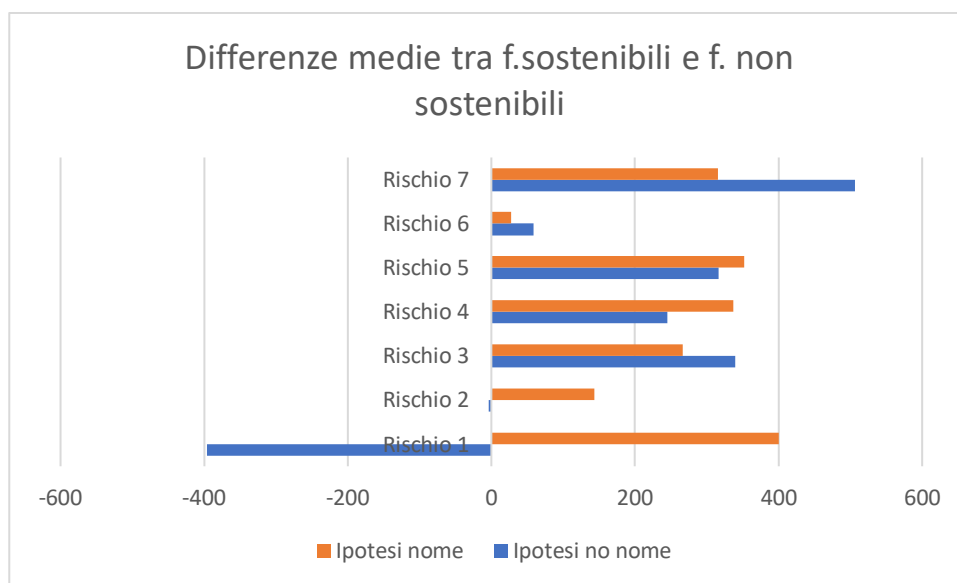
Ogni persona aveva 1000 euro a disposizione da distribuire tra i due fondi, sia per l'ipotesi con la denominazione che senza. L'importo doveva essere investito integralmente, quindi frazionato fra i due fondi per entrambe le opzioni oppure investito interamente in uno oppure nell'altro. In media le persone appartenenti a questo campione d'indagine hanno preferito i fondi sostenibili in entrambe le scelte. Per quelli generici differenza media di investimento tra il Fondo 1 (sostenibile) e il Fondo 2 (non sostenibile) è di 152,36 euro. Per quelli con il nome la differenza è ben maggiore ed è di 263,18 euro, ossia il 73% in più rispetto ai fondi senza nome. Questo avvalorata la tesi proposta da questo

<sup>1</sup> Per le classi di rischio 1, 2 e 3 non sono state presentate delle alternative di fondi corrispondenti in quanto non è stato possibile selezionare due fondi con questo esatto profilo di rischio. Agli intervistati che hanno indicato tali classi di rischio è stata proposta la scelta con il profilo di rischio 4, che è la classe di rischio inferiore dei fondi che sono stati analizzati.

sondaggio, ossia gli individui attribuiscono una grande importanza al nome che richiama la sostenibilità e da esso vengono condizionati. Non è indifferente nemmeno il ruolo del colore differente dello specchio informativo, che sicuramente ha attirato più attenzione rispetto agli altri tre fondi.

Andando più in dettaglio per tutte le fasce di rischio vediamo questo risultato riassunto nella figura 12.

Figura 12. Differenze medie tra fondi sostenibili e quelli non sostenibili. *Fonte:* Elaborazione personale.



Dimostra che per la fascia di rischio 1, 2, 4 e 5 del campione di persone intervistate la differenza media di importi investiti nel fondo con il nome sostenibile è maggiore rispetto alla differenza media relativamente ai fondi generici.

Si vedono altresì, che per il rischio 1 e 2 la situazione cambia in modo evidente. Infatti, nel caso di ipotesi senza nome le persone si sono indirizzate sul fondo non sostenibile, mentre nel caso dove il nome era presente si sono fatte convincere maggiormente dalla scelta sostenibile.

Riprendendo l'analisi per l'età si vede che le persone di età compresa fra 18 e 20 anni, quelle di età dai 20 a 29 anni e quelle della fascia di 30-39 anni hanno investito di più nei fondi sostenibili della scelta generica rispetto a quella con il nome. Le differenze sono minime per i primi di 42,83 euro, per i secondi di 4,17 euro e per i terzi di 6,20 euro. Ciò porta a pensare che le persone in età giovane prestano più attenzione alle informazioni che descrivono i fondi, senza farsi condizionare dal nome. Per le fasce di età maggiori, invece, la differenza media tra l'importo investito nel fondo sostenibile con il nome sostenibile e quello investito nel fondo con il nome non sostenibile rispetto alla differenza

media del Fondo 1 e Fondo 2, dove il fondo 1 ha le stesse informazioni del fondo con il nome sostenibile, è maggiore e di molto. Per la fascia di 40-49 si parla del 57% in più, per la fascia d'età tra 50 e 59 del 31% in più e per la fascia da 60 in su del 67%. Anche se il campione analizzato non è rappresentativo, ciò spinge a credere che le persone con un'età maggiore si lascino coinvolgere di più dal nome piuttosto che dalle informazioni presenti.

Andando a vedere il genere si individua che per il campione maschile la situazione sia analoga a quella generale, preferiscono i fondi sostenibili piuttosto che quelli che non lo sono, sia nel caso senza nome che con quello con il nome. La scelta con il nome sostenibile ha raccolto il 51% di più di denaro rispetto a quella del fondo 1 generico. Per le femmine vale la stessa argomentazione, in quanto in entrambe le opzioni hanno preferito i fondi sostenibili e nell'opzione con i nomi presenti hanno investito il 48% in media in più nei fondi di investimento riportanti il nome sostenibile. Tale differenza porta a credere che le persone, indipendentemente dal sesso, attribuiscono molta rilevanza al nome, piuttosto che al contenuto delle informazioni.

Da un controllo più approfondito si rileva che in media le persone che hanno conseguito almeno una laurea non presentano che una differenza minima nel comportamento relativamente alla scelta delle opzioni con nome o senza nome. Tale differenza è di circa 1% a favore degli investimenti sostenibili con la denominazione. Ciò dimostra che le persone più istruite prestano più attenzione al contenuto delle informazioni piuttosto che al nome. In entrambi i casi, però, le persone più istruite scelgono gli investimenti di tipo ESG e la loro scelta è ben confermata dalla differenza di circa 150 euro in entrambi i casi tra gli investimenti sostenibili e quelli che non lo sono. Tale risultato conferma la letteratura che dice che le persone che hanno un'educazione più alta preferiscono gli investimenti socialmente responsabili.

Analizzando i dati relativamente alle persone che hanno meno di un diploma di scuola superiore oppure hanno un diploma di scuola superiore notiamo che anche esse prediligono l'investimento coscienzioso rispetto a quello che non lo è. Andando a vedere la differenza degli importi vediamo che le persone meno istruite basano di più la loro scelta di investimento sul fattore nome. In effetti, gli investimenti nei fondi con la denominazione sostenibile rispetto a quelli nel fondo 1 in media sono maggiori del 52%.

Andando ad osservare le medie relativamente alle persone che hanno risposto correttamente a tutte le tre domande sull'educazione finanziaria, vediamo che paradossalmente anche se dovrebbero essere persone che non si fanno convincere dal nome, la differenza di denaro investito nell'ipotesi comprendete la denominazione dei fondi è tanto maggiore, del 181%, rispetto all'ipotesi senza nome. In entrambi i casi le persone hanno scelto in media un investimento di tipo sostenibile.

Gli individui che hanno risposto correttamente alla domanda su che cosa sia il Greenwashing hanno preferito di gran lunga gli investimenti di tipo ESG. In media hanno investito 285,84 euro in più nei fondi di investimento senza nome sostenibili e 438,56 euro in più nei fondi denominati in modo sostenibile. Vediamo che comunque il campione d'indagine ha investito il 53% in più nella scelta con il nome presente. Gli intervistati, invece, che hanno risposto in modo sbagliato alla domanda, coerentemente, non hanno una spiccata preferenza per i fondi sostenibili. Anzi tale preferenza per i fondi ESG dell'opzione senza nome in media è dell'1 % e addirittura negativa per i fondi dell'ipotesi con il nome sostenibile dove le persone in media hanno investito il 7% nella scelta non sostenibile. Ciò può essere spiegato dal fatto che se le persone non conoscono bene questo fenomeno, hanno meno implicazioni personali sulla sostenibilità; perciò, la inseguono meno rispetto alle persone che sono molto più informate sul tema della sostenibilità e del fenomeno che nuoce ad essa, ossia il Greenwashing.

Le persone che hanno risposto correttamente alla domanda su cos'è la sostenibilità preferiscono gli investimenti sostenibili, anche se investono in media meno denaro in questo tipo di investimento rispetto a quelli che hanno risposto correttamente sulla domanda su Greenwashing: per i fondi senza nome le persone hanno investito in più su quello ESG per 93,48 euro ed in quelli con il nome sostenibile per 270, 54 euro, una differenza di 189%. Quindi persone che sanno cos'è la sostenibilità prediligono i fondi con un nome sostenibile piuttosto ad uno generico. Per gli individui che hanno risposto in modo scorretto alla domanda in questione invece vediamo che in media non vi è una gran differenza in termini di volume di investimento tra le opzioni con il nome e senza, vi è una predilezione del 17% per i primi di tipo sostenibile. In ogni caso, anche se le persone non hanno riconosciuto cos'è la sostenibilità, hanno comunque preferito i fondi di tipo coscienzioso.

Andando a vedere le persone che hanno risposto correttamente a tutte e le due domande, sono 36, più della metà del campione. Vediamo che hanno una preferenza per i fondi sostenibili e che hanno investito il 111% in più nella scelta di tipo sostenibile con il nome presente.

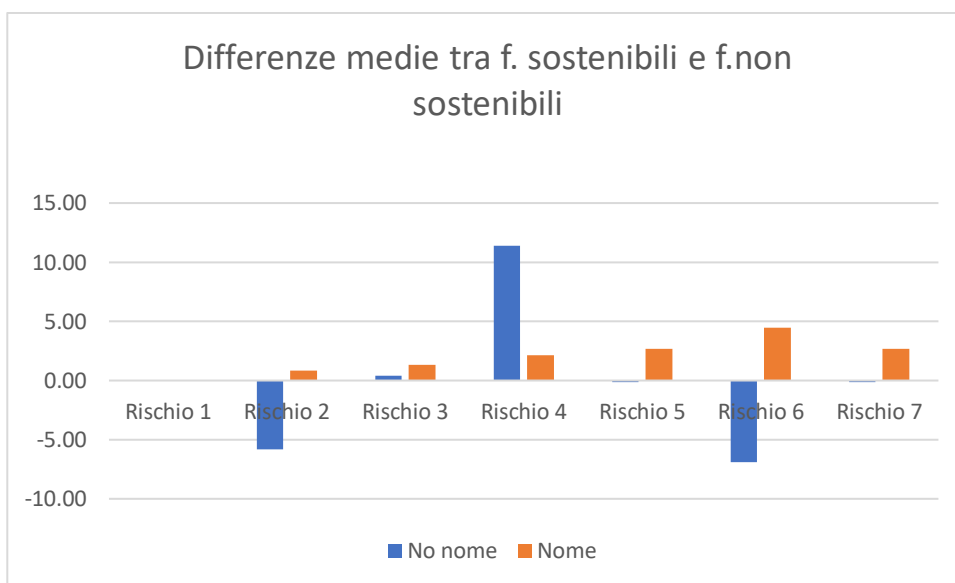
### *1.2.3 Domanda di trattamento n° 2*

Per quanto sta alla seconda domanda di trattamento relativa alla presenza del Disposition Effect nel comportamento degli intervistati, si è cercato di capire se esso è maggiore nelle persone che investono nei fondi sostenibili e se interessa in modo più ampio le scelte con il nome presente oppure quelle senza il nome.

Ad ogni intervistato, per ogni classe di rischio, alla fine del questionario sono stati ricordati gli importi che aveva investito nelle domande sulla scelta tra i fondi di investimento. A partire dagli specchietti informativi, che hanno il ruolo di ricordare ad ognuno le informazioni della scelta fatta, ha dovuto

decidere quale percentuale di perdita fosse disposto di tollerare dopo 1 anno di investimento. Maggiore percentuale di perdita corrisponde ad un maggiore effetto di disposizione, in quanto come già spiegato nel Capitolo III, questo ultimo è un bias comportamentale che in parte consiste nella tendenza degli investitori a tenere nei propri portafogli titoli in perdita. Perciò, maggiore perdita che gli intervistati riescono a tollerare sui loro investimenti, equivale a Disposition Effect più alto. Analizzando per ogni fascia di rischio troviamo i risultati rappresentati dalla Figura 13.

Figura 13. Differenze medie tra i fondi sostenibili e quelli non sostenibili in termini di percentuale di perdita tollerata. *Fonte:* Elaborazione personale.



Per quanto riguarda il rischio 1 vediamo che non vi sono differenze. Anzi le persone coerentemente con il loro livello di rischio hanno indicato di poter tollerare 0% di perdita. Per la seconda fascia, invece vediamo che per l'opzione senza nome le persone hanno indicato di tollerare di più la perdita per il Fondo 2 non sostenibile, mentre nel caso dell'ipotesi con il nome la scelta della percentuale maggiore in media è ricaduta sul fondo riportante il nome sostenibile. Per la fascia di rischio 3 si vede che le persone hanno inserito una percentuale maggiore in media per entrambe le scelte, sia quella con la denominazione che senza, anche se per quella senza denominazione la percentuale è maggiore in media dello 0,92%. In ogni caso, bisogna tenere in considerazione che alle persone con le classi di rischio 1, 2, 3 sono state presentate le opzioni di investimento relative alla classe di rischio 4. Nonostante ciò, la percentuale indicata da queste persone è rappresentativa della loro classe di rischio, in quanto era a loro discrezione l'ammontare della percentuale di perdita da inserire negli appositi campi.

Per la classe di rischio 4 vediamo sempre delle percentuali maggiori per i fondi sostenibili. Diversamente alla fascia di rischio precedente, gli individui hanno indicato di poter tollerare una percentuale più alta di perdita per il fondo generico 1 e non per il fondo con la denominazione ESG. La differenza media in percentuale è del 9,23%.

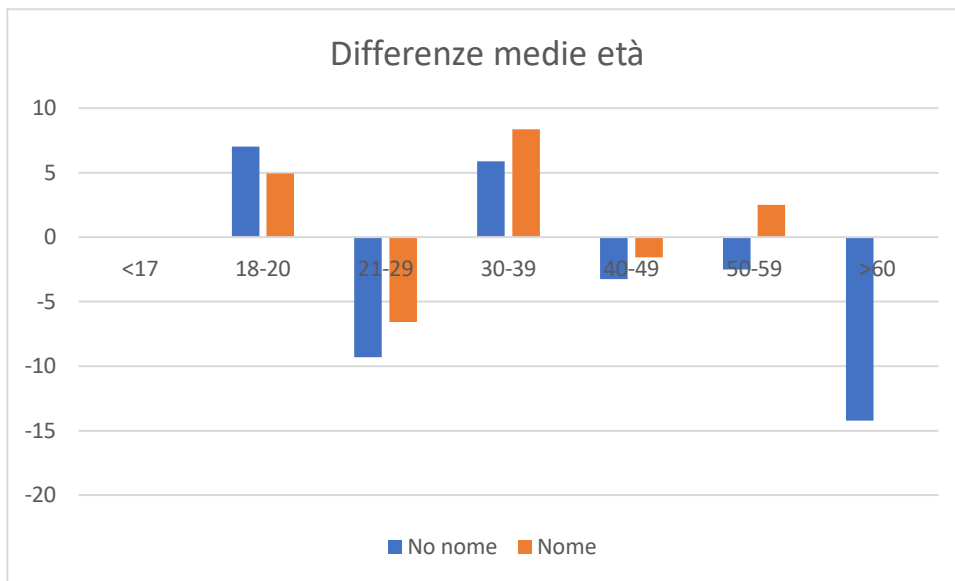
Per le classi di rischio più elevate vale lo schema opposto: per le opzioni senza il nome le persone hanno scelto di tollerare una perdita maggiore in percentuale per il Fondo 2 non sostenibile, per poi indicare una percentuale maggiore in media per il fondo con il nome sostenibile.

Analizzando in media tutto il campione di intervistati si osserva che l'effetto di disposizione è maggiore per i fondi di investimento con il nome non sostenibile; infatti, in media la percentuale indicata dagli intervistati per tale tipo di fondi è del 30,16%. Per i fondi non sostenibili con il nome generico la percentuale media è del 29,96%. Per quelli sostenibili la percentuale più elevata di perdita sopportabile è relativa ai fondi con il nome sostenibile, in media del 27,86. Mentre, per quelli sostenibili con la denominazione generica la media è del 26,23%. Tutte le alternative variano per pochi punti percentuali, una differenza minima.

Osservando i dati in relazione all'età delle persone intervistate vediamo che per le persone che hanno 17 anni o meno la percentuale di tolleranza è 0 per entrambe le scelte. Per le persone tra 18 e 20 anni la percentuale di perdita consentita è maggiore per i fondi sostenibili senza il nome piuttosto che quello con il nome. Per l'età compresa fra 21 e 29 anni vediamo che gli individui hanno indicato una percentuale di perdita più elevata per i fondi non sostenibili in entrambi i casi, sia quello senza nome che quello con il nome. Per la fascia 30-39 anni le persone hanno preferito i fondi sostenibili in quanto alla maggiore tolleranza alla perdita, con una percentuale più alta per la scelta con il nome sostenibile del 1,11%. Anche per l'età tra i 40 e 49 anni vediamo che le persone tollerano un risultato negativo più elevato per i fondi non coscientosi rispetto a quelli che non lo sono. Per le persone tra i 50 e 59 vediamo che nella scelta senza nomi, hanno indicato una percentuale maggiore di tolleranza per i fondi non sostenibili. Però, nel momento si sono ritrovati la loro scelta con la denominazione presente, hanno inserito una percentuale maggiore relativamente al fondo sostenibile con il nome presente. Per gli individui dai 60 anni in poi vediamo che non vi è differenza tra i fondi sostenibili e quelli non nell'ipotesi con nome, mentre vi è una differenza che pende dalla parte dei fondi non ESG nell'opzione senza nome.



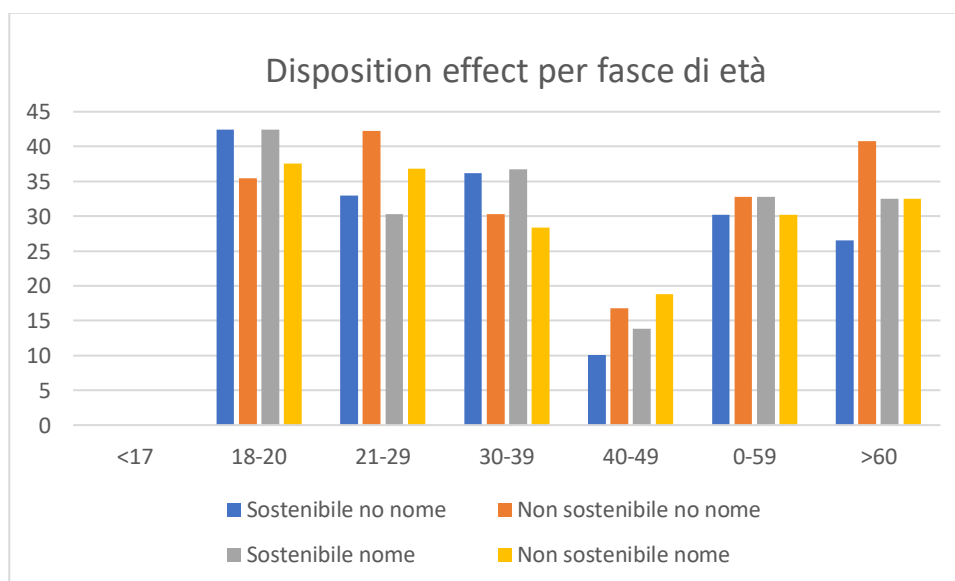
Figura 14. Differenze medie tra le diverse fasce d'età. *Fonte: Elaborazione personale.*



Riassumendo, vediamo che il DE è maggiore per le scelte indicanti la denominazione sostenibile per le fasce di età 30-39 e 50-59.

Andando a vedere le medie per le diverse età relativamente ai diversi fondi dell'opzione con nome e quello senza, vediamo che l'effetto di disposizione più grande per i fondi sostenibili senza nome e con nome riguarda gli individui tra i 18 e 20 anni. Si nota una decrescita considerevole, al suo minimo, dell'effetto per l'età che va dai 40 ai 49 anni per tutte le tipologie dei fondi per entrambe le ipotesi (con la denominazione e senza).

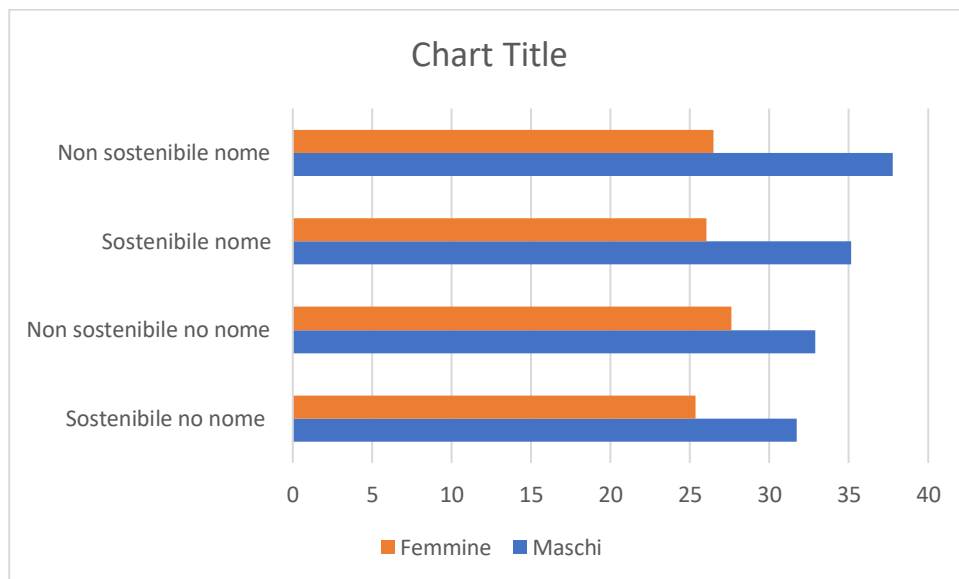
Figura 15. Disposition Effect per le fasce d'età. *Fonte: Elaborazione personale.*



La popolazione maschile del sondaggio tollera una maggiore perdita relativamente ai fondi non sostenibili piuttosto che quelli che lo sono in entrambe le opzioni, quella con nome riporta una differenza in media di 2,61% tra i fondi non sostenibili e quelli che lo sono e quella senza (differenza del 1,13%). Il Disposition Effect sussiste per ambedue tipi di fondi, anche se più marcato per quelli non coscienziosi.

Anche la popolazione femminile in media presenta tale effetto per entrambi i fondi, sia quelli sostenibili che no. In media anch'essa tollera una percentuale di perdita maggiore per i fondi non sostenibili, anche se tale percentuale di perdita si riduce a favore dei fondi sostenibili nella scelta con il nome presente dell'1,84%. In media tollerano una minore percentuale di perdita rispetto ai maschi, questi ultimi riportano una media del 34,38% mentre le donne si fermano in media a 26,36%.

Figura 16. Il genere e il Disposition Effect. *Fonte:* Elaborazione personale



Quindi, il DE è più pronunciato nella popolazione maschile del campione analizzato. Ciò vuol dire che sono più disposti a perdere prima di vendere il loro fondo rispetto alle donne. Tale risultato potrebbe essere legato al fatto che le donne secondo la letteratura, sono maggiormente avverse al rischio rispetto agli uomini e tendono a giudicare come più rischiosi gli investimenti per i quali vi è una maggiore possibilità di perdita (Eckel e Grossmann, 2001). Per cui, è coerente che le femmine siano disposte a tollerare una percentuale di perdita più bassa rispetto ai maschi.

Per gli individui che hanno conseguito almeno una laurea si osserva che nel caso della scelta senza il nome indicato, la percentuale tollerata più alta in media è ascrivibile al Fondo 2 non sostenibile con in media una differenza del 2,1% rispetto a quello sostenibile. Mentre, per l'opzione riportante la denominazione dei fondi, si nota un aumento della percentuale di perdita a favore del fondo con nome di natura ESG dell'1,16%.

Per le persone che hanno conseguito dei titoli di studio minori, invece, la situazione cambia. Si trovano delle percentuali più alte di tolleranza, una differenza di 4,95% a favore dei fondi non sostenibili nell'opzione senza nome e del 5,60% sempre a favore dei fondi non coscienziosi nella scelta senza nome. Inoltre, per questo tipo di individui le percentuali tollerabili di perdita sono più alte rispetto a quelle delle persone laureate, una media di 42,17% a fronte del 26,50% dei secondi. Ciò indica che il Disposition Effect in media è meno pronunciato nelle persone meno istruite, come conferma la letteratura.

Relativamente all'educazione finanziaria vediamo che le persone che hanno risposto correttamente a tutte e tre le domande nell'ipotesi senza nome preferiscono il Fondo 2 non sostenibile e quindi tollerano una percentuale maggiore di risultato negativo del 6,39% rispetto al fondo sostenibile. Nel secondo caso, quello con il nome invece la percentuale maggiore pende dalla parte del fondo sostenibile con il nome legato alla sostenibilità del 0,94% rispetto a quello non sostenibile. Qui si riesce a percepire l'importanza del nome coscienzioso del fondo di investimento; infatti, anche se i fondi riportano le informazioni uguali, le persone riescono a tollerare di più la perdita per i fondi sostenibili con la denominazione ESG piuttosto che quelli sostenibili che invece riportano un nome generico.

Gli individui che hanno risposto correttamente alla domanda sulla sostenibilità hanno in media indicato una percentuale di tolleranza maggiore del 0,03% a favore dei fondi sostenibili nell'ipotesi senza i nomi presenti. Una differenza piuttosto esile, quasi impercettibile. Mentre per quanto sta alla scelta con la denominazione presente, la differenza in media a favore dei fondi sostenibili è stata del 3,89%. Vediamo che quindi le persone che sanno cos'è la sostenibilità, riescono a tollerare una maggiore percentuale di perdita a favore dei fondi sostenibili soprattutto nel caso in cui questa differenza sia resa evidente dal nome. Inoltre, tale percentuale cresce relativamente ai fondi sostenibili con il nome sostenibile. Gli intervistati che hanno risposto in modo scorretto alla domanda sulla sostenibilità coerentemente prediligono i fondi non sostenibili sia nell'opzione con il nome che senza. Gli intervistati che hanno saputo optare per la definizione giusta di Greenwashing, invece, presentano uno scenario differente. In entrambe le opzioni, con il nome e senza, la maggior percentuale è stata attribuita in media ai fondi di investimento non sostenibili: una differenza del 6,13% per l'ipotesi senza nome e del 4,45% per quella con nome. In questo caso quindi il fenomeno di disposizione è maggiore per i fondi non sostenibili piuttosto che per quelli che lo sono.

Andando a considerare le risposte delle persone che hanno dato la risposta giusta sia relativamente alla sostenibilità che al Greenwashing, vediamo che la bilancia in termini percentuali in media pende a favore dei fondi sostenibili. La differenza in media tra quelli che sono ESG e non nell'ipotesi senza nome è dello 0,02 %, veramente bassissima. La differenza invece in percentuale tra quelli sostenibili

e non con i nomi presenti è del 4,47%. Questo risultato potrebbe significare che le persone che hanno delle conoscenze più profonde sulla sostenibilità riescono a tollerare un risultato negativo maggiore per i fondi che sono coscienti. Inoltre, si riesce a ribadire l'importanza della denominazione sostenibile che in questo caso porta ad una accettazione di perdita maggiore a favore dei fondi sostenibili. Le persone che hanno risposto in modo scorretto alla domanda, invece, presentano una differenza minima in media in termini percentuali tra i fondi sostenibili e quelli che non lo sono in entrambe le ipotesi, sia quella con il nome che quella senza.

Riassumendo tutti i risultati a cui si è giunti tramite questo questionario, vediamo che gli intervistati sono per la maggior parte giovani, di un'età compresa fra 21 e 29 anni, di sesso femminile e con almeno una laurea. Hanno una buona alfabetizzazione finanziaria e la gran parte sa indicare cos'è la sostenibilità e il Greenwashing. Questa indagine ha, tra i punti principali di interrogazione, dei quesiti relativi al rischio. La tolleranza a quest'ultimo è stata chiesta sia tramite un'autovalutazione che tramite delle domande di controllo. Attraverso le risposte a queste ultime, più precisamente la terza e la quarta, si è notato che molte persone che si sono autodefinite più propense al rischio, in realtà non lo sono in tale misura. Un altro fattore che si è voluto analizzare è la overconfidence delle persone sulla loro conoscenza della sostenibilità e del Greenwashing. Vediamo che in media le persone si sono espresse in modo coerente relativamente al proprio sapere, senza presentare troppa fiducia in sé stessi.

Le due domande di trattamento hanno avuto dei risultati piuttosto interessanti. La prima domanda posta in modo da analizzare la rilevanza del nome sostenibile nelle scelte di investimento delle persone ha riportato in media dei risultati a favore della scelta sostenibile ed inoltre i fondi sostenibili con il nome presente hanno ottenuto dei flussi di denaro maggiore in media rispetto a quelli sostenibili senza denominazione. Sia la popolazione femminile che maschile hanno preferito i fondi di investimento sostenibile con la denominazione coscienti. La rilevanza della denominazione si può denotare proprio nella popolazione femminile, che di fronte alle informazioni identiche per i fondi sostenibili con il nome generico e quello sostenibile, nell'opzione senza nome preferiscono i fondi non sostenibili per poi passare a quelli sostenibili nella scelta con il nome presente. Relativamente al fattore età vediamo che le persone che hanno un'età dai 40 anni in su si lasciano convincere maggiormente dal nome sostenibile, versando delle somme molto più elevate ai fondi riportanti quest'ultimo piuttosto che ai fondi sostenibili con il nome generico.

Andando a vedere i risultati per grado di istruzione, vediamo che gli individui che hanno conseguito almeno una laurea non si fanno convincere dal nome e i loro investimenti si rivolgono in media alla scelta sostenibile dove tra l'opzione senza nome e l'opzione con nome non vi sono praticamente differenze. Le persone meno istruite invece si fanno convincere maggiormente dalla denominazione

ESG presente. Così come le persone con un'alfabetizzazione finanziaria più elevata. Le persone che hanno risposto correttamente alle domande su che c'è la sostenibilità ed il Greenwashing preferiscono i fondi di investimento sostenibili, con una predilezione nei confronti di quelli che riportano il nome coscienzioso.

Analizzando la seconda domanda di trattamento vediamo che le persone in media tollerano una percentuale più alta di perdita per i fondi non sostenibili sia nell'opzione con il nome che senza. Prendendo d'osservazione il tema del nome sostenibile, vediamo che la percentuale tollerata maggiore tra i fondi sostenibili, è relativa ai fondi riportanti la denominazione coscienziosa. Si osserva che il DE è maggiore per le scelte indicanti la denominazione sostenibile per le fasce di età 18-20, 30-39, 40-49 e 50-59. Sia per la popolazione maschile che femminile il Disposition Effect è più grande relativamente ai fondi non sostenibili. Per le persone che hanno conseguito almeno una laurea e quelle che hanno un'educazione finanziaria più elevata, nell'ipotesi con nome presente, la percentuale più alta è stata assegnata al fondo sostenibile, mentre nell'ipotesi senza nome la percentuale tollerata maggiore di risultato negativo è relativa al fondo non sostenibile con la denominazione generica. Per le persone che hanno risposto correttamente alla domanda sulla definizione di sostenibilità la maggior percentuale è stata assegnata ai fondi sostenibili, di cui quella più elevata a quelli con la denominazione sostenibile. Nel caso invece di persone che hanno risposto correttamente al quesito sul Greenwashing in entrambe le opzioni sono stati preferiti i fondi non sostenibili. In complesso quindi non si può parlare di un fenomeno di disposizione più accentuato relativamente ai fondi sostenibili con la denominazione sostenibile.

In conclusione, relativamente al tema trattato sull'importanza del nome sostenibile, vediamo che in fase di investimento esso conta per gli individui ed attrae maggior flusso di denaro. Complessivamente, gli investimenti sostenibili sono maggiormente prediletti dalle persone. Quindi, basandoci sulla prima domanda di trattamento, potremmo affermare che le linee guida proposte dall'ESMA sono più che necessarie. Gli individui che hanno risposto al sondaggio si sono presentati molto più sbilanciati a favore dei fondi sostenibili con la denominazione coscienziosa, senza prestare attenzione alle informazioni presenti negli specchietti informativi. Tale risultato indica che i nomi dei fondi di investimento devono essere coerenti con le attività di investimento svolte da essi, per evitare il possibile fenomeno di Greenwashing ed incrementare la trasparenza degli stessi. Per quanto sta al Disposition Effect, relativamente alla seconda domanda di trattamento, il nome legato alla sostenibilità gioca un'importanza marginale in quanto le persone indicano in media di tollerare una percentuale maggiore di perdita per i fondi non sostenibili. Perciò la variabile della denominazione sostenibile, ai fini dell'effetto di disposizione, è poco rilevante e probabilmente dovrebbe essere accompagnata da altri elementi per portare a dei risultati più definiti.

## **Conclusioni**

Questa tesi si proponeva di analizzare il legame tra la finanza e la sostenibilità in relazione agli investimenti socialmente responsabili e uno strumento in particolare per attuare questi ultimi, i fondi di investimento. Si è cercato di approfondire i temi citati non solamente dal punto di vista finanziario e di regolamentazione, ma anche considerando i comportamenti degli individui.

Per percorrere questo percorso nel primo capitolo si è cercato di spiegare cos'è la finanza sostenibile e il suo ruolo nel sistema finanziario. Il fulcro della narrazione sono gli investimenti socialmente responsabili (SRI), un tipo di investimento che si sta imponendo sempre di più sia al livello dei flussi di investimento che al livello del capitale, sia in Europa che in altre parti del mondo. La seconda sezione del Capitolo 1 si concentra sui fondi di investimento: Fondi comuni, Fondi pensione e gli ETF, con un focus sulla nascita dei fondi di investimento socialmente responsabili e riprendendo la letteratura di Becchetti (2015) per spiegare cosa sono e quali sono i loro obiettivi. Sempre attraverso la letteratura citata prima si è illustrata la differenza esistente tra i fondi tradizionali e quelli sostenibili soprattutto in termini economici e finanziari.

Il secondo capitolo ha esplorato la normativa esistente relativamente al concetto di finanza sostenibile e ai fondi di investimenti socialmente responsabili. Il capitolo si apre con la spiegazione del fenomeno di Greenwashing in relazione alla responsabilità sociale delle imprese, trattata nel primo capitolo, riprendendo le considerazioni di Lyon e Maxwell (2011). Si parla dei rischi connessi a tale fenomeno e alle conseguenze negative che può avere. Per poi passare alla soluzione in termini regolamentari per contrastare il Greenwashing, comprendente diversi strumenti che l'Unione Europea ha adottato negli ultimi anni. Viene trattato il piano d'azione per la finanza sostenibile relativamente alle azioni più rilevanti ai fini degli investimenti sostenibili. I due perni normativi della finanza sostenibile, la "Tassonomia" e il "Sustainable Finance Disclosure Regulation" sono descritti in modo piuttosto minuzioso. La prima, il Regolamento 2020/852, viene illustrato riprendendo gli articoli di cui si compone e gli atti delegati collegati ad esso che hanno seguito l'emanazione dello stesso. Il suo scopo è quello di definire un linguaggio comune e una precisa definizione di ciò che può essere chiamato "sostenibile". Il secondo, Regolamento 2019/2088, è descritto esplicitando il suo fine ultimo ossia quello di stabilire le regole di informativa sul tema della sostenibilità per i produttori di mezzi finanziari e per i consulenti in materia finanziaria nei confronti degli investitori finali, oltre che comunicazioni riguardo all'integrazione dei rischi di sostenibilità e considerazione degli impatti negativi nei processi di selezione e di gestione degli investimenti. Il focus principale si concentra

sugli articoli 8 e 9, la cui comprensione è di vitale rilevanza per la comprensione delle procedure di selezione e di investimento dei Fondi socialmente responsabili.

Nel terzo capitolo si è cercato di comprendere come funziona la mente dell'investitore e che cosa lo spinge a fare determinate scelte di investimento. Si è cercato di costruire un collegamento tra i temi trattati in ambito di finanza sostenibile con la finanza comportamentale, ripercorrendo alcune delle Teorie comportamentali più rilevanti: Teoria dell'Utilità Attesa e la Teoria del prospetto. Si è cercato di spiegare le implicazioni della tolleranza al rischio e gli strumenti per poterla misurare. Inoltre, si è trattato un fenomeno molto frequente nella finanza basandosi sulla letteratura di Sherfin e Statman (1985), il Disposition Effect, cercando di confrontare quest'ultimo tra i fondi comuni e quelli sostenibili. Per concludere il capitolo sono stati illustrati i diversi drivers di tipo socioeconomico che sono insiti nella natura umana e che spingono gli individui ad effettuare gli investimenti di tipo socialmente responsabili.

Il capitolo 4 è costituito dall'analisi empirica basata sulla seguente domanda "Il nome del fondo potrebbe essere sufficiente per capire se si tratta di un fondo green, oppure è probabile che faccia cadere l'individuo nel tranello del Greenwashing?". Il tema, quindi, è l'importanza della denominazione dei fondi di investimento, specie quelli sostenibili. Questa argomentazione è attuale in quanto ESMA in primavera del 2022 ha riportato l'attenzione sui nomi dei fondi di tipo ESG. L'autorità ha proposto di rafforzare un allineamento tra il nome dei fondi e le caratteristiche e lo scopo dell'investimento, inserendo la "quota minima di investimento" usata per rispettare gli obiettivi dell'investimento SRI. Si auspica che le linee guida introdotte dall'ESMA porteranno ad un rafforzamento della trasparenza delle informazioni indirizzate agli investitori per scongiurare il fenomeno di Greenwashing ed incrementare i flussi di capitali negli investimenti SRI.

L'analisi empirica si è basata su un sondaggio le cui parti sono state descritte in modo dettagliato nel quarto capitolo. Si sono toccate numerose tematiche tramite questa indagine. Oltre alla sezione relativa alle domande demografiche contenenti anche delle domande relative al livello di rischio degli intervistati e alla sicurezza in sé stessi in merito alla conoscenza di sostenibilità e di Greenwashing, sono state prodotte due domande di trattamento basate sul tema dell'importanza del nome sostenibile. La prima domanda ha cercato di individuare se le persone in fase di scelta del fondo in cui investire il denaro prediligono gli investimenti sostenibili e più precisamente quelli sostenibili riportanti una denominazione che richiama la sostenibilità. La seconda domanda, invece, si è concentrata sul Disposition Effect degli intervistati e se esso è più pronunciato nelle persone che investono nei fondi sostenibili, con un particolare riguardo a quelli sostenibili con il nome legato alle tematiche ESG. È importante sottolineare che si tratta di un campione d'indagine piccolo e poco rappresentativo.

Riassumendo i risultati a cui si è arrivati vediamo che le persone intervistate sono per la maggior parte giovani, di un'età compresa fra 21 e 29 anni, di sesso femminile e con almeno una laurea. Hanno relativamente una buona educazione finanziaria e la maggior parte sa dare una definizione alla sostenibilità e al Greenwashing. In quanto alla tolleranza al rischio, le persone hanno indicato di appartenere ad una certa classe di rischio, che però dalle domande di controllo non è stata sempre corrispondente a quella inserita. Per quanto sta alla sicurezza in sé relativamente al sapere cos'è la sostenibilità e il Greenwashing, le persone si sono espresse in modo coerente con il proprio sapere; quindi, non si è visto il tratto comportamentale della troppa fiducia in sé stessi.

La prima domanda di trattamento ha avvalorato l'argomentazione proposta sull'importanza del nome. Infatti, le persone in media hanno preferito gli investimenti sostenibili sia quando hanno il nome generico, ma soprattutto quando riportano una denominazione sostenibile. L'importanza del nome si può osservare nella popolazione femminile, che di fronte alle informazioni identiche per i fondi sostenibili con il nome generico e quello sostenibile, nell'opzione senza nome preferiscono i fondi non sostenibili per poi passare a quelli sostenibili nella scelta con il nome presente. Gli individui che hanno un'età dai 40 anni in su si lasciano convincere maggiormente dal nome sostenibile e dall'analisi dei dati basano la propria scelta proprio su questo senza prestare attenzione alle informazioni presenti sui fondi. Al contrario possiamo osservare che le persone che hanno un alto livello di istruzione, pur investendo sempre nei fondi sostenibili, non presentano differenze in media tra la scelta con la denominazione generica e quella sostenibile. Gli individui che hanno risposto in modo corretto alla domanda sulla definizione della sostenibilità e del Greenwashing preferiscono i fondi di investimento sostenibili, con una predilezione nei confronti di quelli che riportano il nome coscienzioso.

Per quanto riguarda la seconda domanda di trattamento si denota che le persone in media indicano di tollerare maggiormente una percentuale di perdita più elevata nei fondi non sostenibili sia nell'opzione con il nome che senza. Ponendo la propria attenzione, però, solo sul nome sostenibile, vediamo che in media anche se di pochissimo le persone tollerano una percentuale di risultato negativo maggiore per i fondi di investimento sostenibili con il nome legato al tema ESG. Sia per la popolazione maschile che femminile il Disposition Effect è più marcato per i fondi non sostenibili. Per le persone che hanno conseguito almeno una laurea e quelle che hanno un'educazione finanziaria più elevata, nell'opzione senza nome la percentuale tollerata più grande di perdita è relativa al fondo non sostenibile con la denominazione generica, per quella con nome presente la percentuale maggiore è stata assegnata al fondo sostenibile con il nome legato alla sostenibilità. Per gli individui che hanno risposto correttamente al quesito su che cos'è la sostenibilità, la maggior percentuale è stata assegnata ai fondi sostenibili, di cui quella più elevata a quelli con la denominazione sostenibile. Nel caso invece di persone che hanno risposto in modo esatto alla domanda sul Greenwashing in entrambe le opzioni



sono stati preferiti i fondi non sostenibili. Se si volessero fare delle partizioni degli intervistati, si potrebbe affermare che il nome relativamente all'effetto di disposizione abbia giocato un ruolo rilevante per le persone che sanno che cos'è la sostenibilità, hanno un'educazione elevata e una buona alfabetizzazione finanziaria. Però vedendo i risultati complessivi, non sarebbe del tutto corretto fare tali affermazioni in quanto i risultati sono piuttosto frammentati e non vi sono delle separazioni nette in termini percentuali. La variabile del nome, quindi, ai fini di questa seconda domanda di trattamento è poco rilevante oppure dovrebbe essere accompagnata da altri fattori.

Alla luce dei risultati della prima domanda relativamente alla somma investita per diversi fondi di investimento, che hanno visto una preferenza spiccata per i fondi di investimento sostenibili con la denominazione legata alla sostenibilità, possiamo condividere le preoccupazioni dell'ESMA relativamente alla congruenza del nome sostenibile del fondo e gli obiettivi che esso persegue. È quindi piuttosto necessario perseguire in questa direzione per promuovere in modo maggiore la trasparenza, già appoggiata dalla normativa citata in questo elaborato e per aumentare gli investimenti socialmente responsabili rendendoli più limpidi. Sarebbe altresì importante aumentare il grado di alfabetizzazione finanziaria delle persone, così che le scelte di investimento non vengano basate sul nome o sugli altri fattori di primo impatto del fondo, ma su un'analisi approfondita delle informazioni relative ad esso.

## **Bibliografia**

- Abramson, L. & Chung, D. (2000), “Socially responsible investing: Viable for value investors?” *Journal of Investing*, 9, 3: pp. 73-81.
- Abrahamson, E. (1991), “Managerial fads and fashions: The diffusion and rejection of innovations”, *Academy of Management Review*, 16(3), pp. 586–612.
- Alshater, M. M., Aatayah, O.F., H. A., “: A bibliometric analysis”, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2021, pp. 675-754.
- Apostolakis, G.; van Dijk, G.; Kraanen, F.; Blomme, R.J. (2018), “Examining socially responsible investment preferences: A discrete choiceconjoint experiment.” *J. Behav. Exp. Financ.*, 17, pp: 83–96.
- Arouri, M., Pijourlet, G., (2017), “CSR performance and the value of cash holdings: international evidence”, *J. Bus. Ethics*, 140 (2), pp.263–284.
- Barrick, M. R., Stewart, G. L., Piotrowski, M. (2002), “Personality and job performance: Test of the mediating effects of motivation among sales representatives”, *Journal of Applied Psychology*, 87 (1), pp. 43–51.
- Bauer, R., Koedijk, K. and Otten, R. (2005), “International evidence on ethical mutual fund performance and investment style”, *Journal of Banking and Finance*, 29: pp. 1751–67
- Bazerman, M. H. e Tenbrunsel, A. E. (2011). “Blind spots: Why we fail to do what’s right and what to do about it. Princeton”, *Princeton University Press*, Princenton.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., Dalò, A. e Herzel, S., (2015), “Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis”, *Applied Economics*, Routledge, UK.
- Becker, G. S., (2008), “Is corporate altruism viable in a competitive environment?”, *HUFFPOST*
- Becker, G. S., (1976), “The economic approach to human behavior”, *The University of Chicago Press*, Chicago.
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C. e Pelizzon, L., (2021), “Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance”, *Corporate social responsibility and environmental management*, 28: pp. 1426-1445.
- Biron, M., (2020), *A practical guide to plastics sustainability*, Elsevier, Oxford.

- Boumda, B., Duxbury, D., Ortiz, C. e Vicente, L., (2021), “Do socially responsible investment funds sell losses and ride gains? The disposition effect in SRI funds”, *Sustainability MDPI*, 13 (5), pp. 8142.
- Bromley P, Powell WW (2012), “From smoke and mirrors to walking the talk: Decoupling in the contemporary world” *Acad. Management* pp. 483 -530
- Boutin-Dufresne, F. & Savaria, P. (2004), “Corporate social responsibility and financial risk.” *Journal of Investing*, 13, 1: pp. 57-66.
- Campbell, J.Y. (2006), “Household Finance”, *Journal of finance*, volume 61, 4, pp 1553-1604.
- Cecchini ,M., Bajo, E., Russo, P.M. e Sobrero, M. (2019), “Individual Differences in the Disposition Effect”, *Journal of behavioral finance*, 20 (1), pp. 107-126.
- Costa, P. T., McCrae, R.R. (1992), “Four ways five factors are basic”, *Journal of finance*, 13 (6), pp. 653-665.
- Crowther, D. e Rayman-Bacchus, L. (2004), *Perspectives on corporate social responsibility*, Burlington, London.
- Cuesta de la, G. M. & Valor, C. (2007), “Fostering corporate social responsibility through public initiative: From the EU to the Spanish case”, *Journal of Business Ethics*, 55, 3: pp. 275-293
- Dahl, R. (2010), “Green washing: Do you know what you’re buying”, *Environmental Health Perspectives*, 118(6), pp. A246–A252
- Du, X. (2015), “How the market values greenwashing? Evidence from China”, *J. Bus. Ethics*, 128 (3), pp. 547–574.
- Eckert, Ch., (2017) “Corporate reputation and reputation risk: Definition and measurement from a (risk) management perspective”, *The journal of risk finance*, 18 (2), pp. 145-158.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C., Mishra, D.R., (2011) “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?” *J. Bank. Finance*, 35 (9), pp. 2388–2406.
- El Ghouli, S., Karoui, A. (2021), “What’s in a (Green) Name? The Consequences of Greening Fund Names on Fund Flows, Turnover, and Performance”, *Finance Research Letters, Elsevier*, 39, pp.101620.
- ESMA (2022), “Sustainability risks and disclosures in the area of investment management”, *Supervisory briefing*, ESMA 34-25-1427.
- ESMA (2022), “On Guidelines on funds’ names using ESG or sustainability-related terms”, *Consultation Paper*, ESMA34-472-373.

- Feng, L., Seasholes M. S. (2005), "Do Investor Sophistication and Trading Experience Eliminate Behavioral Biases in Financial Markets?", *European finance review*, 9 (3), pp. 305-351.
- Festinger, L. (1957), "Social comparison theory", *Selective Exposure Theory*, 16, 401.
- Galema, R., Plantinga, A. and Scholtens, B. (2008), "The stocks at stake: return and risk in socially responsible investment", *Journal of Banking and Finance*, 32: pp. 2646–54.
- Gardenal, G. e Rigoni, U., (2016), *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Giappicchelli Editore, Torino.
- Grable, J.E., So-hyun J. (1997) "Determinants of risk preference: Implications for family and consumer science professionals." *Family Economics and Resource Management Biennial*, 2.1, pp. 19-24.
- Grable, J. e Lytton, R.H., (1999), "Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument", Kansas State University, USA.
- Grable, J.E., Sp-hyun, J. (2004), "An Exploratory Framework of the Determinants of Financial Satisfaction", *Journal of Family and Economic Issues*, 25(1), pp. 25–50.
- Grable, J, Roszkowski, M. J., (2005), "Estimating Risk Tolerance: The Degree of Accuracy and the Paramorphic Representations of the Estimate", *Journal of financial counseling and planning*, 16 (2), pp. 654-674.
- Grable, J.E. (2008), "Risk tolerance.", *Handbook of consumer finance research*, University of Rhode Island, Xiao, J.J. a cura di, USA, pp. 3-19.
- Grinblatt, M., Keloharju, M. (2001), "What Makes Investors Trade?", *The journal of finance*, 56 (2), pp.589-616.
- Grinblatt, M., Han B. (2005), "Prospect theory, mental accounting, and momentum", *Journal of financial economics*, volume 78 (2), pp. 311-339.
- Guenster, N., Derwall, J., Bauer, R. & Koedijk, K. (2005). "The economic value of corporate eco-efficiency", *Working paper, Erasmus University*.
- Handy, Ch. (2006), "What's a business for?", *Harvard Business Review on Corporate Responsibility*, Boston.
- Hayes, J. (2001), "The greater good: How ethical investment pays off", *Australian Financial Review*, 26, 8: pp. 29-31.

- Irwin, H. J. (1993), “Belief in the paranormal: A review of the empirical literature.”, *Journal of the American Society for Psychological Research*, 87(1), pp.1–39.
- Ivkovic, Z., Weisbenner, S. (2009), “Individual investor mutual fund flows”, *Journal of financial economic*, 92 (2), pp. 223-237.
- Jonsson, S. (2009), “Refraining from imitation: Professional resistance and limited diffusion in a financial market.” *Organization Science*, 20: pp. 172–186.
- Kahneman D., Tversky A. (1979). “Prospect theory: An analysis of decision under risk”, *Econometrica*, 47, 263-291.
- Kahneman D., Tversky A. (1981). “The framing of decisions and the psychology of choice”, *Science*, 211, 453-458.
- Kaustia, M., (2010), “Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets”, *John Wiley & Sons, Inc.*, pp: 1-22.
- Kaustia, M., (2010), “Disposition Effect”, *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, Baker, H.K. e Nofsinger, J.R a cura di, John Wiley & Sons, Inc., pp. 171- 189.
- Lagerkvist, C.J.; Edenbrandt, A.K.; Tibbelin, I.; Wahlstedt, Y., (2020) “Preferences for sustainable and responsible equity funds -A choiceexperiment with Swedish private investors”, *J. Behav. Exp. Financ.*, 28, pp. 100-406.
- Lakonishok, J., Smidt, S. (1986), “Volume for Winners and Losers: Taxation and Other Motives for Stock Trading”, *Journal of finance*, 41 (4), pp. 951-974.
- Larsen, J., Ketelaar, T. (1989), “Extraversion, neuroticism and susceptibility to positive and negative mood induction procedures”, *Journal of finance*, 13 (6), pp. 1221-1228.
- Lee, H.C.B., Cruz, J.M., Shankar,R., (2018), “Corporate social responsibility (CSR) Issues in supply chain competition: Should greenwashing be regulated?”, *Decision sciences*, 46 (6), pp.345-453.
- Legrenzi, P. e ARIELLI, E. (2005), “Psicologia e management. Le basi cognitive delle scienze manageriali”, Il Sole 24 Ore, Milano.
- Lev, B., Petrovits, C., Radhakrishnan, S., (2010), “Is doing good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth”, *Strateg. Manag*, 31, pp. 182-200.
- Liang, H., Ranneboog, L., “Corporate social responsibility and sustainable finance: A review of the literature”, *Finance working paper No.701/2020*.
- Logue, A. A. C. (2009), “Socially Responsible Investing for Dummies”, *Hoboken*.

- Lyon, T.P., Maxwell, J.W., (2011), “Greenwash: corporate environmental disclosure under threat of audit”. *J. Econ. Manag. Strategy*, 20 (1), pp. 3–41.
- MacCrimmon, K. R., Wehrung, D. A. (1986), “Taking risks:The management of uncertainty”, *New York: Free Press*.
- Malkiel, B.G., Metcalf, G.E. (1994), “The Wall Street Journal contests: the experts, the darts, and the efficient market hypothesis”, *Routledge*, 4, pp 371-374.
- Martínez-Ferrero, J., Banerjee, S., García-Sánchez, I.M., (2016), “Corporate social responsibility as a strategic shield against costs of earnings management practices”, *J. Bus. Ethics* 133 (2), pp. 305–324.
- Maux, J. & Saout, E. (2004), “The performance of sustainability indexes”, *Finance India*
- Messini F., Hans Jurgens W., Benoit S., Keiko T., (2020) “Sustainable Finance Disclosure Regulation Is the financial industry ready for the Big One?”, *Deloitte*
- MSCI, (2021) “A Proposed Mapping to Key Article 6 / 8 / 9 Distinctions - Framework based on MSCI Client Feedback”, *MSCI*
- Puaschunder, J.M., (2012), “Socio-psychological motives of socially responsible investors”, *Harvard University Weatherhead Center for International Affairs Working Paper*
- Riedl, A. e Smeets, P., (2017), “Why do investors hold socially responsible mutual funds”, *The journal of Finance*, 72: pp. 2505-2550.
- Roszkowski M.J., Snelbecker G.E., Leimberg,S.R. (1993), *Risk tolerance and risk aversion*, Cincinnati, Ohio.
- Saheli, N. (2019), “The business of virtue: Evidence from socially responsible investing in financial markets”, *Jornal of Business Ethics*, 169: pp. 181-199.
- Schoenmaker, D., & Schramade, W. (2018), “Principles of sustainable finance”. *Oxford University Press*.
- Seru, A., Vig, V., Piskorski, T. (2010), “Securitization and distressed loan renegotiation: Evidence from the subprime mortgage crisis”, *Journal of financial economic*, 97 (3), pp. 369-397.
- Shefrin, H., Statman, M. (1985), “The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence”, *The journal of finance*, Vol.40 (3), pp. 777-790.
- Sherwood, M. W., & Pollard, J. (2018), *Responsible investing: An introduction to environmental, social, and governance investments*, Routledge, UK.

- Shleifer, A. (2004), "Does competition destroy ethical behavior?", *Am. Econ. Rev.* 94 (2), pp. 414–418.
- Schooley, D. K., Worden, D. D., (1996) "Risk aversion measures: comparing attitudes and asset allocation," *Financial Services Review*, *Elsevier*, vol. 5(2), pp. 87-99.
- Smets, M., P. Jarzabkowski, G. T. Burke, and P. Spee (2015) "Reinsurance trading in Lloyd's of London: Balancing conflicting-yet- complementary logics in practice." *Academy of Management Journal*, 58: pp. 932–970.
- Sporer, S. L., Penrod, S., Read, D., Cutler, B. (1995), "Choosing, confidence, and accuracy: A meta-analysis of the confidence-accuracy relation in eyewitness identification studies.", *Psychological Bulletin*, 118(3), pp. 315–327.
- Statman, M. (2008), "The expressive nature of socially responsible investors", *Working paper*, Santa Clara University, No 2230.
- Tupes, E. C., Christal, R. E. (1961), "Recurrent personality factors based on trait ratings". USAF ASD Technical Report No. 61–97.
- Van Dooren, B., Galema, R. (2017), "Socially responsible investors and the disposition effect", *Journal of behavioral and experimental finance*, 17, pp.42-52.
- Von Neumann, J., Morgenstern, O. (1944), *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, Princeton.
- Wallach, M. A., Kogan, N., e Bem, D. J. (1964)., "Diffusion of responsibility and level of risk taking in groups.", *The Journal of Abnormal and Social Psychology*, 68(3), pp. 263–274.
- Xiao, J.J. (2016), "Hanbook of Consumer Finance Research", Hardcover, XXI, pp. 19-31.
- Yan, S., Ferraro, F. e Almandoz, J. (2019), "The rise of socially responsible investment funds: The paradoxical role of the financial logic", 64: pp. 466-501.

## **Sitografia**

ASVIS - <https://asvis.it>

BBVA - <https://www.bbva.com>

Borsa italiana - <https://www.borsaitaliana.it/>

Commissione Europea - <https://ec.europa.eu>

Consob - <https://www.consob.it/>

Degroof Peterman - <https://www.dpam.sustainabilityknowledgecentre.com/>

Deloitte - <https://www2.deloitte.com/it>

Diritto dell'informazione - <https://dirittodellinformazione.it/>

ESG NEWS - <https://esgnews.it/>

ESMA- <https://www.esma.europa.eu/>

Eticasgr - <https://www.eticasgr.com/>

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

Fidelity international - <https://www.fidelity-italia.it/>

Focus Risparmio - <https://www.focusrisparmio.com>

Forum per la finanza sostenibile - <https://finanzasostenibile.it>

Fundspeople - <https://fundspeople.com/>

J.P.Morgan - <https://am.jpmorgan.com/it>

Morningstar - <https://www.morningstar.in>

Quifinanza - <https://quifinanza.it>

Rete clima - <https://www.reteclima.it>

Risparmiamocelo - <https://www.risparmiamocelo.it/>

Salone del risparmio - <https://www.salonedelrisparmio.com/>

Salvis Juribus - <http://www.salvisjuribus.it/>

SEC - <https://www.sec.gov/>

UFAM - <https://www.bafu.admin.ch/bafu/it>



## **Normativa**

GAZZETTA UFFICIALE DELL'UE, Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo al regolamento (UE) 2019/2088, considerazione 11, L198/14 Regolamento (UE) 2020/852.

GAZZETTA UFFICIALE DELL'UE, Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione del 4 giugno 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio, eur-lex.europa.eu, 2021.

GAZZETTA UFFICIALE DELL'UNIONE EUROPEA, Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio, REGOLAMENTI, 09/12/2019, L 317, Art. 3 (eur-lex.europa.eu).

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Investment Company Act del 1940, Chapter 686 of the 76<sup>th</sup> Congress, COMP\SEC\INVESTMENT COMPANY ACT OF 1940.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Investment Company Names del 2001, 17 CFR Part 270, Release No. IC-24828, File No. S7-11-97, Final rule.

## Appendice A: Sondaggio

### Oksana Tsytulska sondaggio Tesi Magistrale

---

#### Inizio blocco: Introduzione

Q1 Benvenuta/o!

Questo breve sondaggio fa parte di un'indagine svolta all'interno di una tesi magistrale in Economia e Finanza.

I dati saranno raccolti in modo anonimo ed analizzati in modo aggregato ai soli fini di ricerca all'interno di questa tesi.

Il questionario dura circa 6 minuti. Grazie mille per la partecipazione e il supporto a questa ricerca.

Per qualsiasi informazione o domanda durante la compilazione potete rivolgervi a

867453@stud.unive.it (Oksana Tsytulska).

#### Fine blocco: Introduzione

---

#### Inizio blocco: Livello di rischio

Q1 In una scala da 1 a 7, dove 1 corrisponde al minimo e 7 al massimo, quanto sei disposto ad accettare il rischio?

1 (1)

2 (2)

3 (3)

4 (4)

5 (5)

6 (6)

7 (7)

#### Fine blocco: Livello di rischio

---

#### Inizio blocco: Demografiche

Q7 A quale range di età corrispondi?

- 17 o meno (1)
- 18-20 (2)
- 21-29 (3)
- 30-39 (4)
- 40-49 (5)
- 50-59 (6)
- 60 o più (7)

Q8 Qual è il tuo genere?

- Maschio (1)
- Femmina (2)
- Genere non-binario / Terzo genere (3)
- Preferisco non dirlo (4)

Q9 Indica il tuo stato civile

- Coniugato/a (1)
- Vedovo/a (2)
- Divorziato/a (3)
- Separato/a (4)
- Celibe / Nubile (5)

Q10 Qual è il tuo livello di istruzione?

- Meno di un diploma di scuola superiore (1)
- Diploma di scuola superiore (2)
- Laurea triennale (3)
- Laurea magistrale (4)
- Master/Dottorato (5)

Q14 Quale delle categorie indicate descrive meglio la tua occupazione?

- Impiegato part-time (1)
- Impiegato full time (2)
- Non impiegato/ in cerca di occupazione (3)
- Non impiegato/ non in cerca di occupazione (4)
- Studente (5)
- In pensione (6)
- Lavoratore autonomo (7)
- Non in grado di lavorare (8)

Q15 Quali sono le tue fonti di reddito? (Più risposte sono possibili)

- Supporto familiare (1)
- Lavoro full-time (2)
- Lavoro part-time (3)
- Lavoro stagionale (4)
- Tirocinio retribuito (5)
- Borsa di studio universitaria (6)
- Altro (7)

Q17 Supponiamo che tu abbia 100 dollari in un conto di risparmio, con un tasso d'interesse del 2% all'anno. Dopo cinque anni, quanto pensi di avere nel conto?

- Più di 102 dollari (1)
- Esattamente 102 dollari (2)
- Meno di 102 dollari (3)
- Non so; mi rifiuto di rispondere (4)

Q18 Immagina che il tasso di interesse sul tuo conto di risparmio è dell'1% all'anno e l'inflazione, invece, è del 2% all'anno. Dopo un anno, con i soldi nel conto sei in grado di acquistare:

- Più di prima (1)
- Esattamente come prima (2)
- Meno di prima (3)
- Non so, mi rifiuto di rispondere (4)

Q19 La seguente affermazione: “L’acquisto di una singola azione di una società di solito offre un rendimento più sicuro di un fondo comune d’investimento” è:

- Vero (1)
- Falso (2)
- Non so; mi rifiuto di rispondere (3)

Q20 Hai figli?

- No (1)
- Sì, 1 (2)
- Sì, 2 (3)
- Sì, 3 (4)
- Sì, più di 3 (5)

Q21 Quando pensi alla parola “rischio“, quale altro termine ti viene subito in mente

- Perdita (1)
- Incertezza (2)
- Opportunità (3)
- Brivido (4)

Q23 Immagina di partecipare a uno show televisivo. Il presentatore ti offre una serie di proposte. Quale scegli?

- Una vincita di 1.000 euro subito (1)
- Una vincita di 5.000 euro con il 50% di possibilità (2)
- Una vincita di 10.000 euro con 25% di possibilità (3)
- Una vincita di 100.000 euro con 5% di possibilità (4)

Q24 Se penso che un certo investimento sia proficuo, sono disposto anche a prendere in prestito per investire

- Totalmente in disaccordo (1)
- In disaccordo (2)
- Abbastanza in disaccordo (3)
- Poco d'accordo (4)
- Abbastanza d'accordo (5)
- D'accordo (6)
- Totalmente d'accordo (7)

Q25 Credo che sia più importante fare investimenti sicuri e a rendimento garantito, piuttosto che affrontare dei rischi nella speranza di ottenere i più alti rendimenti

- Assolutamente no (1)
- Probabilmente no (2)
- Forse (3)
- Probabilmente sì (4)
- Assolutamente sì (5)

Q26 Ti ritieni informato sulla sostenibilità?

- Sì, molto bene (1)
- Sì, abbastanza bene (2)
- Bene (3)
- Sì, poco (4)
- Sì, molto poco (5)
- No (6)

*Visualizza questa domanda:*

*If Ti ritieni informato sulla sostenibilità? != No*

Q27 Se sì, in che contesto ne sei venuto a conoscenza? (Più risposte sono possibili)

- Televisione, radio, giornali (1)
- Internet, social network (2)
- Eventi pubblici (3)
- Incontri con amici (4)
- In famiglia (5)
- Università (6)
- Scuola (7)
- Club e associazioni (8)
- Altro (9)



Q28 Sai cos'è il Greenwashing?

- Sì (6)
- No (7)

Q83 Qual è tra le risposte proposte la definizione di Greenwashing?

- Strategia di marketing di alcune aziende per dimostrare un vero impegno nei confronti dell'ambiente con l'obiettivo di catturare l'attenzione dei consumatori attenti alla sostenibilità. L'obiettivo è valorizzare la reputazione ambientale dell'impresa a discapito dei benefici in termini di fatturato. Nella comunicazione vi sono informazioni o dati puntuali che supportino quanto dichiarato, al fine di illustrare le caratteristiche reali del prodotto al cliente. (2)
- Strategia di marketing di alcune aziende per dimostrare un finto impegno nei confronti dell'ambiente con l'obiettivo di catturare l'attenzione dei consumatori attenti alla sostenibilità. Nella maggior parte dei casi le informazioni sono generiche al punto da creare confusione nei consumatori. L'obiettivo è valorizzare la reputazione ambientale dell'impresa ed ottenere i benefici in termini di fatturato. (3)

Q29 Se qualcuno ora ti chiedesse di spiegargli cos'è la sostenibilità, quanto saresti sicuro della tua risposta?

- Per niente (1)
- Poco (2)
- Moderatamente (3)
- Molto (4)
- Moltissimo (5)

Q84 Qual è tra quelle proposte la definizione di sostenibilità?

- Un benessere (ambientale, sociale, economico) costante e preferibilmente crescente e la prospettiva di lasciare alle generazioni future una qualità della vita non inferiore a quella attuale. Perseguire la sostenibilità significa ridurre inquinamento atmosferico, del suolo e quello idrico,

ridurre le ingiustizie sociali ed assicurare agli individui la capacità di generare reddito e lavoro. (1)

Un benessere ambientale costante e preferibilmente crescente e l'eventualità di lasciare alle generazioni future una qualità della vita non inferiore a quella attuale. Perseguire la sostenibilità significa solamente ridurre emissioni di CO2, combattere il cambiamento climatico, utilizzare le energie rinnovabili per ridurre al massimo l'impatto negativo sull'ambiente. (2)

Q33 Quali tra questi sono legati direttamente alla sostenibilità? (Più risposte sono possibili)

- Securization (1)
- SFDR (2)
- ISO (3)
- Just in time (4)
- Rapporto Brundtland (5)
- Agenda 2030 (6)
- Emissioni zero (7)
- Impact investing (8)
- Alfa di Jensen (9)
- ETF (10)

**Fine blocco: Demografiche**

---

**Inizio blocco: ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 7**



7a Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.  
Ti vengono presentati i due fondi sotto:

## FONDO 1

Si tratta di un fondo di classe di rischio 7 che investe prevalentemente in America Latina.

Investe principalmente nella produzione di biocarburante ed energia alternativa.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

## FONDO 2

Si tratta di un fondo di classe di rischio 7 che investe prevalentemente in America Latina.

Investe principalmente nella produzione di carburante ed energia.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Fondo 1 (1)

\_\_\_\_\_ Fondo 2 (2)

**Fine blocco: ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 7**

---

**Inizio blocco: ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 7**



7b Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.  
Ti vengono presentati i due fondi sotto:

## Latin America Sustainable Energy Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 7 che investe prevalentemente in America Latina.

Investe principalmente nella produzione di biocarburante ed energia alternativa.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

## Latin America Equity Income Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 7 che investe prevalentemente in America Latina.

Investe principalmente nella produzione di carburante ed energia.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Latin America Energy Sustainable Fund (1)

\_\_\_\_\_ Latin America Equity Income Fund (2)

Fine blocco: ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 7

Inizio blocco: DE profilo di rischio 7

JS

Q53 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${7a/ChoiceNumericEntryValue/1}$ € nel fondo 1. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

JS

Q54 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${7a/ChoiceNumericEntryValue/2}$  € nel fondo 2. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

Interruzione  
di pagina

---

JS

Q55 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${7b/ChoiceNumericEntryValue/1}$  € nel fondo Latin America Energy Fund. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

JS

Q56 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${7b/ChoiceNumericEntryValue/2}$  € nel fondo Latin America Equity Income Fund. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

Fine blocco: DE profilo di rischio 7

---

Inizio blocco: ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 6

\*

6a Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.  
Ti vengono presentati i due fondi sotto:

## FONDO 1

Si tratta di un fondo di classe di rischio 6 che investe su base globale.

Investe principalmente nei settori industriali e di consumo che praticano economia circolare.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

## FONDO 2

Si tratta di un fondo di classe di rischio 6 che investe su base globale.

Investe principalmente nel settore industriale e di consumo.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Fondo 1 (1)

\_\_\_\_\_ Fondo 2 (2)

Fine blocco: ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 6

---

Inizio blocco: ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 6



6b Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.

Ti vengono presentati i due fondi sotto:

## Circular Economy Sustainable Equity Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 6 che investe su base globale.

Investe principalmente nei settori industriali e di consumo che praticano economia circolare.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

## Minimum Volatility Extension Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 6 che investe su base globale.

Investe principalmente nel settore industriale e di consumo.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Circular Economy Sustainable Equity Fund (1)

\_\_\_\_\_ Minimum Volatility Extension Fund (2)

**Fine blocco: ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 6**

---

**Inizio blocco: DE profilo di rischio 6**

JS

Q49 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${6a/ChoiceNumericEntryValue/1}$ € nel fondo 1. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

JS

Q50 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${6a/ChoiceNumericEntryValue/2}$ € nel fondo 2.  
Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

Interruzione  
di pagina

---

---

JS

Q51 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${6b/ChoiceNumericEntryValue/1}$ € nel fondo Circular Economy Sustainable Equity Fund.  
Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

JS

Q52 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${6b/ChoiceNumericEntryValue/2}$ € nel fondo Minimum Volatility Extension Fund.  
Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

Fine blocco: DE profilo di rischio 6

---

Inizio blocco: ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 5

\*



5a Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.  
Ti vengono presentati i due fondi sotto:

### FONDO 1

Si tratta di un fondo di classe di rischio 5 che investe prevalentemente in Asia.

Investe principalmente nei settori industriali per la produzione di energia eolica ed idroelettrica.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

### FONDO 2

Si tratta di un fondo di classe di rischio 5 che investe prevalentemente in Asia.

Investe principalmente nel settore industriale mirato alla produzione dell'energia combustibile.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Fondo 1 (1)

\_\_\_\_\_ Fondo 2 (2)

Fine blocco: ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 5

---

Inizio blocco: ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 5



5b Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.  
Ti vengono presentati i due fondi sotto:

### Asia Sustainable Energy Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 5 che investe prevalentemente in Asia.

Investe principalmente nei settori industriali per la produzione di energia eolica ed idroelettrica.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

### Asia Equity Opportunities Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 5 che investe prevalentemente in Asia.

Investe principalmente nel settore industriale mirato alla produzione dell'energia combustibile.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Asia Sustainable Energy Fund (1)  
\_\_\_\_\_ Asia Equity Opportunities Fund (2)

Fine blocco: ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 5

---

Inizio blocco: DE profilo di rischio 5

JS

Q45 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\{5a/ChoiceNumericEntryValue/1\}$ € nel fondo 1.  
Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

JS

Q46 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${5a/ChoiceNumericEntryValue/2}$ € nel fondo 2. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

---

Interruzione  
di pagina

JS

Q47 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${5b /ChoiceNumericEntryValue/1}$ € nel fondo Asia Sustainable Energy Fund. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

JS

Q48 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${5b /ChoiceNumericEntryValue/2}$  nel fondo Asia Equity Opportunities Fund. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

Fine blocco: DE profilo di rischio 5

Inizio blocco: Ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 4

\*

4a Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.  
Ti vengono presentati i due fondi sotto:

### FONDO 1

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nei settori industriali per la produzione di pannelli solari.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

### FONDO 2

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nel settore industriale.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Fondo 1 (1)

\_\_\_\_\_ Fondo 2 (2)

Fine blocco: Ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 4

---

Inizio blocco: Ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 4



4b Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.  
Ti vengono presentati i due fondi sotto:

### Global Sustainable ESG Absolute Return Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nei settori industriali per la produzione di pannelli solari.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

### Global Equity Diversified Income Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nel settore industriale.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Global Sustainable ESG Absolute Return Fund (1)

\_\_\_\_\_ Global Equity Diversified Income Fund (2)

Fine blocco: Ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 4

---

Inizio blocco: Ipotesi 2: DE profilo di rischio 4

JS

Q6 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\$ \{4a/ChoiceNumericEntryValue/1\}$  € nel fondo 1.

Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo.

Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

JS

Q11 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${4a/ChoiceNumericEntryValue/2}$  € nel fondo 2. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

Interruzione  
di pagina

---

JS

Q12 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${4b/ChoiceNumericEntryValue/1}$  € nel fondo Global Sustainable ESG Absolute Return Fund. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

JS

Q13 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${4b/ChoiceNumericEntryValue/2}$  € nel fondo USA Diversified ESG Absolute Return Fund. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

Fine blocco: Ipotesi 2: DE profilo di rischio 4

---

Inizio blocco: Ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 1

\*

1a Questo questionario ti propone una scelta di investimento tra due fondi di investimento. Poiché il tuo profilo di rischio è 1, non è stato possibile selezionare due fondi con questo esatto profilo. Ti propongo però la scelta con il profilo di rischio 4, che è la classe di rischio inferiore dei fondi che ho analizzato.

Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.

Ti vengono presentati i due fondi sotto:

### FONDO 1

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nei settori industriali per la produzione di pannelli solari.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

### FONDO 2

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nel settore industriale.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Fondo 1 (1)

\_\_\_\_\_ Fondo 2 (2)

Fine blocco: Ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 1

---

Inizio blocco: ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 1



1b Questo questionario ti propone una scelta di investimento tra due fondi di investimento. Poiché il tuo profilo di rischio è 1, non è stato possibile selezionare due fondi con questo esatto profilo. Ti

propongo però la scelta con il profilo di rischio 4, che è la classe di rischio inferiore dei fondi che ho analizzato.

Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.  
Ti vengono presentati i due fondi sotto:

### Global Sustainable ESG Absolute Return Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nei settori industriali per la produzione di pannelli solari.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

### Global Equity Diversified Income Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nel settore industriale.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Global Sustainable ESG Absolute Return Fund (1)  
\_\_\_\_\_ Global Equity Diversified Income Fund (2)

Fine blocco: ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 1

---

Inizio blocco: Ipotesi 2: DE profilo di rischio 1

JS

Q60 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\$ \{ 1a/ChoiceNumericEntryValue/1 \}$ € nel fondo 1.  
Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la



percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

JS

Q61 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${1a/ChoiceNumericEntryValue/2}$ € nel fondo 2. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

Interruzione  
di pagina

Q92

---

JS

Q62 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${1b/ChoiceNumericEntryValue/1}$ € nel fondo Global Sustainable ESG Absolute Return Fund. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

JS

Q63 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${1b/ChoiceNumericEntryValue/2}$ € nel fondo Global Equity Diversified Income Fund. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

Fine blocco: Ipotesi 2: DE profilo di rischio 1

---

Inizio blocco: Ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 2

\*

2a Questo questionario ti propone una scelta di investimento tra due fondi di investimento. Poiché il tuo profilo di rischio è 2, non è stato possibile selezionare due fondi con questo esatto profilo. Ti propongo però la scelta con il profilo di rischio 4, che è la classe di rischio inferiore dei fondi che ho analizzato.

Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.

Ti vengono presentati i due fondi sotto:

### FONDO 1

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nei settori industriali per la produzione di pannelli solari.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

### FONDO 2

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nel settore industriale.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Fondo 1 (1)

\_\_\_\_\_ Fondo 2 (2)

Fine blocco: Ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 2

---

Inizio blocco: ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 2



2b Questo questionario ti propone una scelta di investimento tra due fondi di investimento. Poiché il tuo profilo di rischio è 2, non è stato possibile selezionare due fondi con questo esatto profilo. Ti propongo però la scelta con il profilo di rischio 4, che è la classe di rischio inferiore dei fondi che ho analizzato.

Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.

Ti vengono presentati i due fondi sotto:

### Global Sustainable ESG Absolute Return Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nei settori industriali per la produzione di pannelli solari.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

### Global Equity Diversified Income Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nel settore industriale.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Global Sustainable ESG Absolute Return Fund (1)

\_\_\_\_\_ Global Equity Diversified Income Fund (2)

Fine blocco: ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 2

---

Inizio blocco: Ipotesi 2: DE profilo di rischio 2



Q68 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${2a/ChoiceNumericEntryValue/1}$ € nel fondo 1.  
Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

JS

Q69 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${2a/ChoiceNumericEntryValue/2}$ € nel fondo 2.  
Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

Interruzione  
di pagina

JS

Q70 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${2b/ChoiceNumericEntryValue/1}$ € nel fondo Global Sustainable ESG Absolute Return Fund.  
Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

JS

Q71 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\${2b/ChoiceNumericEntryValue/2}$ € nel fondo Global Equity Diversified Income Fund.  
Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

Fine blocco: Ipotesi 2: DE profilo di rischio 2

---

Inizio blocco: Ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 3

\*

3a Questo questionario ti propone una scelta di investimento tra due fondi di investimento. Poiché il tuo profilo di rischio è 3, non è stato possibile selezionare due fondi con questo esatto profilo. Ti propongo però la scelta con il profilo di rischio 4, che è la classe di rischio inferiore dei fondi che ho analizzato.

Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.

Ti vengono presentati i due fondi sotto:

### FONDO 1

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nei settori industriali per la produzione di pannelli solari.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

### FONDO 2

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nel settore industriale.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Fondo 1 (1)

\_\_\_\_\_ Fondo 2 (2)

Fine blocco: Ipotesi 1a: nome conta, profilo di rischio 3

---

Inizio blocco: ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 3



3b Questo questionario ti propone una scelta di investimento tra due fondi di investimento. Poiché il tuo profilo di rischio è 3, non è stato possibile selezionare due fondi con questo esatto profilo. Ti

propongo però la scelta con il profilo di rischio 4, che è la classe di rischio inferiore dei fondi che ho analizzato.

Supponi di avere a disposizione 1000€ da investire.  
Ti vengono presentati i due fondi sotto:

### Global Sustainable ESG Absolute Return Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nei settori industriali per la produzione di pannelli solari.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

### Global Equity Diversified Income Fund

Si tratta di un fondo di classe di rischio 4 che investe su base globale.

Investe principalmente nel settore industriale.

Gli investimenti si concentrano nelle azioni, titoli di debito a breve scadenza, depositi e contanti.

Indica per ciascuno dei fondi quanto vuoi investire.

\_\_\_\_\_ Global Sustainable ESG Absolute Return Fund (1)  
\_\_\_\_\_ Global Equity Diversified Income Fund (2)

Fine blocco: ipotesi 1b: nome conta, profilo di rischio 3

---

Inizio blocco: Ipotesi 2: DE profilo di rischio 3

JS

Q72 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\$ \{3a/ChoiceNumericEntryValue/1\}$  € nel fondo 1.  
Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la

percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

JS

Q73 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\{q://QID81/ChoiceNumericEntryValue/2\}$ € nel fondo 2. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

Interruzione  
di pagina

JS

Q74 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\{3b/ChoiceNumericEntryValue/1\}$ € nel fondo Global Sustainable ESG Absolute Return Fund. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

JS

Q75 Ti ricordo che hai deciso di investire  $\{3b/ChoiceNumericEntryValue/2\}$ € nel fondo Global Equity Diversified Income Fund. Ora puoi decidere se vendere il fondo o tenerlo per un altro periodo. Indica nella casella sotto la percentuale più alta di perdita che sei disposto a tollerare prima di vendere il fondo.

---

Fine blocco: Ipotesi 2: DE profilo di rischio 3

---