



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale

in Economia e Finanza

TESI DI LAUREA

**La finanza comportamentale nel mondo degli
investimenti sostenibili**

Relatore

Ch. Prof. Caterina Cruciani

Laureando

Nicolò Garbin

Matricola 873290

Anno Accademico

2022 / 2023

Abstract

Il focus dell'elaborato è stato quello di andare ad analizzare l'interconnessione che ci potrebbe essere tra gli investimenti sostenibili, più in particolare gli investimenti ESG, e le componenti "behavioral" degli individui, specificatamente studiate ed analizzate dalla finanza comportamentale.

Per andare ad analizzare questa possibile interconnessione tra i due temi, l'elaborato è partito dalla definizione e dall'analisi delle singole componenti degli stessi. La tematica riguardante la parte comportamentale, infatti, inizia con la ripresa di definizioni fornite dall'Economia Neoclassica, con essa infatti si è descritta la concezione dell'individuo descritto dall'Homo Oeconomicus, individuo guidato da una perfetta razionalità nei suoi comportamenti, e un modello che negli anni è stato sempre più accettato ed applicato dagli economisti: la teoria dell'Utilità attesa. Tale teoria infatti permetteva di analizzare i comportamenti umani nei modelli economici, basandosi sulla concezione dell'uomo razionale, le cui scelte sono perfettamente prevedibili. In un qualsiasi contesto economico però è opportuno considerare anche comportamenti o attività degli individui guidati non più dalla razionalità delineata dai concetti di economia Neoclassica, bensì da comportamenti molto più ben descritti da rischio ed incertezza. L'elaborato, infatti, prosegue la narrazione del capitolo con definizioni, classificazioni e preferenze rispetto al rischio, molto utili per poi andare a spiegare alcune barriere all'entrata come avversione alle perdite, e, soprattutto, educazione finanziaria. L'ultima citata infatti rappresenta un grande limite per gli individui che vogliono iniziare ad investire, perché la mancanza di conoscenze relative ai mercati finanziari e gli investimenti in molti casi non permette agli individui di interfacciarsi al mondo della finanza con la dovuta consapevolezza. Oltre alle due appena citate, l'elaborato tratta anche la resistenza al cambiamento, una barriera molto più legata a fattori razionali, non razionali, politici e di gestione che influenzano la capacità dello stesso individuo ad adattarsi ad un determinato cambiamento.

Nel secondo capitolo si iniziano a trattare tematiche molto più legate a questi anni grazie alle concezioni dell'individuo e dei suoi comportamenti delineati dalla finanza comportamentale. Vengono citati i momenti della nascita di questa nuova branca dell'economia comportamentale, ponendo particolare attenzione a quello che è il ruolo che essa svolge. Con la finanza comportamentale vengono descritte anche le Euristiche, concetti un po' più legati all'economia classica, ma fondamentali per andare ad introdurre i così detti Bias cognitivi. Per delineare al meglio tali distorsioni delle nostre valutazioni, sono

stati riportati due esempi di bias cognitivi, ossia l'Home Bias, propensione a tutto ciò che ci fa sentire a proprio agio, e l'overconfidence, bias comportamentale che influenza in maniera rilevante le nostre valutazioni per eccessiva fiducia nei propri mezzi. Una volta definiti, con anche alcuni esempi di applicazione, si passa alla valutazione di come gli individui, nello specifico gli investitori, possono interessarsi alla finanza sostenibile. Tramite varie ricerche riportate infatti risultano diverse motivazioni per le quali un individuo è interessato alla finanza sostenibile, per esempio la preferenza a cause sociali o di natura etica. Allo stesso tempo però importante capire se quanto dimostrato dalle società o dagli enti che sia allineato al profilo di sostenibilità, tale valutazione viene fatta per non incorrere nel fenomeno di Greenwashing.

Una volta fornite le informazioni più interessanti per introdurre al tema della finanza sostenibile, si prende in considerazione l'ESG, con tutte le sue complessità e la sua regolamentazione. All'interno della ricerca CONSOB riportata si può notare come l'interesse dell'individuo ricada molto su prodotti di questo tipo. Viene poi definito qual è il ruolo della finanza nell'ESG, come l'indirizzamento dei finanziamenti verso progetti sostenibili, strumento di valutazione dei rischi e creazione di nuovi prodotti finanziari. Nel frattempo, però è opportuno andare a spiegare quali sono le distinzioni principali tra la tematica legata alla sostenibilità in generale e la sostenibilità definita nei criteri ESG.

Gli investimenti ESG possono essere di varie tipologie, si vedano Green Bonds, Sustainability Bonds e seguenti, e verso gli stessi potranno esserci diverse metriche e priorità degli investitori. Dopo essere state definite le valutazioni di impatto degli investimenti environmental, social governance si andranno anche ad analizzare le motivazioni che spostano l'interesse degli investitori verso i prodotti appartenenti al mondo ESG. Il capitolo prosegue con la spiegazione delle principali direttive e regolamenti che vanno a normare gli investimenti sostenibili, come la direttiva CSRD e il regolamento SFDR, per poi passare all'analisi delle logiche di reportistica e rating degli ESG. Tale sezione si conclude con una considerazione che mette a confronto investimenti sostenibili e investimenti sostenibili, cercando di capire se questi ultimi otterranno in futuro performance migliori rispetto ai primi.

Nell'ultimo capitolo l'elaborato tratta l'interconnessione di quanto trattato finora, ossia i comportamenti dell'essere umano nei confronti di un'economia sempre più sostenibile. Il capitolo infatti inizia trattando quelli che possono essere i comportamenti degli investitori che si concentrano principalmente negli ESG, per poi contestualizzare in un'economia che negli anni si sta trasformando in

una sempre più sostenibile, dove sempre più studi evidenziano la correlazione positiva tra le performance finanziarie delle società e la loro vicinanza a tematiche come quelle ambientali, sociali e di governance

INDICE

Capitolo 1 – SECONDO LA TEORIA ECONOMICA NEOCLASSICA, PERCHÉ INVESTIAMO.....	1
1.1. Homo Oeconomicus: individuo perfettamente razionale.....	3
1.2. La teoria dell’Utilità attesa.....	6
1.3. Il Rischio.....	9
1.4. Propensione Indifferenza e Avversione al rischio.....	11
1.5. Avversione alle Perdite.....	13
1.6. Educazione finanziaria.....	14
1.7. Resistenza al cambiamento.....	16
Capitolo 2 – COME INVESTIAMO: FINANZA COMPORTAMENTALE.....	17
2.1. Nascita della finanza comportamentale.....	17
2.2. Ruolo della finanza comportamentale.....	19
2.3. Le euristiche.....	20
2.4. L’euristica della disponibilità.....	21
2.5. L’euristica della rappresentatività.....	24
2.6. L’euristica dell’ancoraggio.....	26
2.7. Bias cognitivi.....	27
2.8. Home Bias.....	28
2.9. Overconfidence: disparità tra autoanalisi e consapevolezza nei propri mezzi.....	31
2.9.1. Overconfidence in finanza, trading e investimenti.....	35
Capitolo 3 - COME INVESTIAMO? L’INTERESSE DEGLI INVESTITORI NELLA FINANZA SOSTENIBILE....	39
3.1. Perché iniziare ad investire con i prodotti sostenibili.....	40
3.2. In quale direzione si muove l’interesse verso gli investimenti sostenibili.....	43
3.3. Greenwashing.....	45
Capitolo 4 – ESG: COMPLESSITA’ E REGOLAMENTAZIONE.....	48
4.1. Environmental, Social, Governance.....	48
4.2. CONSOB: l’interesse degli italiani verso la finanza sostenibile.....	50
4.3. Ruolo della finanza nell’ESG.....	59
4.4. ESG e finanza sostenibile / Investimenti ESG e Investimenti Sostenibili.....	60
4.5. Tipologie di investimento sostenibili.....	61
4.6. Priorità e metriche degli investitori negli ESG.....	65

4.7.	Come viene spostato l'interesse verso gli ESG e valutazioni di impatto.....	68
4.8.	Regolamentazione ESG.....	69
4.9.	Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) e la Sustainable Finance Disclosure (SFDR).....	75
4.10.	Reporting ESG.....	79
4.11.	Rating ESG.....	80
4.12.	Gli investimenti sostenibili sovraperformeranno i non sostenibili?.....	82
4.13.	Gli effetti dei fondi ESG.....	83
Capitolo 5 – FINANZA COMPORTAMENTALE E SOSTENIBILITA'.....		86
5.1.	Comportamenti degli investitori ESG.....	86
5.2.	Crescita dell'economia sostenibile.....	87
5.3	Finanza comportamentale e investimenti ESG.....	90
Capitolo 6 – CONCLUSIONI.....		94

Capitolo 1 - SECONDO QUANTO POSTULATO DALLA TEORIA ECONOMICA NEOCLASSICA, PERCHÉ INVESTIAMO?

Negli anni la teoria economica ha approfondito quella che è la complessità dei processi individuali, il tutto sulla premessa che gli individui agiscono in maniera totalmente razionale e con l'obiettivo di massimizzare la propria utilità e benessere; tali valori verranno ripresi in seguito dal concetto di "Homo Oeconomicus". Discusse le qualità di questo soggetto razionale, c'è da aspettarsi che gli individui abbiano una preferenza legata soprattutto a valori come completezza, coerenza e transitività, che però negli anni sono stati messi particolarmente in discussione da studi psicologici che hanno messo in luce quali possono essere i limiti della razionalità dell'essere umano. Nei capitoli successivi, in relazione con il comportamento perfettamente razionale, proprio dell'Homo Oeconomicus, verrà trattata la teoria dell'utilità attesa, che andrà a studiare più nel particolare i modelli comportamentali di questo soggetto e che permetterà di studiare ed interpretare le scelte degli individui che, come si vedrà nel capitolo successivo, potranno comunque essere soggette a deviazioni dalla totale razionalità. Le deviazioni appena citate si sostanziano in limiti cognitivi intrinseci dei comportamenti umani all'interno dei processi decisionali attraverso diverse modalità, come cambi di preferenze, violazioni della teoria dell'utilità attesa, ecc.

Secondo la teoria delle prospettive, una delle teorie che sta alla base della finanza comportamentale, gli individui non sempre possono agire nel totale della loro razionalità poiché, per esempio, possono dare molta più importanza ad una perdita rispetto ad una stessa quantità in termini di profitto; dunque, la loro scelta potrebbe essere maggiormente condizionata dalle emozioni provate rispetto a queste situazioni. Tramite lo studio della finanza comportamentale si andranno a comprendere maggiormente gli individui nei differenti modelli di ragionamento che gli stessi utilizzano, implicitamente, nei processi decisionali. Ad esempio, a livello finanziario, nella scelta degli investimenti giocheranno un ruolo fondamentale soprattutto emozioni come intuito o psicologia, oltre a fattori puramente tecnici come valutazione del valore atteso o rendimenti, portando gli individui a prendere determinate scelte economiche/finanziarie piuttosto che altre. Da esempi di questo tipo nasce la finanza comportamentale, che andrà ad indagare questi fattori non completamente razionali che influenzeranno le decisioni degli individui nel mercato.

Nella seconda metà del XVIII secolo, grazie ad Adam Smith, un noto filosofo ed economista scozzese di quei tempi, la finanza comportamentale venne molto discussa se quest'ultima è principalmente "frutto" di studi e ricerche effettuati negli ultimi decenni nei quali sono state presentate diverse prospettive a riguardo. Uno tra gli obiettivi principali di questa nuova branca dell'economia comportamentale è anche il comprendere come comportamento dei mercati finanziari possa essere messo in relazione con i comportamenti delle società e degli individui; nello specifico, gli individui possono essere influenzati da diversi fattori, come il legame con le esperienze passate (soprattutto i successi), il contesto in cui agiscono, le rispettive convinzioni e la modalità attraverso le quale vengono presentate le informazioni. I fattori appena citati possono influenzare sia positivamente che negativamente le performance dell'economia, infatti reazioni emotive/psicologiche come orgoglio, paura o avidità possono portare gli investitori, soprattutto nelle fasi più concitate, a prendere decisioni molto meno ponderate. In queste situazioni esperienze passate, quindi ricordi di decisioni sbagliate/corrette prese possono andare ad influenzare tutte quelle che verranno successivamente, spesso infatti, come anticipato poco fa, anche solamente il modo in cui l'informazione è stata presentata può portare a prendere una decisione economica o di investimento diversa. Il fatto è che non è sufficiente solo chiarire le informazioni, ma anche interpretarne le sfumature e i toni tramite le quali vengono presentate, anche tali fattori portano l'investitore a prendere posizioni diverse rispetto a determinate decisioni.

Generalmente è pensiero comune che la mente umana sia razionale, anche se quest'ultima può nutrire diversi pregiudizi riguardo alla cognizione, ossia dei bias cognitivi; tra i più comuni si parla di bias di eccessiva fiducia, di bias di illusione sul controllo dei fenomeni che però non possono essere controllabili, il bias sulla convinzione di voler mantenere lo status quo perché non si riesce realmente ad affrontare un cambio strategico. Tendenzialmente si basano le decisioni su presupposti che hanno avuto origine nel passato, per cui, quando si deve prendere una decisione, oltre a contemplare il passato, si vanno a considerare le così dette circostanze "circostanti".

Dopo un rapido elenco di quelle che possono essere alcune tra le deviazioni dalla razionalità dei comportamenti è necessario focalizzarsi sulla teoria economica, partendo dalla definizione di Homo Oeconomicus e dalla teoria dell'utilità attesa.

1.1. HOMO OECONOMICUS: individuo perfettamente razionale

John Kells Ingram, un noto scrittore ed economista irlandese, nella sua opera “History of Political Economy”, fece comparire per la prima volta il termine “Homo Oeconomicus”, dove assumeva il significato del termine inglese di *economic man*, ossia un individuo perfettamente razionale con l’obiettivo di massimizzare il proprio benessere e la propria utilità sulla base di una completa conoscenza e consapevolezza delle informazioni.

Il concetto di Homo Oeconomicus ha rappresentato per anni una sorta di paradigma socioeconomico che si è radicato in una scuola di pensiero principalmente focalizzata sull’analisi e nella meccanica di ogni azione economica, risultando sempre privo di interazioni con razionalità o qualsiasi tipo di emozione tipica umana. Nel periodo compreso tra gli anni Settanta e gli anni Ottanta, particolarmente significativo per la storia europea, nacque un paradigma che mostrava una forte connessione tra aspetti economici e aspetti intellettuali o politici della vita. Tale paradigma lo si notava come prevalente in diversi ambiti, tra i quali la filosofia, ma anche arte e religione.

Si riconosce il merito della nascita di tale paradigma a noti autori come David Hume, Jeremy Bentham, Léon Walras, Adam Smith, Vilfredo Pareto, John Stuart Mill, Carl Menger e Ludwig von Mises.

I sopracitati autori hanno svolto un lavoro molto importante nella definizione di questo nuovo paradigma socio-politico-economico, che fu di rilievo in quegli anni e lo fu fino a poche decine di anni fa. A fare da precursore al modello dell’Homo Oeconomicus fu la psicologia betnamiana e successivamente venne anche incorporato nelle teorie politiche di John Stuart Mill.

Nel quadro appena presentato non si può che notare come l’economia politica vede che gli esseri umani interessati esclusivamente all’acquisizione della ricchezza e al consumo della stessa, il tutto guidato verso l’obiettivo dell’ottenimento di una “tranquillità” finanziaria. Il contesto economico che caratterizzava gli anni tra il diciottesimo ed il diciannovesimo secolo aveva sia sfumature positive che negative; infatti, da una parte si notava una forte preoccupazione legata alle nuove imposizioni sugli acquisti e sulle vendite, dall’altra però si è notata una grande prospettiva e un forte entusiasmo legato all’espansione delle attività mercantili e commerciali. Dal punto di vista sociale si respirava

un'atmosfera particolarmente positiva, questo grazie anche al piano liberale di uguaglianza che venne auspicato da Adam Smith, molto diverso invece era quello legato alla libertà di commercio per tutti auspicato da Napoleone. Infatti, nei primi anni del diciannovesimo secolo, i risultati positivi delle azioni politiche ed intellettuali di Napoleone Bonaparte rendettero più semplice il passaggio ad un nuovo periodo storico caratterizzato, non più da un concetto secondo il quale la ricchezza proveniva da istituzioni politiche e giuridiche, bensì da tutte quelle che potrebbero essere le loro inclinazioni mentali. Un contributo possiamo ricavarlo da J. Baudrillard nella sua opera "La società dei consumi. I suoi miti e le sue strutture, 1976", dove rappresenta l'Homo Oeconomicus come il punto di congiunzione tra le varie pulsazioni della natura degli esseri umani e la nuova nascita dei diritti di questi ultimi, così rappresentando una sorta di "incarnazione" di un consumatore completamente razionale con l'obiettivo di massimizzare la propria serenità tramite un guadagno in termini di ricchezza, tempo e dispendio di energie. Secondo invece un contributo di M. A la Torre nel suo libro "Questioni di etica d'impresa. Oltre l'homo oeconomicus, 2009", il paradigma prima annunciato si andava a definire tramite una concezione puramente pessimistica dell'individuo, dove si ritiene che quest'ultimo focalizzi il proprio agire in maniera completamente egoistica.

È fondamentale, arrivati a questo punto, quello che è l'interesse verso i risultati piuttosto che le motivazioni sottostanti ad esso, infatti, come sottolineato dalla teoria della scelta razionale, questo suggerisce che l'essere umano deve agire per raggiungere uno scopo piuttosto che per un orientamento ad una sensazione o un qualsiasi valore.

P. Bourdieu nel suo libro "La distinzione. Critica sociale del gusto, Bologna, 2001" ha evidenziato come le scelte accompagnate dall'interesse risultano molto più prevedibili, questo appunto perché hanno un obiettivo esplicito, così rendendo più agevoli calcoli e previsioni rispetto ad esso. Il concetto di Homo Oeconomicus rafforza la tesi secondo la quale gli individui effettuano i propri acquisti e consumano i propri beni per soddisfare i propri bisogni, questo con qualsiasi motivazione razionale, che sia individualista o utilitaristica. Le scelte razionali, guidate da valori come la coerenza e l'astrazione del contesto in cui si agisce, hanno come obiettivo ultimo quello di massimizzare i vantaggi e le utilità dell'individuo, in qualche modo anche contribuendo ad equilibrare la domanda con l'offerta. Tuttavia, nonostante la predominanza di tale prospettiva, emerge comunque la realtà, ossia che gli individui non agiscono o comunque compiono decisioni con una fermezza mentale

assoluta. Infatti, si può notare come gli acquisti delle persone vengono spesso fatti anche perché spinti da sensazioni o percezioni emotive difficili anche da prevedere o in qualche modo controllare, così sfidando la totale razionalità rappresentata dal concetto di Homo Oeconomicus, che invece viene definito spinto solo dal soddisfacimento dei propri bisogni. L'uomo, infatti, nonostante la sua comune definizione di "essere logico", spesso mette in evidenza aspetti fuori da ogni logica, complessi e sfaccettati, soprattutto se si parla di processo decisionale. Negli anni Settanta, in contesto principalmente caratterizzato da cambiamenti sociali, venne rappresentato principalmente da Jean Baudrillard, che introdusse la definizione psico economica di Homo Oeconomicus.

Baudrillard si spinse contro la visione tradizionale di quegli anni dell'individuo completamente razionale; infatti, fu il primo a proclamarne la fine: egli sosteneva che tale individuo non avrebbe mai potuto esistere in un'epoca moderna o in una post-moderna. L'autore infatti argomentò la propria tesi basandosi sull'idea che un acquisto qualsiasi non poteva essere guidato solamente da funzionalità oggettive o necessità di avere un determinato prodotto, bensì da impulsi sociali che considerano come distribuzione di valori come segni e significati la comunicazione e lo scambio. Jean Baudrillard si ispirava a Pierre Bourdieu e anche per questo sottolineava la notevole importanza che assumeva aspetto e contesto sociale nel prendere le decisioni, considerandoli come linguaggi di comunicazione dei propri aspetti psicologici. Le decisioni umane infatti sono intrise di credenze e suggestioni di vario tipo, questo perché l'istinto richiama la coscienza, valore fondamentale per la partecipazione sociale. Negli anni, soprattutto negli ultimi due decenni, le dinamiche sociali sono state quasi completamente modellate da rivoluzioni, sia di tipo industriale che di tipo tecnologico, da lotte sociali, da diversi accadimenti storici, cambiamenti dei ritmi di lavoro e dei rispettivi ruoli che hanno messo in discussione la credenza che benessere materiale e ricerca di beni siano gli unici motivatori dell'essere umano. Tutto ciò, come affermato da La Torre, evidenzia come sia evoluta la società, portando ad una ridefinizione di ruoli ed atteggiamenti, creando nuove prospettive future sulla complessità dell'essere umano. Il paradigma distingueva di netto la psicologia sociale da quella economica, non limitando le scelte economiche ad una spiegazione meramente economica; infatti, fu necessario tenere in considerazione più condizioni e motivazioni.

Sebbene negli anni fu a lungo preferito il pensiero di Adam Smith, dove si sosteneva che il raggiungimento del proprio interesse poteva essere strettamente intersecato con il benessere sociale

e questo lo si poteva raggiungere tramite il costante ricercare l'approvazione sociale; non bisogna però dimenticare che lo stesso Adam Smith aveva ipotizzato come socialmente determinata l'azione economica. Esso, infatti, sosteneva che l'azione economica fosse una tendenza propria dell'essere umano, basata principalmente sull'approvazione sociale e, più in generale, il desiderio di essere approvati. Tale aspetto della filosofia di Smith evidenziava come motivazioni non per forza di natura economica fossero legate comunque alla ricerca di ricchezza dell'individuo; il filosofo infatti dava particolare importanza alla simpatia intesa come capacità di un soggetto di vestire i panni degli altri attraverso la socievolezza, anch'essa meccanismo di approvazione sociale. Sempre secondo Smith, tali meccanismi influenzano in maniera significativa le scelte e le decisioni dell'essere umano, anche permettendo agli individui di agire in maniera confortevole. Uno tra i principi fondamentali della filosofia di Adam Smith era soprattutto la reciprocità intesa come scambio di bisogni; infatti, questo concetto l'ha delineato come il padre del "capitalismo morale", questo perché pensava che si potesse agire anche nel rispetto dei bisogni degli altri, non solo dei propri interessi. Rispetto all'individuo perfettamente razionale di cui abbiamo analizzato caratteristiche e anche crisi, gli economisti hanno accettato e applicato una teoria come modello economico del comportamento umano: la Teoria dell'Utilità Attesa.

1.2. La teoria dell'Utilità Attesa

Nel 1947 Vonon Neumann e Morgenstern presentarono una teoria tramite la quale si poteva dar un'interpretazione alle scelte degli individui, ossia la teoria dell'utilità attesa. Tale teoria venne largamente accettata come modello economico che analizza i comportamenti umani; infatti, quest'ultima si basa sulla concezione dell'individuo come essere completamente razionale le cui scelte sono prevedibili, questo perché le sue azioni vengono indirizzate totalmente al soddisfacimento delle proprie preferenze. La teoria si basa principalmente su un approccio deduttivo che segue determinati assiomi che andranno a delineare i requisiti di razionalità, tramite i quali va ad esplorare le scelte e cosa preferisce l'individuo; un esempio riportato sempre da Morgenstern e Neumann è che nel momento in cui un individuo si trova davanti a diverse scelte delle quali non ne conosce l'esito, ma riesce ad associarci una probabilità grazie a delle informazioni che possiede, secondo la teoria

dell'utilità attesa andrà a scegliere la possibilità che gli permetterà di massimizzare l'utilità, nel rispetto delle risorse messe a disposizione. Semplicemente, la teoria di cui si sta parlando offre un criterio strategico per prendere delle decisioni in condizioni di incertezza e casualità, dando un'indicazione sul grado di preferenza derivato dal soddisfacimento dei bisogni. L'insieme delle preferenze che vanno a massimizzare l'utilità attesa dell'individuo vengono tutte quante formalizzate all'interno della funzione di tale teoria, dove quest'ultima va ad associare ogni scelta una rispettiva misura di utilità nel rispetto dell'ordine delle preferenze. Inoltre, la teoria può essere utilizzata per dare un ordinamento alle decisioni che potrebbero essere rischiose tramite l'assegnazione di valori numerici ad ogni opzione presa in considerazione dall'individuo.

Per andare a massimizzare l'utilità attesa, l'individuo dovrà valutare tutti gli esiti derivanti dalle alternative, misurarne i rispettivi livelli di utilità e sommarli in maniera ponderata in base ad ogni rispettiva probabilità. Con questo metodo il soggetto cercherà di massimizzare il proprio beneficio complessivo tenendo conto anche del livello di incertezza legato alle diverse alternative.

Un'esemplificazione della teoria dell'utilità attesa può essere fatta come di seguito: si considera un individuo è intenzionato ad investire per guadagnare "A" con una probabilità "p", l'alternativa invece è la possibilità di investire guadagnando "B" con una probabilità "(1-p)". Il valore atteso dell'investimento risulterà:

$$VA = p \times A + (1-p) \times B$$

Se si va a considerare che la probabilità **p** è del 50%, l'investimento A avrà il valore di 5000, l'investimento B avrà il valore di 2500 e il valore atteso sarà pari a 3750. Se si effettua un confronto delle diverse scelte di investimento, solitamente si andranno a scegliere le alternative che garantiscono un maggiore profitto e una perdita meno elevata, andando così a rispettare quelle che sono le preferenze dell'individuo.

Morgenstern e Neumann, sempre nel 1947, hanno costruito la loro teoria su alcuni assiomi, tramite i quali hanno definito quale logica sta alla base dei comportamenti degli individui in un processo decisionale: il primo assioma definisce l'ordinamento completo delle preferenze, con il quale gli individui riescono in qualsiasi modo ad ordinare le proprie alternative secondo un ordine di preferenze,

deve essere inoltre possibile effettuare un ordinamento volto all'identificazione di un ordine di preferenze, che è una proprietà significativa che va ad escludere il fatto che non è possibile classificare le proprie preferenze. Il secondo assioma di Morgenstern e Neumann invece definisce il principio della continuità delle alternative, ossia la situazione in cui l'individuo si trova a dover decidere tra un'alternativa positiva e una negativa ma è sempre a conoscenza della probabilità che lo rende indifferente tra le due. Ancora diverso è quello che va a definire il terzo assioma, che definisce l'indipendenza delle alternative, secondo il quale, se a due alternative se ne aggiunge una terza, le preferenze dell'individuo rimangono invariate. La transitività delle alternative viene invece definita nel quarto assioma, con essa infatti si prende in considerazione una situazione ancora diversa: si considerano 3 alternative, per tale proprietà se la preferenza verso A è maggiore rispetto a B e allo stesso tempo la preferenza verso B è maggiore rispetto a C, bisogna andare comunque a valutare se l'alternativa A viene preferita a C, in caso contrario si creerebbe una circolarità che non permetterebbe all'individuo di prendere una decisione. Infine, il quinto assioma va a definire la non sazietà dell'individuo, ossia il principio secondo il quale inizialmente la preferenza si lega in maniera importante alla quantità, maggiore è quest'ultima, maggiore è la preferenza; la crescita della preferenza andrà a dipendere anche dall'aumentare della probabilità; quindi, per il principio del quinto assioma si andrà a prendere la decisione che promette lo stesso guadagno ma con probabilità maggiore. Alla base della teoria dell'utilità attesa c'è un concetto che, nel rispetto degli assiomi appena elencati, basa la teoria sulla razionalità che permette agli individui di agire e decidere sempre secondo le proprie preferenze; da tale concetto è possibile costruire una particolare funzione secondo la quale se si preferisce A a B, la funzione di utilità di $U(A)$ sarà sempre maggiore di quella di B [$U(B)$].

Una volta che è stata costruita la funzione di utilità, l'individuo quindi sceglierà l'alternativa che va a massimizzare l'utilità attesa $U(x)$, che verrà definita come media ponderata di tutte le alternative, tenendo come fattore di ponderazione le probabilità di accadimento delle stesse. Alla luce di quanto postulato dalla teoria, è opportuno soffermarsi nel concetto di rischio, concetto considerato e analizzato dalla teoria dell'Utilità attesa. In un qualsiasi ambiente economico, infatti, risulta quasi impossibile non trovare comportamenti o attività dell'essere umano che non siano caratterizzate da rischio o incertezza.

1.3. Il rischio

Il concetto di rischio, all'interno del vasto panorama delle discipline economiche, ha assunto una posizione di particolare rilevanza negli ultimi decenni. L'analisi dello stesso, infatti, ha pervaso sempre più studi che si focalizzano anche su come questo impatta nelle dinamiche del processo decisionale degli individui in situazioni di carattere aleatorio. Ogni decisione presa nei mercati finanziari, che sia un investimento, un consumo, uno scambio, o un acquisto può essere largamente influenzata da mutamenti determinati o da considerazioni diffuse dagli operatori del mercato o da eventi futuri di cui non si ha alcuna certezza. Nel contesto appena citato un elemento che assume un aspetto chiave è il tempo; infatti, tra quando un individuo prende una decisione e quando essa si manifesta si colloca sempre un intervallo temporale. La presenza di questo intervallo però non è sufficiente per caratterizzare i concetti di rischio e incertezza, perché entra in gioco un altro fattore di particolare rilevanza, ossia la mancanza di informazioni riguardanti le scelte ed i possibili effetti che possono provocare; infatti la conoscenza del momento in cui si prende la decisione e gli effetti che ne derivano esclude l'incertezza, anche se è proprio quest'ultima a rendere imprevedibili gli avvenimenti futuri, rendendoli in alcuni casi favorevoli e in altri sfavorevoli. Secondo Alessandro Morselli in un intervento nel Fascicolo 2/2014 di "Economia & Lavoro", esistono tre insiemi di informazioni che servono agli individui per avere una visione chiara e dettagliata del futuro, in prima battuta è necessario che gli individui conoscano con certezza tutti i possibili effetti che possono derivare da una loro decisione, poi è molto importante che gli stessi siano in grado di fronteggiare tutte le possibili conseguenze delle scelte prese, compresi gli effetti che le azioni producono nei confronti dei loro bisogni. Il contributo letterario più recente in questo tema l'ha fornito Harrison nel 2011, dove ha evidenziato in quali differenti contesti può trovarsi l'individuo nel momento in cui si trova a dover prendere una decisione:

- **CONTESTO DI CERTEZZA**

Contesto nel quale esiste un legame tra scelta e conseguenza, nel quale le informazioni a disposizione sono sufficienti per prendere decisioni certe. In condizioni di certezza, tutti i risultati delle decisioni prese all'inizio saranno noti anche se si verificheranno ex-post.

- **CONTESTO DI RISCHIO**

In questo caso tutte le informazioni sono legate ad eventi accaduti in maniera casuale ma con una determinata probabilità di verificarsi

- CONTESTO DI INCERTEZZA

Differentemente da precedente, nei contesti di incertezza ad ogni decisione corrispondono più conseguenze e agli eventi futuri non è possibile associare una probabilità di accadimento.

La sostanziale differenza che intercorre tra rischio e incertezza è la possibilità che vengano o non vengano associate le probabilità di accadimento agli eventi che vengono presi in considerazione; infatti, il rischio può essere preso in considerazione come una misura che può essere quantificata, mentre l'incertezza viene rappresentata come misura non quantificabile. Spesso in ambito economico i due termini vengono considerati come sinonimi.

Un contributo interessante lo fornisce il dizionario Garzanti nella definizione di rischio, dove viene considerato come “possibilità di subire un danno, una perdita, come eventualità generica o per il fatto di esporsi a un pericolo”. A questo si aggiunge la condizione secondo la quale il rischio è una condizione a cui un soggetto economico si espone nel momento in cui ad ogni sua scelta vengono associate diverse conseguenze, ognuna delle quali ha associato uno specifico livello di probabilità.

Bisogna ricordarsi che con “conseguenze” non si intendono solamente esiti negativi, bensì si devono considerare anche le opportunità, con una gestione efficace del rischio, infatti, si possono trasformare minacce in opportunità. La definizione evidenzia anche quanto è importante la probabilità quando si parla di rischio, difatti per poter parlare di rischio in un contesto economico è necessario che vi sia un certo livello di incertezza nei possibili esiti di un evento. Con il termine probabilità si sottolinea la caratterizzazione propria del rischio, ossia di evento incerto, che però, grazie ad informazioni adeguate si riescono a determinare le possibili distribuzioni di probabilità, tutti gli eventi associati e le rispettive singole probabilità legate. A differenza dei contesti caratterizzati principalmente da certezza, in cui la legislazione conosciuta si applica ai cambiamenti, la realtà è caratterizzata dall'incertezza. Infatti, nel momento in cui ci troverà a dover prendere una decisione, la certezza la si ha solo sulla situazione attuale, che però potrà essere influenzata da vari fattori in maniera imprevedibili. In determinate situazioni, infatti, le conseguenze di una decisione presa derivano non solo dal soggetto che prende la decisione, ma anche dall'accadimento o meno di determinati eventi.

Di fronte al rischio ogni individuo si può interfacciare in diversa maniera, c'è chi può essere propenso a

prendere una scelta rischiosa, chi al contrario è avverso allo stesso, per cui preferirà scelte meno rischiose, o anche si ritiene indifferente.

1.4. Propensione, Indifferenza e Avversione al rischio

Come anticipato alla fine dello scorso paragrafo, grazie anche al contributo fornito da Harrison, gli individui possono manifestare diverse preferenze e, di conseguenza, diversi comportamenti rispetto al rischio, essi possono essere influenzati da una molteplicità di fattori, come fattori economici e normativi. All'interno del contesto economico, a giocare un ruolo chiave nel plasmare le decisioni rispetto ai rischi ci sono principalmente ricchezza e lo status sociale del soggetto preso in considerazione, ma rimane comunque il fatto che anche la propensione verso il rischio gioca un ruolo fondamentale, la propensione verso lo stesso infatti porta gli individui a modellare le proprie scelte. Con le loro decisioni a livello normativo anche le istituzioni rivestono un ruolo chiave nel processo decisionale, questo perché grazie alle loro scelte si possono aumentare o diminuire i rischi presenti nel contesto, comunque contribuendo a coordinare e gestire comportamenti e scelte degli individui. Il coordinamento viene spesso facilitato grazie alla circolazione delle informazioni all'interno dei mercati finanziari, che fungono da meccanismo centrale per far circolare i dati più importanti.

Quando invece bisogna andare ad analizzare le alternative, se si associano una serie di possibili esiti, detti "**payoffs**", a dei valori di tipo monetario "**x**" e si sostiene che la preferenza degli individui sia verso i payoff più elevati, si può andare a costruire una funzione di utilità come strumento di analisi.

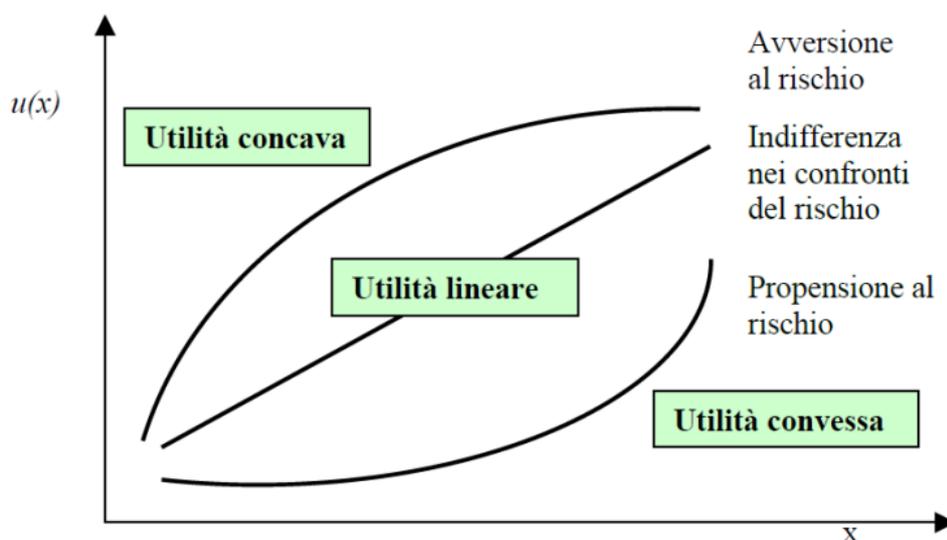
La funzione che si andrà a costruire viene assunta come monotona e crescente in senso stretto e si può andarla a rappresentare nel seguente modo:

$$\frac{du(x)}{dx} > 0$$

Dove x rappresenta la preferenza dell'individuo

Tale approccio, andando a riflettere la tendenza degli individui a preferire esiti più vantaggiosi, permette di analizzare in maniera più dinamica le modalità con le quali vengono prese le decisioni in condizioni di rischio rispetto a delle preferenze individuali.

Ogni funzione di utilità che viene costruita può avere tre principali forme: una lineare, una concava e una convessa e andando ad analizzare la forma della stessa si riescono a ricavare delle informazioni cruciali riguardo agli atteggiamenti degli individui rispetto al rischio. Come si potrà notare nella figura sottostante, se la funzione di utilità che presenta l'individuo ha una forma concava si definisce il soggetto come **avverso al rischio**, questo perché l'individuo preferisce alternative che promettono livelli di ricchezza più certi ed equivalenti al payoff piuttosto che alternative che offrono magari lo stesso livello di utilità attesa ma garantiscono guadagni minori. Nel caso in cui l'individuo presenti una forma di utilità convessa invece si va a definire lo stesso come **propenso al rischio**, ossia che lo stesso preferisce un'alternativa rischiosa rispetto ad una con uno stesso risultato garantito ma con più certezza dell'esito. Nel caso in cui invece l'individuo presenti una funzione di utilità lineare lo stesso non mostra alcuna preferenza, né in condizioni di certezza né in condizioni di incertezza, mostrandosi completamente indifferente rispetto al rischio.



[1] "Teoria delle decisioni", Fonte: slides prof. Ing. Comi, Università Tor Vergata Roma

1.5. Avversione alle perdite

L'avversione alla perdita è distinta dall'avversione al rischio. Quest'ultima è la tendenza delle persone a favorire ricompense più sicure rispetto a quelle con maggiore incertezza, anche se queste ultime hanno un valore monetario simile o superiore. L'idea che alle persone non piace correre rischi non è del tutto esatta, ha affermato Dan Kemp, responsabile globale degli investimenti di Morningstar Investment Management, in un'intervista pubblicata sul sito web di Morningstar nel Regno Unito. "Ciò che le persone non apprezzano sta perdendo." Abbiamo un'avversione alla perdita, che è evidente se entriamo in un Casinò. All'inizio della serata, le persone generalmente si dedicano a spendere le proprie fiches sul tavolo della roulette con cura e cercano di ridurre al minimo la perdita di denaro il più possibile. Tuttavia, verso la fine della giornata, hanno poche fiches in tasca e sono inclini a fare scommesse ad alto rischio. Di conseguenza, passano dall'avversione al rischio, quando hanno soldi da spendere, all'essere desiderosi di intraprendere qualsiasi azione per riconquistarli. La stessa cosa accade con gli investimenti.

Morningstar, in un articolo del 2021 della sezione di "finanza personale" ha evidenziato il fatto che gli investitori sono più molto più propensi ad acquistare azioni che portano ad un profitto piuttosto che una perdita significativa; infatti, nel momento in cui viene vista una diminuzione del prezzo di un titolo o di un fondo, il bisogno che si manifesterà sarà quello di fermare la perdita di denaro. Ciò può portare alla vendita di un investimento quando la diminuzione è minima. Al contrario, se le azioni vengono perse, in genere sono desiderose di preservarle. A quel punto non vogliono eliminarlo, perché sperano di rinascere al valore che possedevano originariamente.

L'avversione alle perdite può andare ad influenzare negativamente gli investitori non solo in piccole quantità, ma anche quando vengono rifiutati cali significativi delle attività che possiedono nei loro portafogli. Una citazione che spicca tra le altre a riguardo è quella di Philip Fisher, un noto investitore azionario americano, autore del libro "Common Stocks and Uncommon Profits", che ha scritto:

"Più soldi sono stati probabilmente persi da investitori che tenevano un'azione, che realmente non volevano, nella speranza di uscire 'almeno in pari', che per qualsiasi altra singola ragione"

Ci sono molte opzioni per evitare di prendere la decisione sbagliata. Kemp afferma che uno dei modi più efficaci è smettere di concentrarsi sulle nostre finanze. Più monitoriamo gli investimenti, più sperimentiamo alti e bassi quotidiani e maggiori sono le probabilità di perdere. "Se hai una buona strategia, che tu sia un consulente o che tu sia in grado di costruire il tuo portafoglio o di farlo gestire da qualcun altro per te, smetti di guardare te stesso", ha esortato Kemp. "È bene controllare regolarmente. Naturalmente, è importante assicurarsi che il livello di rischio corrisponda ai propri obiettivi o che il manager stia svolgendo bene il suo lavoro. Ma è più facile giudicare da una visione a lungo termine che da una visione a breve termine. ". Il rischio e le preferenze verso esso però non rappresentano l'unica barriera all'entrata nel mercato economico, allo stesso tempo infatti il livello di educazione in ambito finanziario crea un'ulteriore barriera, dove, a seconda del livello di educazione, un individuo è portato o non portato a prendere decisioni pensate o comunque su una base teorica sufficiente. Si vedrà in seguito come il processo dell'educazione finanziaria porti gli individui/investitori a migliorare le proprie cognizioni rispetto ai prodotti, accrescendo conoscenze di concetti e rischi in ambito finanziario.

1.6. Educazione finanziaria

In seguito ad una serie di fallimenti a livello finanziario e ad una crisi sempre più globale, è diventato necessario rafforzare la protezione degli attori del mercato, che negli anni della crisi sono rimasti spesso vittima di "risparmio tradito. La successione di tali eventi ha messo in mostra la necessità di effettuare un cambiamento da questo punto di vista, intraprendendo una nuova linea legislativa ed andando ad educare gli investitori nell'ambito finanziario; a spingere verso questa necessità sono anche le constatazioni effettuate dagli stessi investitori, che spesso si dichiarano impreparati in materia. Questo percorso che mira al rafforzamento della protezione degli investitori inizia dal rafforzare anche correttezza e trasparenza da parte dell'intermediario, che faciliterebbe una presa di consapevolezza nei confronti della materia, nelle decisioni di investimento e nel potenziamento dell'autodifesa nelle interazioni contrattuali.

Tal obiettivi di crescita vengono sanciti all'interno dell'articolo 4 del Decreto Legislativo 206/2005 del Codice del Consumo, che ha generato un intenso dibattito in tema educazione finanziaria, già molto

discussa dopo i noti fallimenti finanziari, conducendo alla partenza di una serie di iniziative volte ad assicurare una migliore comprensione dei fondamenti della finanza ai consumatori. Questo è stato visto come un modo per prevenire ulteriori crisi, colmare le lacune nelle regole esistenti e affrontare la crescente complessità dei prodotti finanziari sul mercato. In sostanza, l'educazione finanziaria si configura come un contrappeso al presunto "fallimento" della normativa attuale nel proteggere adeguatamente gli investitori. L'istruzione dei consumatori di servizi finanziari non può essere considerata solo come uno strumento, dove da un lato si mira a formare un investitore informato e, dall'altro, a ridurre contemporaneamente le responsabilità degli intermediari. Le iniziative volte esclusivamente a compensare le lacune legislative nella protezione, principalmente basate su obblighi formali piuttosto che sostanziali, si dimostrano inefficaci in tal senso.

Tale questione assume una posizione di una certa rilevanza, questo perché, in seguito all'applicazione della MIFID, va ad enfatizzare mediante un nuovo quadro normativo l'educazione in tema finanziario verso gli investitori per andare a bilanciare la crescente standardizzazione delle informazioni e dei documenti scambiati tra intermediari ed investitori; in tal caso si presuppone che l'investitore abbia un certo livello di consapevolezza che lo permetta di prendere in autonomia le decisioni, merito delle competenze cognitive acquisite. Viene riconosciuto che "la regolamentazione non può garantire una protezione completa o 'assoluta' per il risparmiatore/investitore", una nozione riconosciuta nei sistemi giuridici dei paesi con mercati più sviluppati del nostro. Diventa quindi necessario, se non fondamentale, che gli investitori migliorino la propria alfabetizzazione finanziaria. Questo è essenziale per tutelare meglio i propri interessi. L'autoprotezione emerge come unico mezzo per un risparmiatore di navigare il panorama finanziario e salvaguardare i propri risparmi, considerata la situazione attuale. Le iniziative educative mirano a coltivare un senso di autoresponsabilità negli investitori, anche se nell'ambito della legislazione esistente non sembra estendersi fino al punto di costituire un obbligo legale, infatti, il tema dell'educazione dei risparmiatori non è del tutto nuovo nel nostro quadro giuridico. Nell'articolo 4 del Decreto Legislativo 206 del 2005 viene infatti promossa l'istruzione come diritto fondamentale, tale affermazione ha come obiettivo l'aumento della consapevolezza dei consumatori nei propri diritti e nelle proprie forme di protezione. Nella disposizione dell'articolo viene utilizzata una formula ampia, che va a comprendere sia, più in generale, l'oggetto delle attività educative che la natura economica del contratto che coinvolge i consumatori, ma viene anche estesa

a tutti i servizi finanziari. Tuttavia, la definizione identifica principalmente un individuo che agisce al di fuori dei suoi impegni imprenditoriali o professionali. Oltre quelle appena elencate, esistono ancora molti fattori che spingono o non spingono l'essere umano ad investire, tanti di questi di natura puramente soggettiva; un esempio è la resistenza al cambiamento, fenomeno molto discusso dagli studiosi, che verrà trattato nel prossimo paragrafo.

1.7. Resistenza al cambiamento

Il concetto di resistenza al cambiamento ha attirato l'attenzione di diversi studiosi, i quali ne hanno offerto diverse interpretazioni. Nel 1988 Ansoff la descrive come un fenomeno complesso che introduce ritardi, costi e turbamenti impreveduti durante un cambiamento strategico, mentre Zaltman e Duncan (1977) la definiscono come qualsiasi comportamento finalizzato a mantenere lo stato attuale di fronte alla pressione per modificarlo. Nel contesto organizzativo, la resistenza viene comunemente interpretata come la risposta naturale al cambiamento (Block 1989) o come qualsiasi azione messa in atto dai dipendenti per contrastare, rallentare o modificare il cambiamento stesso (Bemmel e Reshef, 1991). Solitamente, la resistenza al cambiamento è il risultato di vari fattori sociali, tra cui:

- **Fattori razionali:** si verificano quando i dipendenti percepiscono discrepanze tra i risultati proposti dal cambiamento e le aspettative del management. Queste differenze possono generare dubbi sui vantaggi dei cambiamenti proposti, portando all'opposizione (Ansoff, 1988; Grusky e Miller, 1970; Kotter e altri, 1979).
- **Fattori non razionali:** possono derivare da preferenze personali o da incertezze sui risultati delle nuove tecnologie, non necessariamente basate su valutazioni economiche razionali (Judson, 1966; McMurry, 1973; Sayles e Strauss, 1960).
- **Fattori politici:** influenze come il favoritismo possono contribuire alla resistenza (Blau, 1970).
- **Fattori di gestione:** stili di gestione inappropriati possono essere un fattore che favorisce la resistenza al cambiamento (Judson, 1966; Lawrence, 1969).

Capitolo 2 - COME INVESTIAMO: LA FINANZA COMPORTAMENTALE

Portate alla luce alcune tra le motivazioni che spingono l'essere umano ad investire o a non investire, è importante focalizzarsi in particolare su una branca dell'economia comportamentale che va a studiare tutti questi tipi di fenomeni e comportamenti: la finanza comportamentale

2.1. Nascita della finanza comportamentale

Nel mondo degli investimenti occorre porre un'attenzione particolare su quello che è la razionalità, questo per evitare errori legati alla propria sfera emotiva, che potrebbe portare ad effettuare scelte finanziarie oculate. Nonostante ciò, nel mondo della finanza esiste una parte irrazionale legata alle decisioni prese impulsivamente e questo a causa di una serie di condizioni psicologiche. Fenomeni e dinamiche di questo genere vengono studiate dalla finanza comportamentale, una branca dell'economia comportamentale che va a studiare gli effetti della psicologia umana nell'ambito finanziario. La conoscenza di tale disciplina è utile nel caso in cui si desidera investire in maniera consapevole, senza commettere errori legati alla propria sfera cognitiva, che potrebbero portare ad effettuare scelte d'investimento sbagliate. Per comprendere la finanza comportamentale dobbiamo prima capire come è nata e si è sviluppata. Non esiste un'unica teoria, ma una molteplicità di studi e contributi che hanno permesso alla disciplina di svilupparsi nel corso degli anni. Ad esempio, Adam Smith aveva già descritto il comportamento psicologico individuale nella Teoria dei sentimenti morali (1759), un'opera fondamentale sull'economia neoclassica, e questi concetti furono successivamente adottati dal filosofo, economista e giurista britannico Jeremy Bentham. Come anticipato nel capitolo precedente, nell'economia neoclassica si sviluppa il concetto di uomo economico, un individuo razionale ed efficiente non influenzato da fattori psicologici nel suo processo decisionale. La moderna finanza comportamentale cominciò a prendere forma negli anni '50, prendendo la teoria dell'utilità attesa come punto di partenza per definire alcuni modelli decisionali utilizzati in campo economico e statistico, e continuò negli anni '60 a condurre confronti tra modelli di comportamento razionali dell'economia e cognitivi della psicologia di Daniel Kahneman, Ward Edwards e Amos Tversky. Contributi fondamentali alla finanza comportamentale giunsero alla fine degli anni '70,

quando la ricerca di Kahneman e Tversky sul processo decisionale rischioso applicò la psicologia cognitiva per spiegare le anomalie nelle decisioni economiche razionali delle persone. Questa nuova disciplina analizza fenomeni come le bolle speculative o le condizioni di panico dei mercati che possono portare a un collasso totale irrazionale, o tutte le asimmetrie nei processi decisionali che si allontanano dalla razionalità. La finanza comportamentale studia i modelli di comportamento individuale e sociale nei mercati, basandosi sul presupposto che le persone non sono completamente razionali e i mercati non sono sempre efficienti. In primo luogo, dobbiamo tenere conto del fatto che le decisioni finanziarie vengono prese dagli esseri umani e, sebbene le persone cerchino la massima razionalità, sono comunque soggette a emozioni come l'avidità, la paura o l'orgoglio. Le emozioni possono influenzare le scelte finanziarie, spingendoti a commettere errori e a prendere decisioni irrazionali. Inoltre, è necessario tenere conto dei bias comportamentali, cioè dei pregiudizi mentali che possono portare a comportamenti inconsci, scorciatoie mentali legate alla necessità di accelerare il processo di interpretazione della realtà in determinate situazioni. Ad esempio, scelte finanziarie sbagliate possono influenzare le decisioni future e portare a errori di valutazione. Un altro problema è l'inquadratura, il processo di scelta in base al contesto e al modo in cui viene posta la domanda. Un altro punto della finanza comportamentale riguarda le inefficienze dei mercati, cercando spiegazioni per tutto ciò che va contro l'idea di mercati efficienti e razionali, come le valutazioni errate dei prezzi. Nell'ambito della finanza comportamentale si pone anche il problema dell'avversione alle perdite, ovvero la percezione di perdite maggiori rispetto a guadagni di pari importo. Lo stesso vale per gli errori cognitivi, che sono un insieme di condizioni psicologiche, come l'ottimismo eccessivo e la fiducia in sé stessi, che producono false credenze. Per farla breve, il principio chiave su cui si basa la finanza comportamentale classica è che l'uomo non è solo ragione e razionalità, ma anche istinto ed emotività, per cui spesso effettua scelte irrazionali. Da questo presupposto chiave nasce la finanza comportamentale, ossia appunto lo studio economico con focus sui comportamenti degli investitori nei mercati finanziari. Il concetto appena espresso mette in evidenza la contrapposizione alla teoria classica della finanza, che invece presuppone la perfetta razionalità degli individui, per si può intendere la finanza comportamentale come un approccio alternativo o complementare rispetto alla teoria classica. Oltre alla nascita della finanza comportamentale, dove sono stati riportati alcuni concetti che introducono come quest'ultima è partita, ora è opportuno focalizzarsi su come opera tale branca dell'economia comportamentale,

facendo particolare attenzione al ruolo che essa svolge.

2.2. Ruolo della finanza comportamentale

La finanza comportamentale mira a comprendere come si muovono i mercati finanziari in base al comportamento di individui o aziende. In altre parole, questo sottocampo dell'economia comportamentale prova a capire come si comportano gli investitori e le ragioni dietro le decisioni che prendono. Come abbiamo visto prima, uno dei principi della finanza comportamentale è che gli esseri umani non sono completamente razionali. Anche in finanza le scelte di una persona possono essere influenzate da una serie di fattori esterni, i cosiddetti bias cognitivi, che possono portare a commettere errori, spesso con conseguenze disastrose per l'individuo, ma talvolta anche per il mercato, portando effetti catastrofici. A causa della finanza comportamentale, questi comportamenti sono scorretti e dannosi e, una volta identificati, è possibile fare un'analisi significativa, non solo su ciò che li ha causati, ma anche sulla logica del mercato. Pertanto, la finanza comportamentale è fondamentale per la gestione del risparmio e degli investimenti perché facilita l'ottimizzazione di questi processi. Le ricerche finora condotte hanno consigliato ai grandi investitori le strategie adeguate a massimizzare i benefici degli investimenti, anche nelle fasi più complesse del mercato, quando tipicamente la maggior parte degli individui commette errori.

BORSA ITALIANA
FINANZA COMPORTAMENTALE

L'assunto base di numerose teorie economiche
Gli individui giocano il loro ruolo all'interno del mercato in modo razionale, valutando tutte le informazioni possibili e i prezzi osservati sul mercato riflettono tutta l'informazione contenuta nella serie storica dei prezzi stessi

È confutato da comportamenti individuali o collettivi influenzati da condizionamenti emotivi
per esempio
La paura di perdere soldi con una mossa sbagliata è tre volte maggiore del piacere che deriva da un successo

Tre punti principali di discussione

L'EURISTICA
Decisioni basate su regole empiriche, approssimative, che non seguono l'analisi razionale ma vengono prese istintivamente sulla base di esperienze passate

L'INQUADRAMENTO
La decisione di chi sceglie viene influenzata dal modo con cui una decisione o un particolare quesito viene presentato

LE INEFFICIENZE DI MERCATO
Spiegazioni per tutte quelle situazioni che sono contrarie alle spiegazioni razionali e all'efficienza del mercato, come la valutazione errata del prezzo, processi decisionali non razionali, e anomalie sul ritorno

CEBIMESTRI.IT

[2] "Finanza Comportamentale", Fonte: FTA Online News, Milano, 02 Nov 2007, BORSA ITALIANA

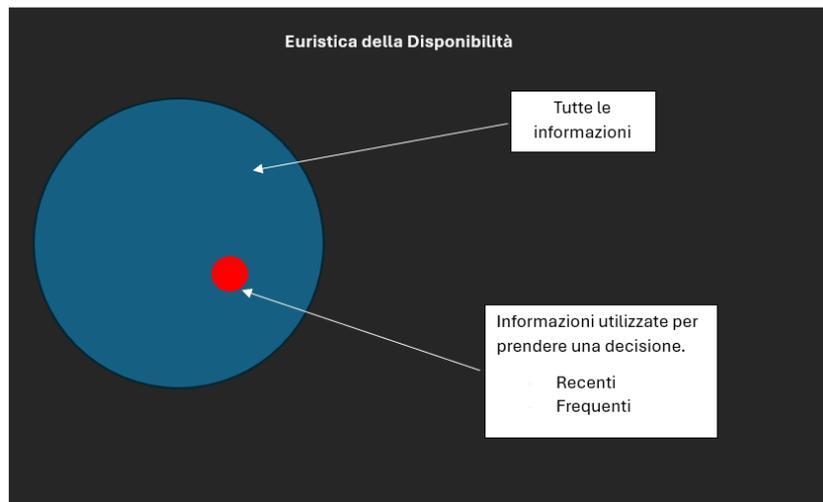
2.3. Le euristiche

Come recita l'immagine riportata nella pagina precedente, la teoria economica classica si basa sulla convinzione che i partecipanti economici sono creature completamente razionali che prendono decisioni riguardanti i loro investimenti, in questo caso massimizzano la loro utilità. Spesso si osservano comportamenti anomali tra gli investitori; questo comportamento viene attribuito alla comune violazione della razionalità e della massima del benessere. Questi sono i fondamenti della teoria classica. L'economia comportamentale, una teoria economica recentemente sviluppata, è un campo di studio che unisce gli sforzi di economisti e psicologi al fine di fornire spiegazioni sul perché le persone agiscono in un certo modo. Più nello specifico, la branca specifica discussa in questo articolo è la finanza comportamentale. Gli operatori economici utilizzano spesso un metodo euristico per acquisire le informazioni necessarie per prendere le loro decisioni. Si tratta di un metodo meno rigoroso e più intuitivo che consente di prevedere o ottenere un risultato plausibile. Le euristiche consentono all'investitore di ridurre la complessità delle decisioni in situazioni di incertezza, ma possono anche portare a errori significativi e sistematici che influenzano la procedura. L'euristica è quindi sinonimo di intuizione; gli investitori utilizzano l'ambiente circostante per determinare regole "novità", che possono avere un effetto positivo ma anche portare a risultati devastanti. Secondo un articolo del 2016 di Harvest Group, gruppo francese leader nella creazione di soluzioni digital, la finanza comportamentale descrive le tre euristiche primarie come: "rappresentatività", "disponibilità" e "ancoraggio". La fase di raccolta delle informazioni viene generalmente condotta utilizzando l'euristica della disponibilità, mentre le euristiche della rappresentatività e dell'ancoraggio seguono tipicamente le rispettive regole operative.



[3] "Le Euristiche cognitive", Fonte: sito "<https://finorastore.com/prodotto/le-euristiche-cognitive-2/>"

2.4. L'euristica della disponibilità



[4] Fonte (tradotta): "The availability heuristic: Why your brain confuses "easy" with "true

L'euristica della Disponibilità indica che, quando le persone raccolgono informazioni per prendere decisioni, tendono ad assegnare una probabilità maggiore agli eventi più numerosi e facilmente ricordabili. Tale bias cognitivo può portare a prendere decisioni che possono risultare anche corrette, ma allo stesso tempo, essendo le informazioni a disposizione influenzate anche da fattori diversi dalla frequenza, può portare anche a prendere delle decisioni sbagliate. Infatti, al giorno d'oggi, i diversi mezzi di comunicazione, tendono a mettere in risalto determinati eventi piuttosto che altri, e questo cambia la percezione degli individui rispetto alla probabilità degli eventi, perché ad esempio, una notizia discussa per molto più tempo o in televisione, o nei giornali o in radio può essere molto più accattivante rispetto ad una della quale non si è quasi mai parlato. Tutto ciò viene riportato in un articolo del 10 Dicembre di un noto imprenditore nella consulenza finanziaria, ossia Angeloni, che va ad affermare anche che la percezione oggettiva di un evento, e quindi la sua precisa frequenza, può essere distorta anche da fattori ancora diversi, come la facilità di memoria di determinati eventi, la familiarità della notizia o la notorietà della stessa. Quindi, nel momento in cui ci si trova dover prendere una decisione o quando bisogna farsi un determinato tipo di idea, le informazioni dalle quali prendiamo spunto solitamente provengono da fatti o situazioni accadute recentemente, che

otteniamo dai differenti mezzi di comunicazione, come televisione, radio o Internet, i quali tendono ad offrirci un quadro parziale della situazione. Le informazioni inoltre possono provenire ancora più semplicemente da situazioni o fatti alle quali siamo stati esposti frequentemente, i quali la maggior parte delle volte possono essere estremi, vividi e spesso e volentieri di carattere negativo. Il modello cognitivo fondato sulla disponibilità si presenta frequentemente nei contesti finanziari, soprattutto durante la fase di scelta dei titoli. Gli investitori non solo fissano parametri oggettivi, come la presenza di un titolo azionario in un indice, ma sono anche influenzati dalla quantità di informazioni a disposizione. Spesso, operatori finanziari concentrano i propri investimenti su titoli che hanno ricevuto più attenzione dai media, come ha dimostrato uno studio condotto da Barber e Odean nel 1999.

Esaminando la posizione dei titoli posseduti da oltre 65.000 famiglie americane, i due autori sostengono che gli investitori individuali sono noti come "*attention-based buyers*", comprando titoli che hanno catturato la loro attenzione. A causa di questi errori cognitivi legati alla disponibilità, alcuni investitori istituzionali si autodefiniscono fondi comportamentali, sfruttando simili dinamiche. Secondo uno studio di un importante istituto bancario italiano, i fondi comportamentali registrano performance superiori rispetto a quelli tradizionali durante fasi di mercato favorevoli e, contemporaneamente, subiscono perdite minori durante periodi turbolenti. Lo studio rivela anche varie metodologie nel gestire i fondi comportamentali: in alcuni casi, le decisioni sono principalmente influenzate dalle notizie, specialmente quelle concernenti i risultati della gestione. In altre situazioni, invece, si mira a individuare società che hanno registrato performance inferiori alle aspettative in passato recente.

Grazie all'esperienza è molto più semplice dare dimostrazione del fatto che è molto più semplice ricordarsi di eventi frequenti piuttosto che rari ed è anch molto più semplice ricreare o immaginare situazioni più frequenti rispetto a situazioni improbabili; la disponibilità delle informazioni funge da primo filtro per valutare la probabilità di accadimento di determinati eventi, il tutto partendo dal presupposto che questi ultimi siano più comuni e quindi più facilmente ricordabili. Tuttavia, la disponibilità è influenzata anche da fattori diversi dalla frequenza, creando un collegamento non perfetto tra disponibilità ed effettiva frequenza degli eventi. Ciò può condurre a conclusioni sbagliate quando le informazioni più facilmente accessibili non corrispondono agli eventi più frequenti. Lo studio dei fattori che influenzano la disponibilità, indipendentemente dalla frequenza, aiuta a comprendere i

principali limiti di questa euristica. Secondo Rino Rumiati (20 Gennaio 1991), nel suo libro “Giudizio e decisione”, la disponibilità funziona attraverso due meccanismi distinti:

- **Disponibilità per costruzione:** coinvolge il modo in cui le persone utilizzano le informazioni per creare esempi o simulazioni.
- **Disponibilità per recupero:** riguarda il modo in cui gli esempi vengono richiamati dalla memoria dalle categorie naturali.

Nel momento in cui un individuo deve compiere una decisione, se si parla di disponibilità per costruzione, deve andare a creare dei casi d’esempio, delle simulazioni; invece, secondo l’euristica della rappresentatività il giudizio sulla probabilità verrà giudicato a favore di situazioni molto più semplici da prevedere. Per fare chiarezza, Rino Rumiati nel suo libro dà una spiegazione tramite un esempio di questo tipo: se si domanda ad un gruppo di persone la di estrarre una parola da una canzone in inglese e di calcolare la probabilità che questa o inizi o che abbia come terza la lettera “r”, di solito in prima battuta si pensa alle parole che ce l’hanno come iniziale, poi alle parole che ce l’hanno come terza lettera e si calcolano le rispettive frequenze relative. I partecipanti che hanno partecipato a tale indagine tenderebbero ad ipotizzare che esistano più parole che iniziano con la lettera “r”, questo perché molto più facile da costruire o immaginare una parola che inizia con una determinata lettera piuttosto che ce l’abbia come terza. Anche le valutazioni su casi molto diversi possono essere influenzate dalla semplicità con cui si riescono ad immaginare, ad esempio, la valutazione di un piano industriale sarebbe molto più semplice se i relativi punti di forza e debolezza fossero facilmente immaginabili. I fattori più facili da immaginare in modo vivido e immediato possono influenzare il giudizio soggettivo, portando a una sovrastima o sottostima dei risultati positivi. Molte persone tendono a valutare la probabilità di successo di un piano industriale in base alla facilità con cui possono immaginare uno scenario specifico o alla sua coerenza e persuasività. Tuttavia, spesso queste proprietà dipendono più dalle capacità mentali e dall’esperienza individuale piuttosto che da una presunta maggiore o minore probabilità di successo effettivo del piano stesso.

Se invece andiamo a trattare la disponibilità per recupero, la familiarità e la rilevanza giocano un ruolo

fondamentale nelle valutazioni soggettive delle frequenze. Un esperimento proposto da Rino Rumiati illustra questa tendenza in modo chiaro: presentando un elenco di 40 società quotate, composto, per esempio, da 19 banche e 21 società industriali, e chiedendo se ci saranno più titoli bancari rispetto a quelli industriali, la maggioranza dei partecipanti tenderà a propendere per la maggior numerosità delle banche se queste sono più familiari e rilevanti. La familiarità e la rilevanza dipendono spesso dalle esperienze personali dirette. Ad esempio, se si considera un gruppo di investitori simili per cultura finanziaria ma divisi in due gruppi - uno che ha avuto obbligazioni argentine nel 2001 e uno che non le ha avute - e si chiede loro la probabilità di insolvenza di un debitore sovrano con rating speculativo B, generalmente coloro che hanno sperimentato direttamente il default forniranno valori più alti. Inoltre, il tempo influisce sull'intensità della percezione di un evento: se si chiede la stessa domanda subito dopo il default, si ottengono stime più alte rispetto a quando passa del tempo e la rilevanza del ricordo diminuisce. È cruciale considerare che gli eventi recenti, anche se non necessariamente più probabili nel lungo termine, sono generalmente più rilevanti nel processo di acquisizione delle informazioni, mantenendo un impatto maggiore nelle valutazioni e nelle percezioni soggettive.

2.5. L'euristica della rappresentatività

L'euristica della rappresentatività invece suggerisce che le persone, nel formulare giudizi di probabilità, si basano su stereotipi e situazioni familiari. Tversky e Kahneman, attraverso degli interventi in merito nel 1974, hanno illustrato questo concetto con un esperimento in cui i partecipanti dovevano indovinare l'occupazione di una persona basandosi su caratteristiche della sua personalità. Ad esempio, se fosse stato descritto un individuo come “molto timido, introverso, con un'anima mite e passione per i dettagli”, la maggior parte dei partecipanti avrebbe propeso per l'occupazione di bibliotecario tra le opzioni elencate. Questo esperimento, riportato da Rino Rumiati nel suo libro, mette in luce il modo in cui le persone affrontano la valutazione di un giudizio probabilistico allo stesso modo in cui valutano la rappresentatività o la familiarità. Tuttavia, questa modalità di valutazione non tiene conto del fatto che nel giudizio di probabilità dovrebbero essere considerati aspetti che non sono necessari in un giudizio di rappresentatività.

Nel momento in cui viene chiesto di andare a valutare la probabilità di un individuo italiano, simile a

quello descritto dall'esperimento offerto da Rino Rumiati, che svolga una determinata professione, non si può ignorare quella percentuale degli individui che realmente svolgono quella professione nella società; infatti, sebbene possa sembrare che, ad esempio, un bibliotecario sia più rappresentativo di un'agente commerciale rispetto alle caratteristiche descritte, ma allo stesso tempo è molto importante valutare la frequenza con la quale si può incontrare una figura piuttosto che l'altra, da questo punto di vista è molto più alta la frequenza con cui si incontra un agente commerciale piuttosto che un bibliotecario. Quindi, nel momento in cui si deve andare ad indovinare, come nell'esempio appena citato, l'occupazione di un individuo, gioca un ruolo fondamentale la frequenza con la quale questi tipi di lavori vengono svolti nella società.

Le conseguenze che l'euristica della rappresentatività può portare sono diverse, essa può addirittura portare a decisioni paradossali, come crede che una realizzazione empirica di un fenomeno aleatorio vada a riflettere le caratteristiche proprie dello stesso. Un esempio lo si può ricavare dalla presunta bolla speculativa del mercato azionario nel 1999, dove quindi ci si aspettava che i prezzi aumentassero simultaneamente. Il paradosso si basava sul fatto che gli investitori fossero comunque disposti ad acquistare a prezzi più alti per poi rivendere, nonostante il pensiero comune che il livello dei prezzi fosse già tanto alto; infatti, anche se in quegli anni è stata impedita la vendita dei titoli acquistati, gli investitori hanno continuato a credere nella bolla finanziaria.

Ci sono anche altri casi, come ad esempio una rilevazione effettuata dalla società Gallup (Fisher-Statman) nel 2002, dove venne evidenziato come l'euristica possa portare anche ad una valutazione errata circa l'affidabilità delle evidenze empiriche. Infatti, se si ipotizzasse che un sistema di trading mostri un rendimento positivo dei propri segnali per il 60% dei casi, gli individui tenderebbero a stimare un numero di segnali con esito vantaggioso in maniera sproporzionata rispetto al totale del campione; tale affermazione vale sia se si considera un campione di dieci segnali, con quindi sei ipotetici successi, o con un campione di trenta segnali, quindi circa diciotto vantaggiosi.

Nei loro studi Kahneman e Tversky sono andati a dimostrare il fatto che gli individui, indipendentemente dalla dimensione del campione osservato, vanno a stabilire bande di oscillazioni delle proprie previsioni, così andando a trascurare il fatto che la frequenza comunque dipende dall'aderenza della stessa alla quantità di informazioni disponibili. Errate considerazioni di questo tipo, nei contesti finanziari, possono portare gli individui ad individuare delle tendenze anche se queste ultime possono

non esserci; ad esempio, la previsione di una perdita di valore di una valuta effettuata nei giorni precedenti potrebbe automaticamente dare la percezione di una tendenza di ribasso delle valutazioni della stessa, anche se nel breve periodo le oscillazioni del prezzo potrebbero essere di natura casuale.

Sempre Kaheman e Tversky hanno introdotto la “legge dei piccoli numeri”, che va a collegarsi con le credenze e gli esempi appena citati, che quindi porta le persone a considerare la nascita di tendenze anche sulla base di piccoli campioni rappresentativi della popolazione, anche se, la legge dei grandi numeri dimostra esattamente il contrario, ossia che un campione è sufficientemente rappresentativo delle caratteristiche della popolazione solo se è numericamente elevato.

2.6. L'euristica dell'ancoraggio

L'euristica dell'ancoraggio descrive come le persone formulano stime o previsioni basandosi su un punto di partenza iniziale, con aggiustamenti successivi. Questo punto iniziale può essere una stima pregressa, un dato fornito da altri o una valutazione di massima. Spesso gli aggiustamenti effettuati tendono a risultare insufficienti a causa del punto di partenza, che esercita una forte influenza e “blocca” gli aggiustamenti che potrebbero essere fatti in seguito.

Nel 1974 Kaheman e Tversky in un esperimento illustrarono questo fenomeno: i partecipanti all'indagine dovevano andare a stimare la percentuale di paesi africani nell'ONU partendo da numeri casuali fatti girare su una ruota con valori dallo zero al 100. Nonostante la casualità dei numeri, le stime vennero comunque fortemente influenzate, questo perché c'erano gruppi che partivano da stime che erano mediamente più elevate rispetto agli altri, che partivano da numeri più bassi. Tale fenomeno andava a dimostrare come anche un ancoraggio di natura casuale può andare ad influenzare in maniera rilevante le stime; infatti, il così detto fenomeno dell'ancoraggio, oltre ad essere molto comune, può contribuire a commettere degli errori di stima o di ritardo all'adattamento alle nuove informazioni. Un esempio può essere che, se la stima del guadagno atteso di un'azione è di 0,2, tale stima può rappresentare un ancoraggio significativo per gli analisti, perché, anche se arrivano altre informazioni più recenti, siano esse positive o negative, si potrebbero andare a rivedere le stime ma in maniera limitata a causa dell'ancoraggio, Tuttavia, anche se le nuove informazioni a disposizione rimangono comunque coerenti, è possibile che l'effetto ancoraggio venga a mancare e

che campi il punto di riferimento. Questo può spiegare perché talvolta si osservano fenomeni di "under-reaction", ovvero un lento adattamento dei prezzi o delle stime ai nuovi dati fondamentali, poiché l'ancoraggio iniziale continua a influenzare le valutazioni anche di fronte a nuove informazioni. Un esempio che può facilitare la comprensione di tale fenomeno l'ha prodotto Eurizon Capital, divisione di asset management di Intesa San Paolo, che in un elaborato chiamato "Comportamento finanziario" ha preso in considerazione il mantenimento in portafoglio di un titolo il cui acquisto, effettuato con previsioni positive, potrebbe non essere stato ponderato correttamente ed efficacemente sottovalutando annunci o accadimenti negativi accaduti in seguito.

Studiato tutto quello che fa parte della teoria classica delle euristiche, dove appunto si fa riferimento ad un essere umano che prende le sue decisioni con il massimo della sua razionalità e ne coglie la maggiore utilità, è opportuno fare riferimento anche a tutti quei comportamenti che risultano anomali rispetto alla teoria appena descritta. Tutti questi comportamenti che vengono definiti come anomali sono chiamati Bias cognitivi, che, come vedremo descritto nel prossimo paragrafo, portano l'essere umano a prendere decisioni non così razionali e consapevoli come descritto dalle euristiche, ma in maniera molto più istintiva e naturale.

2.7. Bias cognitivi

I bias cognitivi rappresentano delle distorsioni nelle nostre valutazioni di fatti e situazioni, portandoci a creare una prospettiva di carattere puramente soggettivo, andandosi così a discostare dalla realtà.

Tali distorsioni nascono dalla maniera in cui vengono elaborate le informazioni dalla nostra mente; il termine "Bias" nella lingua italiana significa pregiudizio e anche se la provenienza esatta del termine viene data per incerta, alcuni studi vanno a collegarlo con un termine provenzale, il "biais", che coincide con "obliquo", "inclinato". Le radici di tali distorsioni risiedono nei pregiudizi. Le persone costruiscono mappe mentali e stereotipi in cui si insinuano questi bias. Questi bias cognitivi derivano da esperienze e concetti preesistenti che non sono necessariamente legati da logica o validità. Nella nostra vita quotidiana, spesso molte delle nostre decisioni sono influenzate da questi bias e stereotipi. A volte, queste strategie innate ci portano fuori strada, mentre altre volte la scorciatoia scelta si dimostra efficace.

Di fronte a questioni, criticità e decisioni, applichiamo spesso un approccio "euristico", che implica un insieme di strategie e processi creativi per trovare soluzioni. Un approccio logico e scientifico richiederebbe troppa energia se applicato costantemente; quindi, il nostro cervello tende a optare per vie più rapide.

I bias cognitivi rappresentano proprio queste scorciatoie, aiutandoci a interpretare rapidamente la realtà in modo efficiente. Tuttavia, talvolta possono condurci a valutazioni errate. Quando un'euristica porta a imprecisioni o errori di valutazione, si manifesta un bias cognitivo.

2.8. Home Bias

L'Home Bias è la propensione a seguire tutto ciò che fa sentire a proprio agio, che rientra nella propria "zona di comfort" e questo può causare esperienze personali e alleanze che hanno un impatto significativo sulle decisioni che prendiamo. Tale bias cognitivo si è particolarmente diffuso durante i periodi di incertezza economica in tutto il mondo, infatti, con il conflitto in corso in Ucraina, il mercato azionario europeo e la sua catena di fornitura stanno vacillando, i clienti potrebbero essere inclini a prevedere in modo eccessivo il mercato azionario statunitense e le sue risorse. Nella vita di tutti i giorni, i pregiudizi abituali spiegano perché spesso manteniamo le stesse marche al supermercato, nonostante altre marche siano più superiori, o perché potremmo scommettere sulla nostra squadra sportiva locale, nonostante la mancanza di talento della squadra avversaria. Ma quanto può essere forte questo pregiudizio? Un articolo che nel 2022 venne pubblicato sul "*Journal of Economics*" ha mostrato che gli abitanti degli U.S.A detenevano circa 2,4 trilioni di dollari in fondi comuni di investimento internazionali, tutto il restante invece era detenuto in fondi comuni nazionali. Nell'immagine sottostante in una rappresentazione di un'indagine del 2021 della Morningstar si può notare la distinzione appena citata, ossia la netta differenza di quantità di investimenti locali piuttosto che internazionali.

At a glance: Home bias



Head or Heart?

Home bias is emotional. It describes the tendency to stick with what's familiar.

Home bias in action

In the U.S., domestic equity funds hold more than three times as many assets as international equity funds.*



The big problem

Limiting your options to domestic investments may mean missing out on growth opportunities in the global economy and the diversification potential of international markets.



U.S. stocks represent **62%** of the global stock market.**



The U.S. economy represents only **25%** of the global economy.***

How advisors can help:

Steer investors away from overemphasizing what's familiar, so they don't miss opportunities to enhance return or reduce risk.

* Morningstar, Inc., "US Fund Flows Chartbook, May 2023," June 2023.

** MSCI, "MSCI ACWI Index (USD) Index Factsheet," August 31, 2023. URL: <https://www.msci.com/documents/10199/a71b65b6-d0aa-4b5c-a709-24b1213bc3c5>

*** The World Bank, World Bank Open Data. Retrieved July 2023. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

[5] "Statistiche Home Bias"; FONTE "Morningstar US funds Flow Chartbook", Maggio 2023

L'home bias può portare a una distribuzione eccessivamente concentrata degli asset dei clienti in una singola area, ciò ridurrà i benefici della diversità e aumenterà il rischio. Ad esempio, gli Stati Uniti e i titoli azionari internazionali non sono perfettamente associati: la volatilità del mercato azionario statunitense non è interamente condivisa dal mercato internazionale, e i casi di superiorità degli Stati Uniti saranno seguiti da un periodo di relativa inattività nel mercato internazionale. Allo stesso modo, i clienti che hanno molta esposizione agli investimenti del proprio datore di lavoro potrebbero non avere una diversificazione.

Quando i clienti mostrano una preferenza per la proprietà della casa, i consulenti possono parlare delle cause della diversità e di come questa può aiutarli a raggiungere i loro obiettivi a lungo termine. Alcuni clienti potrebbero percepire i dati in modo molto forte. Per questi clienti, puoi confrontare la composizione internazionale del loro portafoglio con la percentuale di asset internazionali nella capitalizzazione totale del mercato globale. Le generazioni più anziane sono cresciute in epoche in cui era comune che gli investimenti venissero effettuati all'estero senza una trasparenza sufficiente che aumentava il rischio. I tempi si sono evoluti e il panorama degli investimenti internazionali è diventato più accessibile e formale. Una piccola quantità di informazioni su questa evoluzione attenuerebbe la preoccupazione dei clienti.

In definitiva, alcuni clienti potrebbero trarre maggiori benefici da un regime mediatico più rigoroso. La raffica di titoli negativi provenienti da tutto il mondo può ispirare il desiderio di mantenere le risorse vicino a casa. Tuttavia, i mercati internazionali, come quello interno, spesso lottano con un flusso apparentemente costante di cattive informazioni. Ridurre la quantità di media consumati può facilitare i clienti ad entrare nel concetto di investimento oltre le loro aree di comfort familiari. Continuare le conversazioni con i clienti sui pregiudizi in casa può aumentare l'importanza del processo di pianificazione finanziaria. Ciò non solo ha il potenziale per migliorare i risultati dei clienti, ma può anche promuovere rapporti a lungo termine con i consulenti.

2.9. Overconfidence: disparità tra autoanalisi e consapevolezza nei propri mezzi

In precedenza, abbiamo già discusso uno dei principi fondamentali della finanza comportamentale: gli esseri umani sono tipicamente inclini all'errore a causa della mancanza di totale razionalità nelle loro decisioni. Questi errori sono considerati "bias" o malintesi cognitivi e, grazie alla loro analisi, è possibile identificare potenziali teorie che possono essere sfruttate per prendere decisioni più informate. È importante riconoscere che i pregiudizi sono classificati in due classi: cognitivi ed emotivi. I pregiudizi cognitivi sono scorciatoie mentali che consentono alle persone di evitare la contemplazione, mentre i pregiudizi emotivi derivano, ad esempio, dall'emozione della paura o del desiderio. Partendo dal perfetto opposto, la mancanza di autostima è uno dei maggiori ostacoli alla crescita personale di ogni individuo. Tuttavia, è anche vero che avere troppa fiducia nelle proprie capacità e fiducia può essere altrettanto dannoso. Tutti ne soffrono in una certa misura, ma non lo capiamo. Ad esempio, quando discutiamo della prestazione infruttuosa di un collega, possiamo dire: "Al suo posto avrei risolto diversamente la questione e avrei ottenuto un risultato diverso" (ma non siamo consapevoli delle specificità del contesto in cui operava questo collega). Oppure quando rimproveriamo nostro figlio affermando: "Alla tua età, ho sempre fatto i compiti prima di cena.". In questi casi, sopravvalutare l'importanza di noi stessi provoca danni minimi, ci sono casi in cui l'eccessiva sicurezza porta a farsi un "autogoal" importante. Ad esempio, in contesti finanziari o occupazionali. Al punto che questa mentalità è considerata una forma di bias cognitivo con il nome di "overconfidence bias". Un articolo del Maggio 2022 di "We-Wealth", piattaforma digitale che offre le principali informazioni sulla gestione patrimoniale, suggerisce che il bias di eccessiva fiducia è il risultato di un aumento della fiducia nelle proprie capacità a seguito di un evento del tutto casuale. Ad esempio, consideriamo un investitore che ha effettuato alcune transazioni finanziarie e ne ha tratto grandi benefici. Sulla base dei risultati migliorati, l'investitore potrebbe credere di essere in grado di intraprendere progetti meno solidi, con la potenziale perdita del suo capitale. Il fenomeno è comune, soprattutto perché il trading online è in aumento e tutti possono tentare di farlo. Il primo tentativo potrebbe avere successo, poi... la probabilità di un eccesso di fiducia è dietro la porta. Questo bias è di natura principalmente cognitiva, poiché va a coinvolgere processi di pensiero e capacità di esprimere giudizi di un individuo. Alcuni fattori cognitivi che contribuiscono gli individui ad essere troppo sicuri di sé stessi sono anche le euristiche, ossia strutture cognitive inconsce che

l'essere umano ha costruito nel tempo per rendere meno complesso e veloce il nostro processo decisionale quotidiano e determinati pregiudizi che portano le persone a “perdere di vista” obiettivi e razionalità.

Tuttavia, il rischio di sopravvalutazione è ancora più dannoso per la pianificazione e la programmazione aziendale. Quanti individui sovrastimano la capacità operativa di cui dispongono e, di conseguenza, sottovalutano la quantità di tempo necessaria per completare un'attività? Questo è uno dei motivi per cui spesso abbiamo appuntamenti in ritardo nell'agenda e non sempre gli obiettivi vengono raggiunti nei tempi originariamente prefissati. Cosa possiamo discutere degli imprenditori che gestiscono la loro azienda da anni e, a causa dei loro successi passati, rimangono fedeli al loro vecchio stile operativo predatorio e dicono: "C'est toujours fait comme cela!" Questa fiducia nel passato è fuori luogo, perché il mercato si è evoluto, gli scenari sono diversi e ciò che ha avuto successo dieci anni fa potrebbe non avere successo oggi.

Alla luce di quanto detto, si stima che l'overconfidence sia uno dei principali bias emotivi che porta al fallimento degli obiettivi che ci siamo prefissati, questo si può notare in corso d'opera vedendo che le nostre aspettative, per le quali appunto eravamo eccessivamente confidenti, sono state tradite. Risultati di questo tipo portano spesso e volentieri a frustrazione e ansia nei confronti dei propri mezzi, passando così da un'eccessiva autostima ad una frustrazione tale da cancellare la propria autostima e, in qualche modo, ad auto squalificarsi.

Come Evitare l'overconfidence?

Come possiamo evitare di sovrastimare quelle che possono essere le nostre capacità e di conseguenza evitare ulteriori fallimenti? Nell'articolo pubblicato nel Maggio 2022 nella piattaforma di We Wealth viene evidenziato come porsi delle domande spesso porta ad arrivare a decisioni molto più ragionate e, di conseguenza, ad essere molto più oggettivi con quella che è la valutazione delle proprie capacità. È importante che questa serie di domande parta da ciò che ci ha portato a commettere l'errore: il successo passato, quello che ci ha portato ad essere molto più confidenti nei nostri mezzi, fino a renderci, appunto, “overconfident”. Ci si potrebbe porre la domanda in questo modo:

- ***In passato, quali erano le condizioni che ci hanno permesso di ottenere il successo?***

Ciò facilita la comprensione se i successi siano stati causati o meno da un semplice colpo di fortuna o siano

dipesi da noi. In alternativa, possiamo dedurre che il successo sia dovuto principalmente alle nostre capacità, ma prenderne coscienza può servire anche ad attivare quelle capacità nel contesto futuro.

Se abbiamo investito in titoli, dobbiamo chiederci: "Ho fatto questo investimento con intento consapevole o è stato semplicemente un colpo di fortuna?" Se ne fossi a conoscenza, quali sono stati i dati e le informazioni che mi hanno portato a sceglierlo? Questo ci permetterà di valutare le cause del nostro successo e, se possibile, di replicarlo.

Il processo di autovalutazione però non può soffermarsi solo sull'analisi del successo passato, appunto perché si continuerebbe ad essere legati a quello che ci ha portato ad una vittoria, fortuita o no.

È importante che in questo processo ci si pongano delle domande legate anche al futuro, come:

- ***E se tali condizioni non si ripetessero in futuro, cosa dovrei tenere in considerazione per ottenere lo stesso successo?***

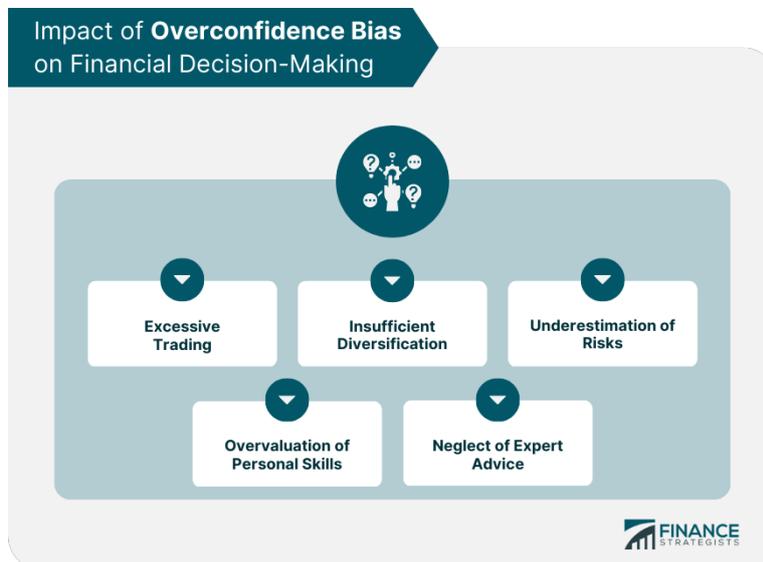
Se stiamo reinvestendo in un altro titolo (o anche nello stesso di prima), siamo sicuri che saranno presenti le stesse condizioni che hanno portato al nostro primo investimento? E siamo certi che queste prescrizioni rimarranno per un lungo periodo di tempo? E se non fosse così?

Non si tratta di trarre pessimismo dal nuovo scenario o di avere un vento minaccioso, ma semplicemente essere consapevoli delle condizioni che stanno cambiando e continuare a aggrapparsi al successo passato può portare a sottovalutare il nuovo scenario e a cadere nel conforto dell'eccessiva fiducia.

Vale nel campo finanziario, nel campo professionale o comunque in tutte le scelte dove dobbiamo essere razionali nel valutare la confidenza nei nostri mezzi. Ogni obiettivo è realizzato anche grazie alla collaborazione di altre persone e anche grazie al concatenarsi di diversi fattori, e in ogni fase del processo ci può essere un ritardo o un imprevisto. Un fornitore che consegna in ritardo, una giornata di brutto tempo che ci costringe ad annullare quella presentazione all'aperto, o un cambio di scenario in corsa che ci suggerisce di modificare di conseguenza il nostro operato.

Essere consapevoli di alcuni variabili facendosi le domande giuste ci permette di essere pronti nel momento in cui ci serviranno più tempo o più risorse per gestire un ostacolo improvviso e superarlo in modo eccellente. Per evitare pregiudizi legati all'overconfidence, soprattutto nel mondo della finanza, oltre a porsi domande come le precedenti, può essere utile:

- **Valutare opinioni diverse dalla propria**, quindi consultarsi con altre persone e considerare situazioni future diverse prima di prendere decisioni, questo per evitare di fare affidamento solo nella propria capacità di giudizio
- **Tenersi informato**, essere a conoscenza delle diverse tendenze del mercato per poter cogliere le giuste opportunità di investimento o comunque è importante rimanere informati con tutto quello che riguarda il mercato
- **Diario degli investimenti**: appuntarsi tutte quelle che sono state le decisioni di investimento intraprese insieme alle ragioni per le quali sono state prese può essere molto utile per identificare in quali aree si può migliorare le proprie valutazioni
- **Stabilire aspettative realistiche**, quindi cercare obiettivi che possano essere oggettivamente raggiungibili e allo stesso momento pensare alle possibili perdite alle quali si potrebbe incorrere e, di conseguenza, alle possibili strade da intraprendere per evitarle.
- **Enfatizzare la gestione del rischio**, considerare scenari positivi e scenari negativi, massimi utili o massime perdite, trovare una strategia che permetta di massimizzare i propri rendimenti.
- **Adottare un processo decisionale sistematico**, che sia il più possibile oggettivo e che tenga in considerazione dati quantitativi e qualitativi. Attenersi ad un preciso processo decisionale aiuta ancora di più a ridurre al minimo i rischi derivanti dall'essere troppo fiduciosi, porta a prendere decisioni molto più pensate e razionali
- **Fortuna**: è molto importante riconoscere qual è il ruolo della fortuna nei propri successi, questa si può spesso e volentieri sostituire a capacità e competenze. Saper riconoscere che la fortuna ha avuto un ruolo fondamentale su un successo passato aiuta a mantenere una prospettiva più umile



[6] "Overconfidence Bias", Fonte: True Tamplin BSc, Finance strategists

2.9.1. Overconfidence in finanza, trading e investimenti

Comprendere la direzione dei mercati è fondamentale per comprendere la finanza e gli investimenti. In questa professione, molti esperti del settore ritengono di possedere una capacità superiore di prevedere la direzione dei mercati. Tuttavia, come i conducenti, la maggior parte degli analisti ha la probabilità di essere troppo zelante o di travisare la direzione del mercato. Il rischio di un'eccessiva fiducia è che può portare ad assumere una posizione di mercato troppo grande, il che può portare a perdite finanziarie più rapidamente. Questo perché l'eccessiva sicurezza in genere ci porta a impegnarci nelle nostre decisioni di investimento, anche quando sono sbagliate; infatti, i vari studi che sono stati condotti hanno dato dimostrazione che coloro che sono "over-confidenti" di sé stessi sono più propensi ad acquistare e vendere azioni, che però anche si traduce in un aumento dei costi di transazione e in rendimenti più bassi. Inoltre, per gli individui troppo confidenti di sé stessi c'è anche il rischio che vengano sottovalutati determinati profili legati agli investimenti, di conseguenza è possibile correre il rischio di effettuare un investimento senza andare a considerare le potenziali

conseguenze negative che ne deriverebbero. Possono anche creare portafogli scarsamente diversificati o concentrati. Potrebbero ignorare i segnali di cautela basati sul loro pregiudizio di buon senso secondo cui tutto rimarrà uguale.

Questa eccessiva fiducia nel mondo del trading può tradursi in rischi come:

- **Negoziazioni eccessive:** la troppa fiducia in sé stessi può portare gli investitori ad effettuare molte più transazioni del necessario, così aumentando i costi di transazione e diminuendo i rendimenti dei propri investimenti.
- **Sotto diversificazione:** l'estrema consapevolezza nei propri mezzi può anche portare a credere di poter prevedere con precisione i movimenti del mercato e per cui concentrare gli investimenti in poche attività, rischiose, senza diversificare il proprio portafoglio.
- **Sottostima del rischio:** essere eccessivamente sicuri porta a sottostimare i rischi derivanti dalle operazioni e a determinati investimenti, esponendo i soggetti investitori a perdite finanziarie che con un minimo di consapevolezza nelle proprie conoscenze.
- **Ignorare prove contraddittorie:** un investitore eccessivamente consapevole dei propri mezzi può essere portato anche ad ignorare informazioni o comunque prove che contraddicono la posizione presa verso una determinata operazione o in generale ad un determinato investimento

Molte persone si preoccupano di più dei propri diritti, che si tratti di cambiare l'elettricità o di gestire il proprio denaro.

Quando si tratta di investire, l'eccessiva fiducia spesso porta le persone a comprendere eccessivamente il mercato azionario o investimenti specifici e a ignorare i dati e i consigli degli esperti. Ciò spesso si traduce in un tentativo fuorviante di cronometrare il mercato o creare accumuli e investimenti rischiosi che considerano sicuri. Bisogna considerare che, secondo uno studio nel 2022 della FINRA, il 64% degli investitori include informazioni critiche nei propri investimenti. Gli studi hanno dimostrato che gli investitori più giovani tendono ad essere più fiduciosi degli investitori più anziani. Tuttavia, gli investitori fiduciosi hanno risposto correttamente a pochissime domande nel quiz sulla conoscenza degli investimenti. Una potenziale fonte di eccessiva sicurezza: l'abbondanza di informazioni su Internet. La ricerca ha dimostrato che avere troppe informazioni può creare

un'illusione di comprensione. Ma senza un'adeguata conoscenza della situazione, gli investitori potrebbero non essere pronti a ottenere il maggior numero di informazioni di cui dispongono. La seguente immagine da una rappresentazione statistica di quanto appena citato.



[7] "Statistiche Overconfidence Bias", Fonte: FINRA, Dicembre 2022

Una volta elencate sia alcune tra le teorie classiche più note, come le euristiche di rappresentatività, disponibilità e ancoraggio sopra descritte e presi in considerazione tutti quei comportamenti che secondo queste ultime possono essere definiti come anomali, è opportuno spostare il focus in questo senso: fino ad ora ci si è focalizzati su comportamenti che più generalmente ci spingono o non spingono verso il mondo degli investimenti, si è parlato di come alcuni di questi bias cognitivi ci portano a compiere scelte negli investimenti non del tutto razionali, spinte soprattutto da istinto, ultra confidenza ma anche dalla fedeltà e una sorta di sentimento di sicurezza nello stare nella propria zona di comfort. Ora occorre spostare l'attenzione su un tema molto più preciso: la finanza sostenibile.

Cambiando il focus e passando ad un argomento molto più specifico, come può cambiare l'interesse e di conseguenza i relativi comportamenti di un investitore quando si parla di finanza sostenibile e, più in particolare, degli investimenti nel mondo ESG?

Nei successivi capitoli verranno trattate e descritte più nello specifico queste tematiche.

Capitolo 3 - COME INVESTIAMO? L'INTERESSE DEGLI INVESTITORI NELLA FINANZA SOSTENIBILE

Le indagini effettuate sulle attitudini degli investitori Retail verso la finanza sostenibile evidenziano come le conoscenze effettive, in tema sostenibilità, siano piuttosto contenute; ad ostacolare l'avvicinamento a questa nuova finanza "green" può essere il ritardo sulla cosiddetta alfabetizzazione finanziaria "sostenibile", costituendo una vera e propria barriera all'entrata nei mercati finanziari; risulta quindi un punto di particolare interesse l'analizzare quali siano i fattori che possono andare ad incidere sull'interesse verso gli investimenti sostenibili.

Oltre alle evidenti correlazioni positive con la cultura finanziaria (*Gutsche e Zwergel, 2020; Anderson e Robinson, 2021; Gutsche, Nakai e Arimura 2021; Aristei e Gallo, 2021*), ci sono numerosi contributi che mostrano conoscenza ed interesse rispetto a questa finanza più green, tutte legate a diverse variabili.

Ad esempio, negli studi dei seguenti, giocano un ruolo particolarmente rilevante profili valoriali e tratti psicologici come:

- L'altruismo e le cosiddette **social preferences**, ovvero l'attitudine a battersi per una causa riguardante la collettività senza voler nulla in cambio.
(*Heinkel et al., 2001; Gollier e Pouget, 2014; Falk et al., 2016; Riedl e Smeets, 2017 e Bassen et al., 2019*)
- L'importanza delle norme morali e l'attenzione verso fattori di tipo ambientale, sociale.
(*Gutsche, Wetzel e Ziegler, 2020; Riedl e Smeets, 2017; Bauer e al., 2021; Wins e Zwergel, 2016; Raut, et al., 2020*)
- Coinvolgimento emotivo nelle tematiche ESG
(*Kölbel, et al., 2022*)

Secondo delle ricerche di Bollen nel 2007, Renneboog et al. Nel 2011, Hartzmark e Sussuman nel 2016 e 2Investing Iniziative nel 2020, gli individui il cui interesse si spinge verso questa finanza sostenibile, connotato quindi da forti preferenze sociali e ambientali, sono disposti ad investire in questi tipi di prodotti finanziari anche rinunciando al possibile rendimento di investimenti tradizionali alternativi. Secondo invece Aristei e Gallo nel 2021 e Gutsche e Zwergel nel 2020 anche tratti psicologici come la tolleranza al rischio e il sentimento di fiducia verso i sistemi finanziari possono alimentare la sensibilità verso l'ambito sostenibile. Allo stesso tempo però ci possono anche essere

diversi fattori che possono scoraggiare l'interesse verso la finanza sostenibile: secondo CONSOB e 2Investing Iniziative nel 2020 uno di questi fattori è il timore del così detto “**greenwashing**”; quindi, che si tratti solamente di operazioni di marketing; secondo Schoenmaker e Schramade può essere un fattore scoraggiante anche il così detto “**short termism**”, soprattutto se si pensa che la sostenibilità porti dei risultati nel lungo periodo. L'atteggiamento verso la finanza sostenibile può anche avere un orientamento verso i contenuti e le modalità di rappresentazione dell'informazione riguardo caratteristiche e performance ESG degli investimenti; infatti, secondo degli studi di Bassen et al, nel 2019, la rappresentazione delle performance ambientali può influenzare la percezione del rischio e di conseguenza la componente emozionale che porterà l'individuo a compiere una determinata scelta. Altri invece, secondo Cohen et al. Nel 2011, rispetto all'informazione di natura non finanziaria che viene fatta da soggetti esterni o pubblici riguardo a metriche ed indicatori di rendimenti di prodotti ESG, pongono maggiore attenzione all'effetto framing, ossia all'impatto che percepiscono dalle differenti modalità di rappresentazione delle informazioni. Nel seguente paragrafo verrà fatta una sorta di introduzione ai diversi prodotti sostenibili cercando di rispondere ad un semplice quesito: perché iniziare ad investire con prodotti sostenibili?

3.1. Perché iniziare ad investire con i prodotti sostenibili?

Agli inizi degli anni '70, la società riconobbe l'imperativo di perseguire una crescita economica che fosse al tempo stesso sostenibile e rispettosa dell'ambiente. È diventato evidente che il modello di sviluppo convenzionale alla fine avrebbe portato al deterioramento dell'ecosistema terrestre.

In questo modo nacque il concetto di sostenibilità, che negli anni iniziò a dare luogo a diverse discussioni e articoli scritti sull'argomento. Le comunità internazionali a protezione dell'ambiente, ossia iniziative come l'Accordo di Parigi (12 Dicembre 2015), diedero prove tangibili sui reali vincoli che il nostro pianeta ci sta imponendo. Infatti, i nuovi modelli di sviluppo privilegiano la sostenibilità, con l'obiettivo di andare a creare una nuova economia che abbia una crescita molto più responsabile e che vada a consumare le risorse naturali in maniera conservativa, traendo vantaggio dalla tecnologia per evitare i possibili danni che si potrebbero recare all'ambiente.

Nello specifico, in un intervento datato 2 Dicembre 2022 di Carmignac, vennero evidenziate diverse modalità tramite le quali si possono anche trarre dei vantaggi dall'investimento sostenibile:

- In primis, i fondi sostenibili nei quali si andranno ad allocare le proprie risorse integrano considerazioni di tipo ambientale, sociale e di governance (da cui deriverà l'acronimo ESG), per cui c'è la volontà degli investitori di impiegare i propri risparmi coniugando performance economiche e resilienze a lungo termine.
- I gestori di fondi di tipo sostenibile possono decidere se andare ad investire le proprie quote in aziende che sposano lo sviluppo sostenibile, come ad esempio aziende che mirano al mantenimento del benessere dei propri dipendenti. È da puntualizzare il fatto che, per investire nel sostenibile, non si intende solamente "spendersi" a favore del pianeta, ma anche generare dei guadagni che vadano a dare impatti positivi alla società o all'ambiente
- Con i fondi sostenibili viene data un'ulteriore possibilità ai risparmiatori di diversificare i propri investimenti, o per proteggere il portafoglio o per mirare a migliori performance. In pratica all'interno di una stessa categoria l'investitore ha la possibilità di differenziare tra settori, aree geografiche o dimensioni aziendali, il tutto con una prospettiva aggiuntiva: farlo rispettando la sostenibilità
- Sebbene la performance economica rimanga un obiettivo centrale nella gestione patrimoniale, la ricerca indica costantemente che investire in fondi sostenibili non implica sacrificare il perseguimento di risultati favorevoli.

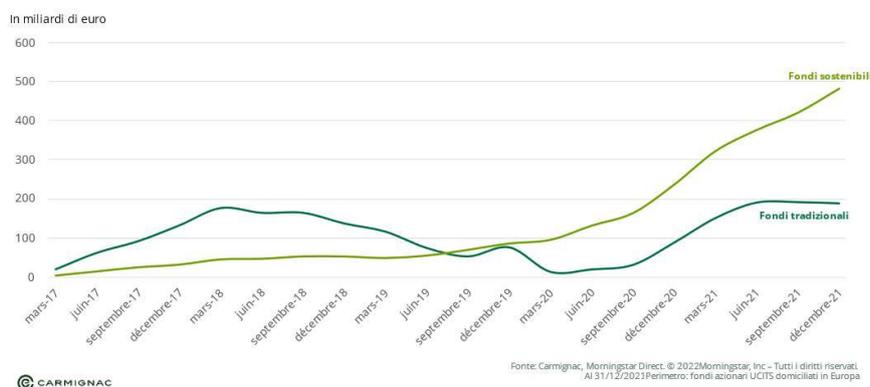
Carmignac, essendo un gestore attivo ed indipendente, dichiara che la propria mission è quella di aiutare la clientela nel gestire in maniera efficace i propri risparmi, legando in maniera intrinseca la mission con l'investimento responsabile. Nell'intervento di Carmignac che abbiamo appena analizzato viene riportata la modalità tramite la quale la società cerca di perseguire la propria mission:

- Costituisce le proprie convinzioni e visioni, principalmente a lungo termine tramite diverse analisi proprietarie che hanno come oggetto dei criteri ESG, il tutto corroborato dall'esperienza dei loro attori e dalle diverse ricerche indipendenti
- Effettua un'integrazione all'analisi ESG nei processi di investimento, modalità indispensabile per una gestione dei rischi più attenta e per individuare le opportunità

- Stabilisce dialoghi con la società con le quali investe per spingerle ad adottare un modello di redditività più sostenibile
- Collabora con i principali attori del settore per sensibilizzare alla responsabilizzazione della qualità e della leadership
- Seleziona le società che incidono positivamente dal punto di vista dell'ambiente e della società ed esclude tutte quelle non in linea con i propri principi e valori
- Per dare una risposta alle principali problematiche sugli investimenti sostenibili, analizza gli impatti negativi dei propri investimenti sui tre pilastri E, S, e G.

Carmignac inoltre dichiara che il 90% del patrimonio gestito integra tutte quelle che sono le caratteristiche del mondo sostenibile, quindi ambientali e sociali. Più generalmente, di fronte al crescente interesse nei confronti del sostenibile, sempre più fondi implementano strategie di investimento socialmente responsabile (ISR) che propongono di investire seguendo diversi obiettivi come cambiamento climatico, soddisfazione di clienti e dipendenti, questo a seconda della tematica e del processo di investimento dei gestori. Nel contesto è stata molto potenziata la normativa in tale ambito e c'è molta più sensibilizzazione e trasparenza in materia di investimenti sostenibili. Si può dare una chiara rappresentazione del crescente interesse nei confronti della sostenibilità attraverso il seguente grafico sempre riportato nell'intervento di Carmignac.

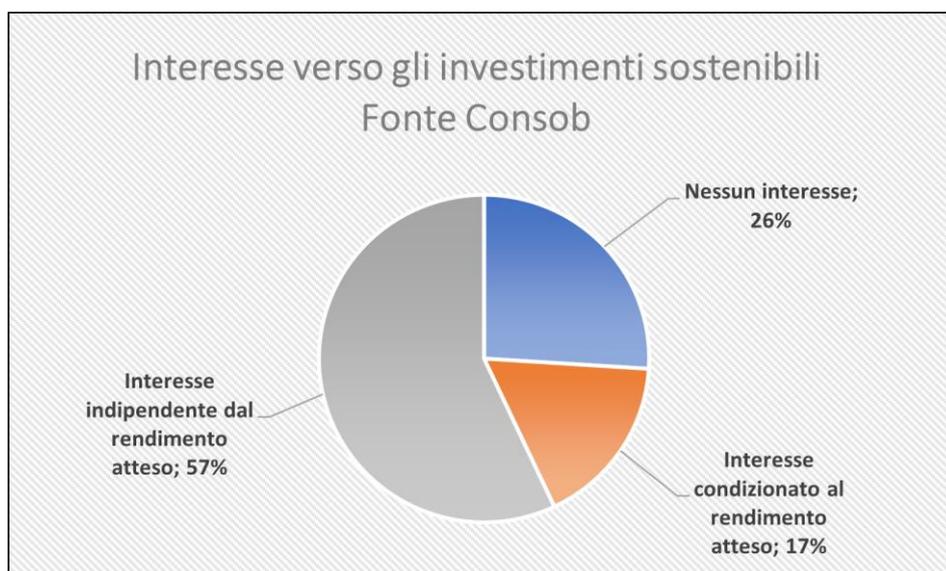
ANDAMENTO DELLA RACCOLTA NETTA DEI FONDI AZIONARI



[8] "Andamento raccolta netta fondi", Fonte: Carmignac, Morningstar Direct 2022 Morningstar Inc

Riassumendo, sono state trattate le principali motivazioni per le quali iniziare ad investire, che siano queste di carattere comportamentale, sociale e ambientale, per poi darne un'evidenza concreta tramite esempi legati alla realtà. Enunciate quelle che possono essere le diverse motivazioni per le quali un investitore può essere spinto ad iniziare ad investire con prodotti sostenibili, principalmente di carattere ambientale o sociale, è importante anche capire come l'interesse verso la finanza sostenibile si è mosso o come si muove tra gli italiani: Consob tramite una ricerca condotta del 2021 ha cercato di dare una rappresentazione di tale situazione.

3.2. In quale direzione si muove l'interesse verso gli investimenti sostenibili



[9] "L'interesse degli investitori verso gli investimenti sostenibili", Fonte: CONSOB

Possiamo dare una rappresentazione statistica di come cambi l'interesse dei clienti verso gli investimenti sostenibili grazie al lavoro di ricerca di Daniela Costa, Monica Gentile e Nadia Linciano, parte del comitato editoriale che ha effettuato tale ricerca. Tale ricerca effettuata nel 2021 da CONSOB nel mette in evidenza la relazione positiva che sta tra interesse verso gli investimenti sostenibili e la conoscenza in materia finanziaria. L'indagine mostra come l'interesse nei confronti degli investimenti sostenibili (87%) degli investitori che hanno dichiarato di possedere una conoscenza, almeno di base, dei prodotti riguardanti la sostenibilità; al contrario, solo il 21% dell'intero campione oggetto di indagine dichiara di non essere interessato verso la finanza sostenibile.

Più nello specifico, la predisposizione del 17% degli investitori verso i prodotti finanziari ESG è condizionata al rendimento atteso, mentre la parte restante(53%) dichiara che la propria attitudine è indipendente dal rendimento atteso, è disponibile ad accettare rendimenti inferiori rispetto ad altri tipi di investimenti purché sia allineato a norme sociali ed istanze valoriali del cliente; il divario cresce ancora di più nel caso in cui si prendono in considerazione gli investitori che possiedono una conoscenza in tema di sostenibilità almeno di base. Possiamo trovare una conferma ai risultati evidenziati dalla CONOSB in una ricerca effettuata sul mercato francese da parte di 2Investing Initiative, dove sono state effettuate indagini quantitative, interviste bilaterali, focus group, mystery shopping e desk-study di database di fondi.

Le interviste hanno evidenziato alcuni dati di particolare rilevanza:

- Il 30% degli investitori non ha interesse negli investimenti ESG
- Il 20% considera i prodotti sostenibili molto funzionali al fine di massimizzare il profilo di rischio e rendimento del portafoglio in cui sono inseriti
- Un 50% del campione predilige prodotti ESG per allineamento dei valori (34%) e impatto su fattori riguardanti la sostenibilità (16%)

Analizzando queste statistiche dal punto di vista della finanza comportamentale è importante considerare la distanza che sta tra mostrare interesse verso la sostenibilità ed effettivamente investirci. La teoria del comportamento pianificato, un modello che solitamente viene utilizzato per fare delle previsioni sui fattori che influenzano il comportamento, dimostra che solo il 38% dei

comportamenti sono spiegati tenendo in considerazione la propria intenzione nei confronti del comportamento; tutto questo logicamente va oltre la misurazione dell'interesse verso la sostenibilità, ma dimostra che nella realtà c'è una distanza notevole tra l'interessarsi a questa finanza sostenibile.

Tra le dichiarazioni d'interesse e quelle che poi saranno le effettive scelte di investimento, come detto precedentemente, di fronte ad un interesse manifestato dal 74% degli investitori solo una minima parte (6%) dichiara di possedere prodotti finanziari sostenibili, anche se tale percentuale sale al 15% tra gli investitori che dichiarano di essere informati. Si può avere ancora più evidenza dei dati appena espressi in indagine condotta da McKinsey e Anaf nel 2022 riguardo le aspettative degli investitori finanziari rispetto agli investimenti sostenibili: tra i partecipanti all'indagine, infatti, emerge una percentuale del 13% che investe in prodotti ESG e per il 30% dei consulenti intervistati almeno il 15% del portafoglio viene investito in questa tipologia di prodotti. Secondo McKinsey non è da escludere un trend rialzista di queste statistiche a favore degli investimenti sostenibili, questo anche perché in seguito all'entrata in vigore nel 2021 della SFDR, il regolamento sulla trasparenza in materia di sostenibilità, si confermano questa notevole crescita dei fondi di investimento regolamentati dalla SFDR. In seguito all'analisi delle statistiche di McKinsey, dove si è andati a valutare i fattori che possono incoraggiare gli individui ad investire nel sostenibile, è comunque importante conoscere anche l'altra parte della medaglia, ossia conoscere anche quali possono essere i fattori scoraggianti.

3.3. Greenwashing



[10] “Definizione Greenwashing”, FONTE: Eco-a-porter, Febbraio 2024

In un intervento di Banca d'Italia il fenomeno del **greenwashing** nel settore finanziario consiste nel dire o fare delle cose che non riflettono chiaramente e correttamente il profilo di sostenibilità di un ente (ossia chi crea, emette o distribuisce prodotti finanziari), di un determinato prodotto finanziario (come azioni, obbligazioni, assicurazioni) o di determinati servizi finanziari. Le informazioni fuorvianti possono essere trasmesse tramite vari canali, tra i quali campagne o più in generale materiale di marketing, rapporti volontari, certificazioni di sostenibilità e social media.

La definizione di greenwashing appena citata è stata elaborata in un'analisi preliminare del fenomeno nel maggio 2022, dove, le tre autorità che vigilano sul settore finanziario a livello europeo, le così dette **European Supervisory Authorities (ESAs)**, hanno svolto un'analisi nel proprio ambito di competenza: quindi per le banche ha svolto la propria analisi l'EBA (European Banking Authority), per i mercati finanziari l'ESMA (European Securities and Markets Authority) e per assicurazioni e fondi pensione l'EIOPA (European Insurance and Occupational Pension Authority). Per esemplificare questo fenomeno, Banca d'Italia in un intervento pubblicato il 18 Agosto 2023, ha posto particolare attenzione al greenwashing; i seguenti possono essere dei casi di presunto greenwashing rispetto alla sostenibilità della banca:

- Dichiarare di contribuire alla riduzione delle emissioni globali ma finanziare società che costruiscono centrali elettriche a carbone
- Dichiarare di partecipare alla lotta contro la deforestazione ma investire in società che hanno legami diretti o indiretti alla deforestazione dell'Amazzonia
- Dichiarare di impegnarsi pubblicamente a ridurre le emissioni di anidride carbonica ma adottare un piano non credibile
- Dichiarare i propri sforzi contro il cambiamento climatico ma omettere informazioni come quella del gas serra
- Violare la politica ambientale finanziando consapevolmente progetti o società che hanno un impatto negativo sull'ambiente e sulla società
- Promettere di reprimere la clientela sospetta ma continuare a rimanere in affari con persone o società che hanno a che fare con alcuni crimini
- Dichiarare di essere sostenibili ma investire in situazioni coinvolte in situazioni che hanno portato a violazioni dei diritti umani

-
- Dichiarare di aver adempiuto ai propri obblighi tributari ma ricevere una condanna per evasione fiscale
 - Dichiarare un'attenta ed umana gestione del personale ma discriminarli e violarne i diritti

Per quanto riguarda invece servizi come ad esempio le consulenze:

- Raccontare il falso ai clienti riguardo alle caratteristiche, gli obiettivi, la composizione e la parte sostenibile dei prodotti che vengono offerti
- Promuovere la sostenibilità di determinati fondi che hanno un impatto negativo sull'ambiente e sulla società
- Consigliare un investimento mettendo l'etichetta "sostenibile" in aziende che investono nel settore dei combustibili fossili

Ma cosa può portare un individuo al greenwashing? L'ESAs riporta alcune tra quelle che potrebbero essere delle motivazioni:

- La competizione fra gli enti e le società per il soddisfacimento della crescente domanda di prodotti e servizi sostenibili.
- Carenza di regole e controlli
- Poche ed imperfette informazioni disponibili sulla propria performance ambientale
- Poca attenzione posta nell'etica e nel governo societario dell'ente, come ad esempio non adottare un codice etico, un codice di condotta o di responsabilità assegnate con chiarezza

Il fenomeno del greenwashing può provocare danni immediati ai consumatori e agli investitori o comunque da un vantaggio ingiusto sui concorrenti a chi lo fa. Nonostante gli esiti, come avvertono le European Supervisory Authority, se tale fenomeno non viene tenuto sotto controllo può essere minata la fiducia nei mercati e nelle politiche degli investimenti sostenibili.



[11] (Green claim vs greenwashing e pubblicità ingannevole, linee guida dell'Antitrust in UK)

Capitolo 4 - ESG: COMPLESSITÀ E REGOLAMENTAZIONE

4.1. Environmental, Social, Governance

Nel Gennaio 2023 Consob pubblicò una ricerca sull'interesse degli individui verso la finanza sostenibile dove andò a definire precisamente le tre lettere dell'acronimo ESG:

Environmental

Social

Governance

Le tre componenti dell'acronimo vanno a rappresentare quelle che sono le dimensioni fondamentali per andare a valutare, sostenere e controllare l'impegno delle imprese o delle organizzazioni verso la sostenibilità, sia andando a verificare le politiche di acquisto sui prodotti adottate dalle stesse, sia andando a verificare le politiche seguite nelle scelte d'investimento.

La misurazione degli ESG è basata su criteri e standard, continuamente in via di sviluppo, tutti relativi ad appunto attività ambientali, attività sociali e di governance intraprese dalle imprese. Seguire tali criteri e tali standard porta le aziende a stabilire dei veri e propri standard operativi, mirati al garantire il rispetto dei risultati a livello ESG. Andando più all'interno del significato dell'acronimo, grazie all'intervento di Consob, leghiamo alla prima lettera ai principali criteri di carattere ambientale che vanno a valutare il legame che si instaura tra azienda e ambiente in cui opera. Per quanto riguarda invece il lato sociale, si parla più della componente legata alle relazioni con attori del mercato come fornitori, clienti o dipendenti, mentre la parte relativa alla governance è più mirata alla pratica di politiche gestionali etiche, che siano trasparenti e orientate al rispetto dei diritti.

Analizzare i criteri degli ESG diventa un punto cruciale, poiché essi permettono di andare a valutare in

maniera più oggettiva, questo grazie a parametri standardizzati, le performance aziendali a livello sostenibile, quindi, appunto, ambientale, sociale e di governance. Tali criteri emergono per la prima volta nel 2005 ma sono stati oggetti di ampie e dettagliate reportistiche solo negli ultimi anni, dove è stato possibile analizzarli in maniera molto più approfondita.

I fondamenti dell'ESG possono essere compresi solamente se vengono considerati tre temi strettamente interconnessi, quali i limiti ambientali, la modalità di gestione delle risorse e un principio di sostenibilità legato basato su risorse limitate.

Nell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile e gli SDGs delle Nazioni Unite mostra come vennero ultimamente plasmate le logiche degli ESG: nell'Agenda pubblicata nel 2015 infatti vennero elencati i 17 obiettivi dello sviluppo sostenibile, andando ad affrontare anche tematiche come la povertà, la fame, la salute, ecc. Nella seguente immagine, fornita da ISTAT, vengono elencati i 17 obiettivi,



[12] "I 17 Sustainable Development Goals", Fonte: ISTAT

Inoltre, negli accordi di Parigi del 2015, venne fatto un altro passo fondamentale, ossia andare a limitare l'aumento della temperatura globale non oltre 1.5 °C per 197 Stati, oltre i livelli preindustriali.

Sinteticamente, quello che va a fare l'ESG è andare a riflettere una consapevolezza sempre più grande delle imprese ed organizzazioni verso criteri di tipo ambientale, sociale e di governance, viste le più che mai vicine sfide della sostenibilità e del cambiamento climatico. Nel seguente capitolo verrà analizzata una ricerca effettuata sempre da CONSOB su un campione di Italiani in tematiche legate alla sostenibilità, dove verranno evidenziate le statistiche rilevanti in tema di interesse verso la sostenibilità, conoscenza delle tematiche sostenibili e conoscenze finanziarie. Successivamente verranno messi in luce i profili più rilevanti a livello sostenibile e soprattutto comportamentale, sempre tramite l'analisi delle statistiche offerte dalla ricerca di Costa, Gentile e Linciano.

4.2. CONSOB: l'interesse degli Italiani verso la finanza sostenibile

Il presente paragrafo fornisce un'analisi sulle conoscenze e le attitudini degli investitori italiani nei confronti degli investimenti sostenibili, basata sui risultati dell'Indagine sulle scelte di investimento delle famiglie italiane (SIFI) condotta dall'Osservatorio CONSOB. Questa indagine, eseguita annualmente su un campione rappresentativo di circa 3.000 decisori finanziari italiani, definisce i decisori finanziari come il principale percettore di reddito nella famiglia, l'uomo più anziano quando nessuno lavora o la donna più anziana, con un'età compresa tra 18 e 74 anni. A partire dal 2019, l'indagine ha incluso una componente longitudinale che consente di monitorare nel tempo le evoluzioni nelle attitudini e nei comportamenti finanziari dei partecipanti a più indagini consecutive. L'analisi si focalizza sul sotto-campione degli investitori, ovvero i decisori che possiedono almeno un'attività finanziaria, riferendosi agli anni 2019 (campione di 1.077 individui) e 2021 (campione di 1.157 individui). Nel contesto della survey, gli investimenti sostenibili (IS) sono stati definiti come strumenti finanziari emessi da soggetti che considerano anche gli aspetti ambientali e sociali nelle loro attività. Le variabili indagate a livello individuale riguardano l'interesse, le conoscenze, l'interazione con il consulente e la detenzione di strumenti finanziari relativi agli investimenti sostenibili. L'interesse verso gli IS è stato valutato considerando le risposte degli intervistati alle

diverse opzioni, modulate in base alle performance finanziarie attese. Le conoscenze percepite degli IS sono state dichiarate dagli intervistati, definendo come "informati" coloro che affermano di avere una conoscenza almeno di base. La propensione verso gli IS è stata analizzata attraverso molteplici variabili, inclusi fattori sociodemografici, conoscenze finanziarie, competenze digitali, tratti individuali, variabili di controllo finanziario ed esperienze di investimento. Le conoscenze finanziarie sono state misurate rispetto a concetti come la relazione rischio-rendimento, inflazione, tasso di interesse composto, diversificazione degli investimenti e contratto di mutuo. La conoscenza finanziaria oggettiva è stata valutata attraverso risposte corrette a quesiti specifici.

Allo stesso modo, conoscenze e competenze digitali sono state misurate rispetto a nozioni generali sull'uso della tecnologia e della rete internet. I tratti individuali, come l'avversione al rischio e alle perdite, l'ansia finanziaria e la fiducia negli intermediari finanziari, sono stati inclusi nell'analisi. Ulteriori informazioni riguardano il controllo finanziario, che registra l'attitudine verso la pianificazione finanziaria, il rispetto del budget e l'indebitamento. Le scelte di investimento sono state esaminate considerando la detenzione di strumenti finanziari, le modalità di investimento e la consulenza informale. Nell'immagine sottostante è stata sottolineata la rilevanza delle informazioni raccolte rispetto alle categorie di variabili censite nei questionari di valutazione di adeguatezza secondo la disciplina della MiFID.

Tav. 1 – Raggruppamento dei fattori potenzialmente correlati all'interesse verso la finanza sulla base delle categorie dei questionari MiFID

categorie	variabili
dati anagrafici	genere, età, stato civile, area geografica di residenza, istruzione, professione
conoscenze	familiarità con gli investimenti sostenibili, conoscenze finanziarie di base, autovalutazione <i>ex-ante</i> delle proprie competenze, disallineamento tra conoscenze finanziarie oggettive e percezione delle proprie competenze (<i>over/underconfidence</i>)
esperienze	numero di anni nei quali si sono effettuati investimenti nei mercati finanziari, strumenti finanziari nei quali si investe e da quanto tempo, diversificazione di portafoglio, impiego della liquidità
situazione finanziaria	reddito, patrimonio finanziario, immobili di proprietà, attitudine al risparmio e alla pianificazione finanziaria, indebitamento
profilo di rischio	tolleranza al rischio e avversione alle perdite

[13], "Raggruppamento fattori correlati all'interesse verso la finanza", Fonte: CONSOB

L'Osservatorio CONSOB ha rilevato un crescente interesse verso la finanza sostenibile nel corso del

tempo, evidenziando un aumento significativo nella partecipazione degli investitori. Nel 2019, il 60% degli investitori manifestava interesse per questa forma di investimento, cifra che è salita a circa il 74% nel 2021. Questo incremento è principalmente attribuibile all'aumento della percentuale di individui disposti a investire in prodotti ESG (Ambientali, Sociali e di Governance), a condizione che la loro redditività sia almeno paragonabile a opzioni di investimento tradizionali. In particolare, la percentuale di coloro che si dichiarano propensi a questo tipo di investimenti è passata dal 38% al 57% durante lo stesso periodo.

Parallelamente, si è registrato un incremento nella percentuale di intervistati che afferma di avere almeno una conoscenza di base degli strumenti finanziari sostenibili, passando dal 27% nel 2019 al 37% nel 2021. Tuttavia, nonostante questo aumento di consapevolezza, il possesso effettivo di tali strumenti è rimasto relativamente basso. Nel 2019 e nel 2021, solo circa il 6% degli investitori possedeva effettivamente strumenti finanziari sostenibili. Si è notato un leggero aumento tra gli investitori assistiti (dal 7% al 11%) e, in particolare, tra gli investitori informati (dal 13% al 15%) nel medesimo periodo. Questi dati riflettono un progresso nella consapevolezza e nell'interesse verso la finanza sostenibile, ma indicano anche che la diffusione effettiva di tali strumenti è ancora limitata. Di seguito una tabella che riporta i dati appena descritti.

Tav. 2 – Interesse verso gli investimenti sostenibili

variabili	investitori		investitori informati		investitori assistiti	
	2019	2021	2019	2021	2019	2021
interesse verso gli <i>IS</i>	60%	74%	79%	87%	67%	74%
<i>di cui:</i>						
<i>interesse indipendente dal rendimento atteso</i>	22%	17%	37%	21%	24%	16%
<i>interesse condizionato al rendimento atteso</i>	38%	57%	42%	66%	43%	58%
nessun interesse	40%	26%	21%	13%	33%	26%
conoscenza almeno di base degli <i>IS</i>	27%	37%	100%	100%	29%	25%
possesso di <i>IS</i>	6%	6%	13%	15%	7%	11%
<i>n. osservazioni</i>	1.077	1.157	280	376	337	342

Note: gli investitori 'informati' riferiscono di avere una conoscenza almeno di base degli *IS*; gli investitori 'assistiti' effettuano le proprie scelte di investimento avvalendosi di un consulente finanziario ovvero delegando a un gestore. Il sottocampione di investitori che ha almeno sentito parlare degli *IS* e ne detiene una quota è pari al 9% sia nel 2019 sia nel 2021. Le statistiche sono state ottenute applicando i pesi campionari dell'Indagine forniti da GfK Italia.

[14] "Interesse verso gli investimenti sostenibili", Fonte: CONSOB

Durante il periodo compreso tra il 2019 e il 2021, si è osservato un leggero miglioramento negli indicatori di conoscenze finanziarie tra gli investitori retail. Questo miglioramento include l'indicatore fattoriale, depurato dalle risposte potenzialmente casuali. Allo stesso tempo, la quota di investitori classificabili come "overconfident" è rimasta sostanzialmente stabile, registrando un 31% nel 2019 e un 30% nel 2021, mentre gli "underconfident" sono passati dal 20% al 21%. Le conoscenze digitali sono appartenute a poco più della metà degli investitori (52%), mentre le competenze digitali hanno registrato un aumento più significativo, raggiungendo il 68% nel 2021. Per quanto riguarda i tratti comportamentali, l'avversione al rischio degli investitori è stata suddivisa in tre livelli (alta, intermedia e bassa), con una diminuzione del 5% di coloro che mostrano un'alta avversione al rischio, passando dal 26% nel 2019. Nel medesimo periodo, si è registrato un aumento dell'8% di coloro che preferiscono un portafoglio con rischio e rendimento bilanciati (avversione al rischio intermedia), arrivando al 69% nel 2019. Per quanto riguarda ansia finanziaria e self-efficacy, i dati sono rimasti piuttosto stabili tra le due indagini. Nel triennio preso in considerazione, la fiducia nel consulente finanziario è cresciuta significativamente, passando dal 36% nel 2019 al 45% nel 2021. Nel contesto del controllo finanziario, è emerso che la propensione a pianificare è diventata meno comune nel periodo considerato, con solo il 9% degli investitori che ha dichiarato di avere un piano finanziario nel 2021, in calo del 2% rispetto al 2019. La quota di investitori in grado di rispettare costantemente il budget familiare è scesa leggermente dal 27% al 25%, mentre è aumentata del 5% la percentuale di coloro che si sono dichiarati indebitati nei confronti sia di banche e istituzioni finanziarie (dal 35% nel 2019) sia di amici e parenti (dal 9% nel 2019). L'esperienza di investimento è stata quantificata in base al numero di anni di partecipazione ai mercati finanziari, con il 64% degli investitori del 2021 che partecipa da almeno tre anni, il 19% dal 2020 e l'11% dal 2021. Riguardo al metodo di investimento, è diminuita l'incidenza di coloro che scelgono di investire in autonomia (dal 39% al 25%), mentre è diventato più comune il ricorso alla consulenza professionale (dal 25% al 28%), in linea con l'aumento della fiducia nel consulente finanziario durante lo stesso periodo (dal 36% al 45%). Di seguito vengono analizzate nello specifico le statistiche legate ai profili più rilevanti per la tematica dell'elaborato.

- **Profili legati alla conoscenza in ambito finanza sostenibile, finanza e digitale**

L'interesse verso opzioni di investimento con caratteristiche di sostenibilità è strettamente legato alle conoscenze percepite degli strumenti finanziari (IS - Investimenti Sostenibili). Nel 2019, la percentuale

di investitori che affermavano di possedere almeno una conoscenza di base era significativamente superiore nel gruppo interessato rispetto a quello non interessato (35% contro 13%). Nel 2021, tale differenza si è ampliata ulteriormente, con il 39% nel gruppo interessato contro il 17% nel gruppo non interessato. La correlazione positiva tra interesse e conoscenza è stata confermata in entrambi gli anni di indagine. Analizzando le conoscenze finanziarie di base, l'associazione positiva con l'interesse verso gli investimenti sostenibili è evidente sia per le conoscenze oggettive, con risultati robusti rispetto a vari indicatori (media semplice, media ponderata e indicatore fattoriale), sia per quelle percepite, sia ex-ante che ex-post. Tuttavia, è interessante notare che le conoscenze percepite mostrano una correlazione inferiore rispetto a quelle oggettive, questi risultati infatti sono coerenti con le evidenze presenti nella letteratura scientifica. In generale, sembra emergere una relazione positiva tra la consapevolezza delle opzioni di investimento sostenibili e la conoscenza finanziaria, sottolineando l'importanza di una maggiore informazione e formazione per favorire una partecipazione più consapevole agli investimenti sostenibili, l'immagine sottostante ne dà una rappresentazione.

Tav. 4 – Interesse verso gli investimenti sostenibili, conoscenze degli investimenti sostenibili e conoscenze finanziarie

variabili	2019				2021			
	interessati IS	non interessati IS	t-test	correlazioni	interessati IS	non interessati IS	t-test	correlazioni
conoscenza almeno di base degli IS	35%	13%	***	0,23***	39%	17%	***	0,25***
conoscenze finanziarie oggettive > mediana campionaria ¹								
indicatore fattoriale ²	72%	53%	***	0,24***	66%	44%	***	0,27***
indicatore fattoriale corretto per le risposte casuali	72%	52%	***	0,26***	70%	43%	***	0,30***
media semplice ²	63%	41%	***	0,25***	56%	33%	***	0,28***
media ponderata ²	73%	51%	***	0,25***	65%	42%	***	0,28***
conoscenze finanziarie percepite ex-ante > mediana campionaria ^{3,4}	81%	69%	***	0,15***	53%	39%	***	0,19***
divario tra autovalutazione ex-post e conoscenze finanziarie oggettive								
<i>overconfidence</i>								
conoscenze oggettive < autovalutazione ex-post	36%	28%	***	.	30%	31%	.	.
<i>underconfidence</i>								
conoscenze oggettive > autovalutazione ex-post	22%	15%	***	0,10**	25%	13%	***	0,14***
allineamento								
conoscenze oggettive = autovalutazione ex-post	22%	17%	**	0,07*	33%	17%	***	0,16***
<i>n. osservazioni</i>	<i>638</i>	<i>439</i>	<i>1.077</i>	<i>1.077</i>	<i>818</i>	<i>339</i>	<i>1.157</i>	<i>1.157</i>

Note: * indica significatività al 10%, ** indica significatività al 5%, *** indica significatività all'1%, "." indica assenza di significatività. Il t-test consente di rilevare la significatività della differenza fra le medie ed è stato effettuato senza applicare i pesi campionari. Le correlazioni fra l'interesse negli IS con le variabili riportate nella Tavola sono state stimate applicando i pesi campionari dell'Indagine forniti da GfK Italia. ¹Nell'applicazione sulle differenze fra le medie sono state considerate variabili *dummy* uguali a 1 se gli indicatori sulle conoscenze finanziarie sono superiori alla mediana campionaria. Per la stima della correlazione, invece, sono stati presi in considerazione gli indicatori sulle conoscenze finanziarie così come descritti in Tav. a.1 in Appendice 1. ²Gli indicatori sulle conoscenze finanziarie sono stati calcolati con riferimento a cinque concetti finanziari di base sia nel 2019 sia nel 2021 (si veda Tav. a.1 in Appendice 1 per maggiori dettagli).

[15] "Interesse verso gli investimenti sostenibili e conoscenza verso gli stessi", Fonte: CONSOB

- **Profili legati a tratti dell'individuo**

Gli investitori che dimostrano interesse per la finanza sostenibile sembrano mostrare una minore avversione al rischio, secondo i dati rilevati sia nel 2019 che nel 2021. Questa tendenza è evidente anche per quanto riguarda l'ansia finanziaria, che si manifesta più frequentemente tra coloro che non sono interessati agli investimenti sostenibili. Al contrario, non emergono differenze significative nella percentuale di coloro che dichiarano di essere efficaci nel raggiungimento dei propri obiettivi finanziari (financial self-efficacy) tra i due gruppi considerati. Inoltre, nel corso del tempo, si è osservato un aumento nella percentuale di investitori al dettaglio interessati agli investimenti sostenibili che affermano di avere fiducia nei loro consulenti finanziari. Questa fiducia è passata dal 41% nel 2019 al 47% nel 2021, ampliando il divario, che rimane statisticamente significativo, rispetto al dato registrato nel sotto-campione dei non interessati (rispettivamente, 33% e 32%). Si possono ritrovare tali statistiche nell'immagine sottostante, presa sempre dalla ricerca sopracitata di CONSOB.

Tav. 6 – Interesse verso gli investimenti sostenibili e tratti individuali

variabili	2019				2021			
	interessati IS	non interessati IS	t-test	correlazione	interessati IS	non interessati IS	t-test	correlazione
avversione al rischio								
alta	18%	37%	-***	-0,23***	19%	33%	-***	-0,09**
intermedia	77%	60%	+***	0,17***	78%	65%	+***	.
bassa	5%	3%	+**	0,10**	3%	2%	.	0,05*
ansia finanziaria ¹	43%	50%	-*	-0,11***	32%	34%	.	-0,10*
self-efficacy ²	64%	67%	.	.	53%	56%	.	.
fiducia nel consulente	41%	33%	+***	.	47%	32%	+***	0,13***
<i>n. osservazioni</i>	<i>638</i>	<i>439</i>	<i>1.077</i>	<i>1.077</i>	<i>818</i>	<i>339</i>	<i>1.157</i>	<i>1.157</i>

Note: * indica significatività al 10%, ** indica significatività al 5%, *** indica significatività all'1%, "." indica assenza di significatività. Il t-test consente di rilevare la significatività della differenza fra le medie ed è stato effettuato senza applicare i pesi campionari. Le correlazioni fra l'interesse negli IS con le variabili riportate nella Tavola sono state stimate applicando i pesi campionari dell'Indagine forniti da GfK Italia. ¹Nel computo delle statistiche relative al t-test si considera una variabile *dummy* uguale a 1 se i corrispondenti indicatori di ansia finanziaria e di *self-efficacy* sono superiori alla mediana campionaria.

[16] "Investimenti verso investimenti sostenibili e tratti individuali", Fonte: CONSOB

Il presente studio ha evidenziato alcune interessanti disparità nelle caratteristiche individuali tra le indagini condotte nel 2019 e nel 2021. Al fine di esplorare una possibile connessione tra tali

caratteristiche e l'interesse verso gli investimenti sostenibili, ci siamo concentrati sull'analisi della componente longitudinale del campione. Questo sottogruppo comprende gli investitori intervistati sia nel 2019 che nel 2021, ipotizzando che le caratteristiche rilevate siano stabili nel breve-medio termine e possano quindi essere attribuite ad entrambe le rilevazioni. Nel contesto della valutazione delle preferenze per la sostenibilità nel 2019, agli intervistati è stato chiesto di indicare le loro priorità rispetto ai fattori ambientali, sociali e di governance (ESG). Emergono chiaramente alcune tendenze significative tra gli investitori retail interessati agli investimenti sostenibili. In particolare, è emerso che c'è una maggiore propensione a prestare attenzione alla tutela dell'ambiente rispetto agli altri fattori, come sociale e governance. La sensibilità ambientale si è rivelata essere un elemento di particolare rilevanza per gli investitori che manifestano interesse verso gli investimenti sostenibili.

Al contrario, la governance sembra giocare un ruolo relativamente minore nelle preferenze degli investitori retail interessati agli investimenti sostenibili. Questa tendenza suggerisce che, all'interno di questo specifico segmento di investitori, la consapevolezza e l'impegno verso la sostenibilità sono più fortemente orientati verso la tutela ambientale rispetto a questioni di governance. Questi risultati forniscono un'importante base per ulteriori analisi e ricerche, consentendo di comprendere meglio le dinamiche che guidano gli investitori verso scelte sostenibili e di adattare strategie e iniziative di comunicazione di conseguenza.

Tav. 9 – Interesse verso gli investimenti sostenibili, preferenze verso i fattori ESG e priorità nelle scelte di investimento

variabili	2019				2021			
	interessati /S	non interessati /S	t-test	correlazione	interessati /S	non interessati /S	t-test	correlazione
preferenze verso i fattori ESG								
parità uomo-donna e conciliazione lavoro-famiglia	23%	18%	+	0,12**	23%	17%	+	0,10*
supporto alle persone svantaggiate	34%	22%	+++	0,15***	28%	22%	+	0,13***
contributo alla comunità/al territorio in cui opera l'azienda	40%	19%	+++	0,24***	35%	20%	+++	0,13**
carattere etico delle attività imprenditoriali	35%	18%	+++	0,18***	28%	17%	+++	0,11*
tutela dell'ambiente	55%	32%	+++	0,19***	48%	26%	+++	0,25***
trasparenza della comunicazione	15%	13%	.	.	12%	17%	-	.
buon governo d'impresa	9%	7%	.	.	7%	7%	.	.
priorità nelle scelte di investimento								
in assoluto agli aspetti finanziari (guadagno, rischio, costi)	32%	29%	.	.	32%	28%	.	.
agli aspetti finanziari, purché ciò non vada troppo a discapito della sostenibilità	30%	18%	+++	0,14***	32%	7%	+++	0,20***
alla sostenibilità, purché ciò non vada troppo a discapito degli aspetti finanziari	21%	13%	+++	0,12**	27%	13%	+++	.
in assoluto alla sostenibilità	5%	6%	.	.	6%	8%	.	.
non saprei	13%	33%	-	.	4%	45%	-	-0,3***
<i>n. osservazioni</i>	<i>355</i>	<i>231</i>	<i>586</i>	<i>586</i>	<i>475</i>	<i>199</i>	<i>674</i>	<i>674</i>

Note: le stime sono state effettuate sulla componente longitudinale del campione costituito da investitori che hanno partecipato alle indagini 2019 e 2021; * indica significatività al 10%, ** indica significatività al 5%, *** indica significatività all'1%, "." indica assenza di significatività. Il t-test consente di rilevare la significatività della differenza fra le medie ed è stato effettuato senza applicare i pesi campionari. Le correlazioni fra l'interesse negli IS con le variabili riportate nella Tavola sono state stimate applicando i pesi campionari dell'indagine forniti da GfK Italia.

[17] "Interesse verso gli investimenti sostenibili e preferenze verso i fattori ESG", Fonte: CONSOB

Nel corso del 2021, è stata condotta un'analisi delle opinioni riguardanti l'importanza relativa degli aspetti finanziari rispetto ai profili di sostenibilità negli investimenti. L'obiettivo principale era distinguere tra coloro che attribuiscono una priorità assoluta agli aspetti finanziari, coloro che perseguono obiettivi finanziari a condizione che ciò non pregiudichi la sostenibilità, e coloro per i quali la prospettiva è invertita rispetto ai casi precedenti. Dai risultati ottenuti, emerge che solo il 9% degli intervistati indica la sostenibilità come priorità assoluta. Questo dato non sorprende, considerando che l'interesse verso gli investimenti sostenibili è positivamente correlato con il riconoscimento del valore della sostenibilità. Tale valore può essere definito sia come un obiettivo legato ai profili finanziari, sia come un vincolo rispetto agli obiettivi finanziari. Nel 2019, sono state esaminate anche le "social preferences" (ovvero la propensione a sostenere cause collettive senza aspettarsi nulla in cambio), la preoccupazione per i cambiamenti climatici e alcuni tratti comportamentali come la tendenza alla procrastinazione e all'ottimismo. Gli investitori interessati agli investimenti sostenibili hanno dichiarato di possedere più frequentemente queste "social preferences" rispetto agli altri. Allo stesso modo, la preoccupazione per i cambiamenti climatici, la tendenza alla procrastinazione e all'ottimismo sono risultati diffusi in entrambi i sottogruppi di investitori.

Tav. 10 – Interesse verso gli investimenti sostenibili e tratti comportamentali

variabili	2019				2021			
	interessati /S	non interessati /S	t-test	correlazioni	interessati /S	non interessati /S	t-test	correlazioni
<i>social preferences</i>	62%	46%	+++	0,16***	57%	38%	+++	0,19***
preoccupazione per i cambiamenti climatici	79%	76%	.	.	74%	70%	.	.
procrastinazione	46%	42%	.	.	50%	52%	.	.
ottimismo	59%	54%	+*	.	55%	50%	.	.
<i>n. osservazioni</i>	<i>355</i>	<i>231</i>	<i>586</i>	<i>586</i>	<i>475</i>	<i>199</i>	<i>674</i>	<i>674</i>

Note: le stime sono state effettuate sulla componente longitudinale del campione costituito da investitori che hanno partecipato alle indagini 2019 e 2021; * indica significatività al 10%, ** indica significatività al 5%, *** indica significatività all'1%, "." indica assenza di significatività. Il t-test consente di rilevare la significatività della differenza fra le medie ed è stato effettuato senza applicare i pesi campionari. Le correlazioni fra l'interesse negli IS con le variabili riportate nella Tavola sono state stimate applicando i pesi campionari dell'indagine forniti da GfK Italia.

[18] "Interesse verso gli investimenti sostenibili e tratti comportamentali", Fonte: CONSOB

Nel 2021, l'analisi dell'esperienza di investimento ha assunto una nuova prospettiva attraverso la

valutazione del numero di anni di partecipazione attiva ai mercati finanziari. Un'indagine approfondita ha rivelato una correlazione positiva tra l'interesse per gli investimenti sostenibili e l'esperienza accumulata nel settore. I dati mostrano chiaramente che il 67% degli investitori interessati agli investimenti sostenibili ha una storia di partecipazione di almeno tre anni ai mercati finanziari. Questo risultato è notevolmente superiore al 49% registrato tra coloro che non dimostrano interesse per questa forma di investimento. La correlazione tra interesse per gli investimenti sostenibili e esperienza risulta essere non solo evidente ma anche significativa. In particolare, emerge che la correlazione positiva e statisticamente significativa si manifesta solo nel caso in cui il numero di anni di partecipazione ai mercati finanziari sia pari o superiore a tre. Ciò suggerisce che, con il passare del tempo e l'accumulo di esperienza, gli investitori diventano più propensi a considerare e adottare strategie di investimento sostenibile. Questi dati non solo riflettono un crescente interesse per gli aspetti sostenibili nel contesto degli investimenti, ma evidenziano anche l'importanza dell'esperienza come elemento trainante di tale inclinazione.

Tav. 11 – Interesse verso gli investimenti sostenibili e partecipazione ai mercati finanziari (dati relativi al 2021)

Variabili	interessati IS	non interessati IS	t-test	correlazioni
investo da almeno 3 anni nei mercati finanziari	67%	49%	+***	0,17***
investo da 2 anni nei mercati finanziari	16%	23%	-**	-0,13**
investo da meno di 12 mesi nei mercati finanziari	17%	28%	-**	.
investo da almeno 3 anni in azioni quotate e/o non quotate italiane	11%	6%	+**	0,08**
investo da almeno 3 anni in obbligazioni bancarie e/o corporate italiane	5%	3%	.	.
investo da almeno 3 anni in fondi comuni di investimento	3%	1%	+***	.
<i>n. osservazioni</i>	<i>475</i>	<i>199</i>	<i>674</i>	<i>674</i>

Nota: le stime sono state effettuate sulla componente longitudinale del campione costituito da investitori che hanno partecipato alle indagini 2019 2020 e 2021. *indica significatività al 10%, ** indica significatività al 5%, *** indica significatività all'1%, "." indica assenza di significatività. Il t-test consente di rilevare la significatività della differenza fra le medie ed è stato effettuato senza applicare i pesi campionari. Le correlazioni fra l'interesse negli IS con le variabili riportate nella Tavola sono state stimate applicando i pesi campionari dell'Indagine forniti da GfK Italia.

[19] "Interesse verso gli investimenti sostenibili e partecipazione ai mercati finanziari", Fonte: CONSOB

Alla luce delle statistiche offerte da CONSOB, ora occorre entrare ancora più nello specifico negli ESG, andando a definire quale ruolo essi ricoprono nell'ambito che nei prossimi capitoli sarà centrale: la finanza.

4.3. Ruolo della finanza nell'ESG

Nell' articolo pubblicato nel Gennaio del 2021 in "ESG360", si evidenzia come all'origine dell'ESG ci siano anche delle specifiche ed esigenze legate alla finanza, principalmente come controllo, misurazione e valorizzazione delle capacità delle imprese di generare valore nel rispetto di criteri ambientali, sociali e di governance. La finanza, infatti, svolge un ruolo di particolare rilevanza negli ESG, basandosi su misurazioni di aspetti come sostenibilità e impatto sociale ha infatti come obiettivi principali:

- **Indirizzamento del finanziamento verso progetti sostenibili:** È essenziale per il settore finanziario fornire capitale per sostenere progetti e imprese allineati con i criteri ESG. Questo può comprendere investimenti in energie rinnovabili, infrastrutture sostenibili, tecnologie pulite e altre iniziative che contribuiscono alla sostenibilità ambientale, al benessere sociale e a una buona governance.
- **Valutazione del rischio:** I fattori ESG forniscono una conoscenza approfondita dei rischi finanziari. Le aziende che non gestiscono adeguatamente gli impatti ambientali sono più esposte a rischi ambientali, legali, operativi e reputazionali. La valutazione dei fattori ESG aiuta a una valutazione più accurata di questi rischi.
- **Ricerca di trasparenza e chiarezza nella rendicontazione:** La trasparenza e la rendicontazione dei dati legati all'ESG aumentano la conoscenza sulle singole aziende e sui settori in cui operano, contribuendo a una maggiore trasparenza complessiva.
- **Creazione e gestione di investimenti ESG:** Gli investitori mostrano sempre maggiore attenzione ai fattori ESG nelle loro decisioni di investimento. Le aziende che rispettano questi criteri possono attrarre maggiori investimenti, mentre la pressione degli investitori può spingere le aziende a migliorare le loro performance ESG.
- **Creazione di prodotti finanziari ESG:** Il settore finanziario può promuovere la sostenibilità attraverso lo sviluppo di prodotti finanziari specifici, come green bond, fondi di investimento ESG e altre forme di investimento orientate alla sostenibilità.

Il contributo che l'ESG offre al mondo finanziario si sostanzia in una nuova prospettiva di valutazione

di imprese ed organizzazioni, che oltre ad andare a promuovere investimenti sostenibili e responsabili, utilizza criteri ambientali, criteri sociali e criteri di governance.

4.4. ESG e finanza sostenibile / Investimenti ESG e Investimenti Sostenibili

Nell'articolo sopracitato di "ESG360" vengono messi a confronto finanza sostenibile e investimenti ESG, concetti strettamente collegati che però differiscono nelle aree in cui si focalizzano principalmente e nelle rispettive prospettive. L'approccio che viene seguito dalla finanza sostenibile rispetto agli investimenti e alla gestione del capitale è di tipo olistico, finalizzato al raggiungimento di rendimenti a lungo termine e al contribuire benefici di carattere sociale ed ambientale; tale modello riconosce e lega l'intero ecosistema economico ad ambiente e società. Gli investimenti ESG, infatti, si concentrano principalmente su questioni di tipo sociale, ambientale e di governance e come queste possono influire sulle performance dei titoli; tale approccio valuta indicatori che vanno a misura come vengono gestite questioni come cambiamento climatico, diritti umani e corruzione. Per farla breve, se da una parte la finanza sostenibile va ad adottare una visione molto ampia e a lungo termine, gli investimenti ESG adottano un approccio basato sulla comprensione di come determinate pratiche a livello aziendale possono andare ad influire i rendimenti finanziari; entrambi gli approcci permettono di raggiungere lo stesso obiettivo, ossia dare un contributo ad un'economia che con gli anni diventerà più equa, resiliente e attenta all'ambiente. Sempre secondo l'autore dell'articolo sopracitato pubblicato nel Gennaio 2021, Mauro Bellini, direttore della testata ESG360, gli investimenti guidati dai criteri ESG costituiscono una categoria di scelte di tipo finanziario che spesso viene confusa con il concetto più generale di investimenti sostenibili, i due hanno molti aspetti in comune, ma anche alcune differenze sostanziali, la prima è riguardante la modalità in cui vengono misurati. Gli investimenti ESG, infatti, hanno l'obiettivo di ottenere un rendimento positivo, non solo di carattere economico ma anche ambientale e sociale; gli specifici criteri, ai quali si riferiscono gli investimenti ESG, mirano ad una corretta misurazione degli impatti provocati a livello sociale ed ambientale, e questo al di là dell'impatto economico legato ai risultati aziendali.

Un'idea sempre più diffusa è quella secondo la quale le aziende più performanti nel mercato sono anche quelle che sono capaci di generare rimpatti positivi dal punto di vista dell'ambiente e della

società. Gli approcci principali presi in considerazione quando si parla di investimenti sostenibili nel mercato sono:

- **Investimenti responsabili** a livello **sociale**, dove si collocano gli investimenti etici
- **Impact Investing**
- **Investimenti value-based**
- **Investimenti** che si basano su **criteri ESG**

Quindi, i criteri ESG fungono da strumento per gli investitori che hanno come obiettivo non solo in tornaconto economico, ma anche il possibile contributo positivo che possono apportare a livello sociale ed ambientale con le proprie scelte. Un approccio di questo tipo riflette come la consapevolezza dell'importanza dell'integrazione di questi criteri etici e sostenibili stia pian piano contribuendo alla costruzione di nuove considerazioni etiche e più sostenibili nel mondo degli investimenti. Le modalità per approcciarsi a queste nuove modalità d'investimento sostenibili possono essere rappresentate anche dalla vastità tipologie d'investimento, una cui parte verrà riportata nel prossimo paragrafo.

4.5. Tipologie di investimento sostenibili

La possibilità di investire nel sostenibile è stata resa soprattutto possibile anche grazie alla messa in circolazione di strumenti che permettono di affacciarsi in questo ambiente. L'articolo di ESG360 pone l'attenzione su 4 tipologie di investimento:

- **Green Bonds (Obbligazioni Verdi):**

I Green Bonds sono strumenti di debito emessi per finanziare progetti con impatto positivo sull'ambiente e nella lotta contro il cambiamento climatico. Questi progetti comprendono aree come l'energia rinnovabile, l'efficienza energetica, la gestione sostenibile delle risorse naturali e la conservazione della biodiversità. Rappresentano un importante veicolo finanziario per promuovere la transizione verso un'economia a basso impatto di carbonio.

- **Sustainability Bonds (Obbligazioni Sostenibili):**

A differenza dei Green Bonds, le Sustainability Bonds finanziano progetti che contribuiscono sia agli obiettivi ambientali che a quelli sociali. Oltre alle iniziative ambientali, possono sostenere progetti volti a migliorare l'istruzione, la sanità, l'uguaglianza di genere, il lavoro dignitoso e le condizioni economiche. Questi strumenti contribuiscono al perseguimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite.

- **Sustainability Linked Bonds (SLB) (Obbligazioni Collegati alla Sostenibilità):**

Gli SLB collegano le caratteristiche finanziarie, come il tasso di interesse, al raggiungimento di obiettivi specifici di sostenibilità stabiliti dall'emittente. Gli obiettivi devono essere quantificabili, trasparenti e verificabili, e la mancata realizzazione può comportare penalità, come un aumento del tasso di interesse. Gli SLB incentivano le aziende a migliorare le loro performance in termini di sostenibilità.

- **Social Bonds (Obbligazioni Sociali)**

I Social Bonds vengono emessi per finanziare progetti che mirano a produrre un impatto sociale positivo, come quelli legati all'istruzione, all'assistenza sanitaria, all'accesso all'acqua potabile, all'edilizia abitativa sociale, all'occupazione, alla riduzione della povertà e all'uguaglianza di genere. Consentono agli investitori di unire rendimento finanziario e rendimento sociale, sostenendo iniziative benefiche per la società.

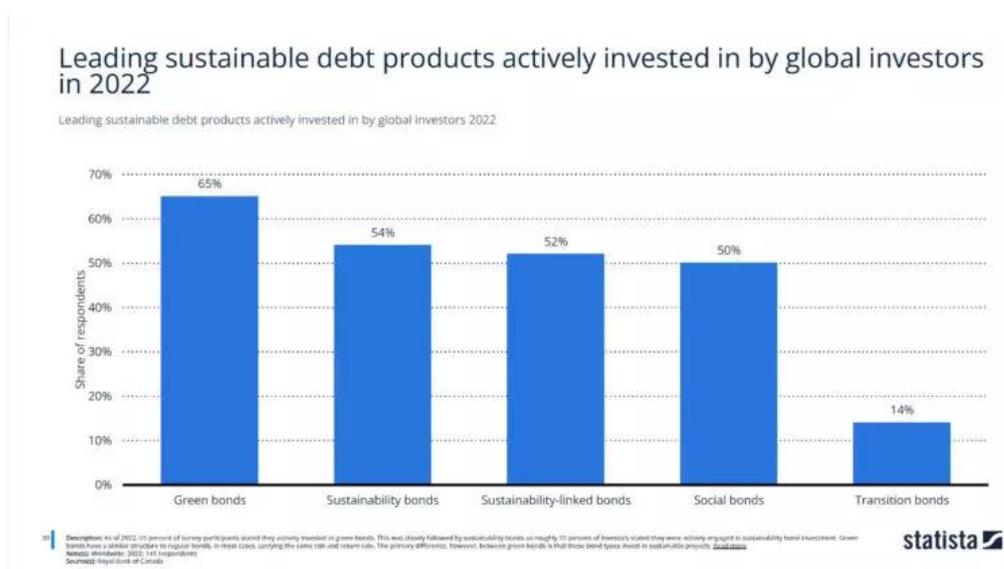
Le diverse tipologie di bond con finalità di sostenibilità



Tipologie di bond con finalità di sostenibilità

[20]” Tipologie di bond sostenibili”, Fonte: Euromobiliare Advisory

Un intervnto su “Statista” del 2022 ha dato rappresentazione di quanto gli individui investono nel sostenibile investono nel sostenibile; in una figura sempre riportata nell’intervento sopracitato, si evidenzia che ben il 65% di coloro che hanno partecipato al sondaggio investono nei bond sostenibili “Green Bonds”, il 54% nei “Sustainability Bonds”, il 52% nei “Sustainability-linked bonds”, il 50% nei “Social Bonds” e il 14 nei “Transition Bonds”.

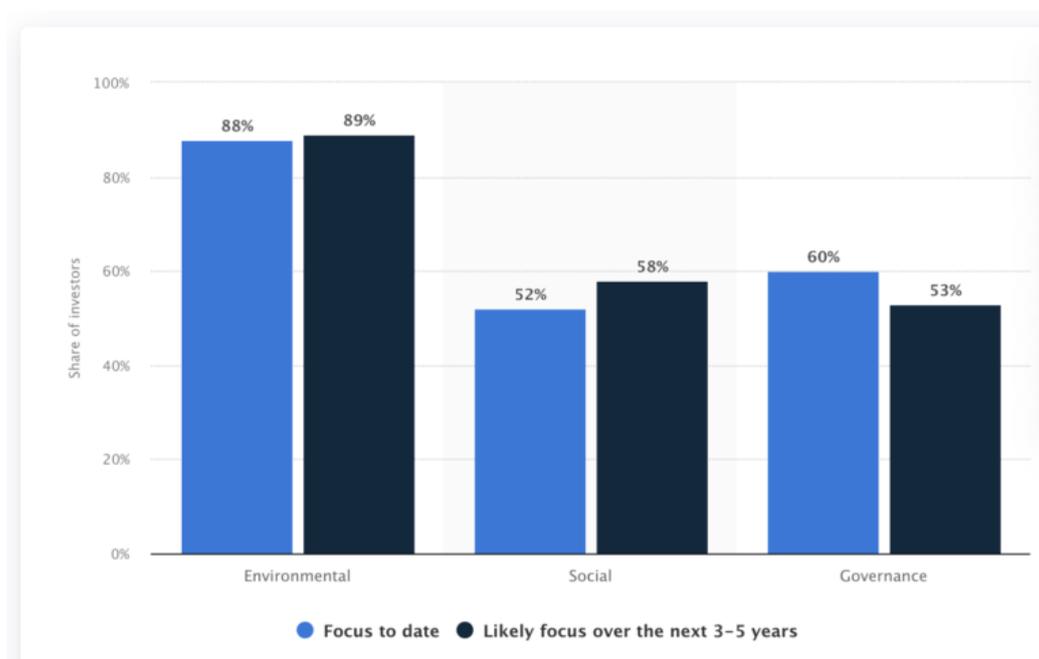


[21]” Statistiche tipologie d’investimento” FONTE: Statista 2023

La ricerca "Sustainability goes Mainstream" condotta da BlackRock evidenzia l'importanza crescente dei criteri ESG nel mondo degli investimenti. I benefici, che vanno oltre la reputazione, includono miglioramenti concreti nelle performance finanziarie e una maggiore resilienza dei portafogli. Oltre a porre un ulteriore punto di attenzione verso i criteri ESG, la ricerca propone una panoramica interessante sull'evoluzione di quelle che potranno essere le priorità degli investitori. Si può desumere dai risultati ottenuti dalla ricerca che tra i criteri ESG quello ambientale continua a dimostrarsi il predominante, con una prospettiva di crescita dall'88 all'89% nei prossimi 5 anni. Tale prospettiva indica un'enfasi sempre più crescente nell'affrontare la sostenibilità nel mondo degli investimenti.

Allo stesso tempo il criterio sociale dell'ESG tocca il 50 % ma anche esso promette una futura crescita tra il 52 e il 58%; tale previsione suggerimento dal punto di vista dell'attenzione verso gli aspetti

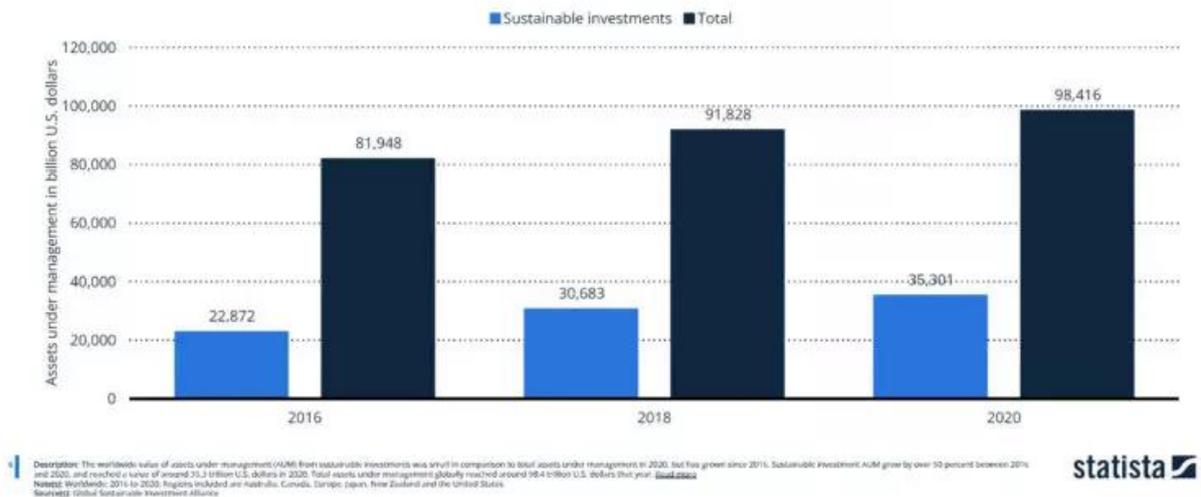
sociali, come ad esempio i diritti umani, le varie condizioni di lavoro o le diversità, evidenziando come la maggiore attenzione posta dagli investitori dia sempre più valore nell'integrazione di considerazioni sociali nelle decisioni di investimento. Per la parte di Governance invece si registra una diminuzione di attenzione tra il 60 e il 53%, tale calo potrebbe andare ad indicare come venga posta maggior attenzione verso criteri come l'ambiente e la società rispetto alla governance, tema comunque cruciale in ambito ESG. Nel complesso il suggerimento fornito dalla ricerca è che, seppur l'ambiente rimanga la preoccupazione principale degli investitori ESG, l'interesse sulle questioni sociali inizia ad aumentare. La governance invece, pur restando fondamentale, potrebbe ricevere una diminuzione dell'interesse rispetto agli altri temi. L'evoluzione dell'interesse potrebbe diventare riflesso della crescita della consapevolezza degli investitori nel considerare la vasta gamma di prodotti ESG per la creazione di nuovi portagli sostenibile a lungo termine. Nel grafico sottostante viene rappresentato l'interesse verso le tre tematiche centrali dell'ESG citate fino ad ora e, sempre all'interno dell'intervento di statista, nella figura successiva si può notare un confronto tra la quantità economica in termini di investimenti sostenibili piuttosto che in altri tipi di investimenti gestiti.



[22] "Attenzione componenti ESG 3-5 anni", Fonte: Statista 2023

Value of sustainable assets under management (AUM) and total assets under management worldwide from 2016 to 2020 (in billion U.S. dollars)

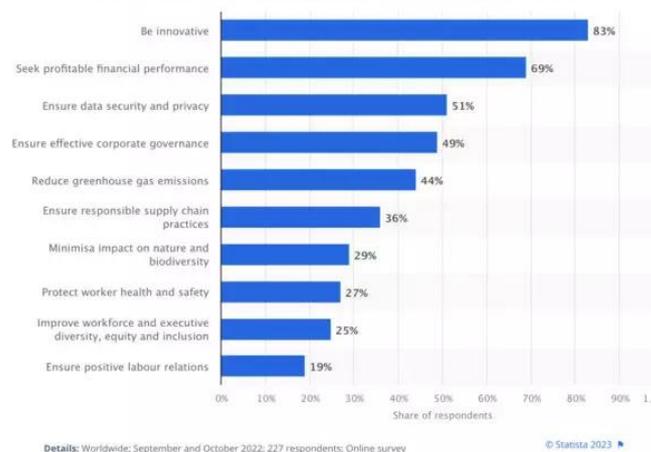
Value of sustainable AUM and total AUM worldwide 2016-2020



[23] “Valore asset sostenibili dal 2016 al 2020”, Fonte: Statista 2023

4.6. Priorità e metriche degli investitori negli ESG

ESG priorities for investors worldwide in 2022



[24], “Priorità degli investitori nel 2022”, Fonte: ESG360

Il grafico riportato qui sopra va a rappresentare come l'ESG funge da catalizzatore per gli investitori verso una trasformazione sempre più diretta al sostenibile, ma non rappresenta l'unica modalità attraverso la quale si può effettuare questa trasformazione, infatti, come evidenzia il grafico di statistica, ci sono moltissime altre modalità per raggiungere questa trasformazione.

Ad emergere tra le priorità degli investitori ESG è l'innovazione, poiché tramite essa possono essere prodotte nuove idee o approcci con le quali affrontare le nuove sfide ambientali, sociali e di governance; altri punti salienti includono la ricerca di performance finanziarie, la sicurezza e la privacy, nonché la necessità di garantire una migliore corporate governance.

- **Innovazione:** La posizione di primo piano attribuita all'innovazione sottolinea la consapevolezza degli investitori dell'importanza di sviluppare soluzioni innovative per affrontare le sfide sostenibili.
Questo può includere nuove tecnologie, modelli di business sostenibili e approcci innovativi per ridurre l'impatto ambientale e migliorare le performance sociali.
- **Performance Finanziarie:** Gli investitori sono chiaramente interessati a ottenere rendimenti finanziari positivi attraverso le loro scelte sostenibili. Questo dimostra che l'approccio ESG non è solo una questione di responsabilità sociale, ma anche di riconoscimento dell'opportunità di investimenti redditizi in settori sostenibili.
- **Sicurezza e Privacy:** La sicurezza e la privacy emergono come una preoccupazione importante, indicando che gli investitori ESG sono attenti agli aspetti etici e alle pratiche aziendali responsabili, inclusa la gestione dei dati.
- **Corporate Governance:** La necessità di una migliore corporate governance riflette l'importanza dell'efficienza organizzativa e di decisioni aziendali etiche. Gli investitori mirano a sostenere aziende con strutture di governance solide e trasparenti.
- **Riduzione delle Emissioni:** Nonostante la sua importanza, la priorità della riduzione delle emissioni si colloca al quinto posto. Questo potrebbe indicare che, mentre l'impegno ambientale è significativo, altri fattori sono considerati altrettanto cruciali nell'approccio complessivo degli investitori alla sostenibilità.
- **Supply Chain Responsabili:** La realizzazione di supply chain responsabili è posta al sesto posto, suggerendo che, sebbene rilevante, la catena di approvvigionamento potrebbe non

essere al centro delle attenzioni immediatamente prioritarie degli investitori ESG.

Come rappresentato dall'elenco appena stilato, possono essere molte e molto complesse le considerazioni sugli ESG e di conseguenza possono essere anche molti i fattori che gli investitori possono prendere in considerazione nelle proprie strategie di investimento. Non essendo concetti completamente nuovi, i criteri ESG negli anni hanno ottenuto una notevole importanza e di conseguenza una notevole diffusione, soprattutto in comunità aziendali orientate al sostenibile.

Tali criteri sono diventati molto importanti anche nel mondo finanziario poiché possono essere un ottimo strumento per andare a valutare o misurare performance di tipo ambientale, sociale o di governance, piuttosto che le solite performance di business. Da proprio le comunità del mondo finanziario venne innescato l'interesse verso il mondo ESG, poiché utilizzato nella valutazione delle aziende in generale. Tale interesse si traduce velocemente in una valutazione completa delle pratiche aziendali, includendo la modalità di affrontare sfide proprie del mondo ESG, quindi sociali, ambientali o di governance. Infatti, l'attenzione della finanza viene rivolta ad investimenti che adottano criteri propri degli ESG, quindi ispirati a responsabilità sociali e indirizzati verso obiettivi specifici ESG, il campo si è esteso e ora tale metodo di valutazione è diventato molto importante per la maggior parte delle aziende indipendentemente da quale fosse la mission da cui partiva. Le analisi e le ricerche effettuate con aziende campione hanno dimostrato la veridicità di quanto affermato, infatti aziende che adottano nella propria gestione criteri ESG ottengono performance migliori. Per fare una sintesi, tali criteri hanno assunto un ruolo via via più importante sia come strumenti di valutazione degli investimenti ma anche come indicatore di "buona pratica" aziendale; infatti, hanno contribuito nella maggior parte dei casi ad un aumento esponenziale delle performance e della qualità della gestione del rischio. Elencatene alcune, è comunque importante soffermarsi sulle motivazioni che hanno spostato l'interesse verso il mondo ESG, valutandone anche quelli possono essere le valutazioni di impatto su questi ultimi.

4.7. Come viene spostato l'interesse verso gli ESG e valutazioni di impatto

Nell'articolo di ESG360, più volte citato nei precedenti capitoli, viene indicata la crescente tendenza verso gli investimenti ESG all'interno del mondo finanziario e questo può essere attribuito a tre diverse ragioni:

- **Urgenza climatica:** L'incremento dei problemi legati al riscaldamento globale e i suoi impatti hanno spinto gli investitori a considerare attentamente l'impatto ambientale delle loro decisioni finanziarie. La consapevolezza dell'urgenza climatica ha incentivato la ricerca di investimenti che promuovano la sostenibilità ambientale.
- **Pressione sociale:** Le nuove generazioni, sempre più sensibili alle tematiche della sostenibilità, esercitano una forte pressione sui mercati finanziari affinché i capitali siano diretti in modo etico e sostenibile. La crescente consapevolezza sociale ha contribuito a rendere gli investimenti ESG sempre più attraenti per gli investitori.
Buona governance come sinonimo di stabilità: La consapevolezza che una governance aziendale efficace è sinonimo di stabilità e minori rischi ha spinto gli investitori a considerare la governance come un criterio cruciale nella valutazione delle opportunità di investimento. Aziende ben gestite tendono a ottenere risultati migliori nel lungo termine e a presentare minori rischi.
- **Rendimento competitivo:** Gli investimenti ESG hanno dimostrato di poter offrire rendimenti competitivi rispetto agli investimenti tradizionali. Questo ha contribuito a sfatare il mito che l'etica e il profitto siano incompatibili, rendendo gli investimenti ESG sempre più allettanti per una gamma più ampia di investitori.
- **Regolamentazione:** La crescente regolamentazione a livello globale sta spingendo verso l'adozione di standard ESG. Gli investimenti conformi a questi standard non solo rispondono a esigenze etiche, ma si allineano anche alle future linee guida legislative. La regolamentazione in evoluzione sta contribuendo a rendere gli investimenti ESG una scelta sempre più prudente e in linea con le normative emergenti.

È da sottolineare come l'impegno verso gli ESG comporti il ritorno di diversi benefici di tipo finanziario alle aziende; infatti, prima di tutto quest'ultimo riduce quelli che possono essere i rischi legati alle

emergenze ambientali, dando la possibilità alle aziende di gestire nella migliore maniera queste situazioni e, di conseguenza, andando a diminuire le probabilità di accadimento di incidenti dannosi.

Molte aziende nel corso degli anni hanno irrigidito le pratiche mirate al rispetto della sostenibilità e dell'ambiente, andando così a ridurre anche la possibilità di incorrere in sanzioni legali o multe. Essere orientati verso l'ESG porta le aziende anche spingere maggiormente nelle ricerche scientifiche e nell'innovazione, poiché questo può solo che andare a migliorare in futuro i fattori più importanti a livello aziendale, come la capacità produttiva, la sicurezza aziendale e la competitività adottando pratiche sostenibili. Tutte le aziende che sposano l'approccio ESG, essendo molto più focalizzate nella trasparenza e nelle responsabilità in generale, hanno anche molta più facilità nell'instaurare rapporti solidi e duraturi con i propri partner commerciali. L'attenzione verso le politiche ESG consente una gestione molto più responsabile dell'operatività aziendale, poiché limita in maniera considerevole l'adozione di pratiche potrebbero risultare inadeguate, ma anche una gestione molto più orientata all'ambiente e alla società, così ponendosi anche in una posizione molto più strategica per affrontare il mercato. A fare chiarezza sul perimetro di applicazione in ambito ESG è la regolamentazione di quest'ultimo, che nel seguente capitolo verrà analizzato dal punto di vista normativo e regolamentare.

4.8. Regolamentazione ESG

Banca d'Italia in un intervento sulla regolamentazione Europea sulla finanza sostenibile pubblicato nella propria pagina nel 2023, indicò come la regolamentazione europea sulla finanza sostenibile si sviluppa lungo tre direzioni principali al fine di integrare considerazioni relative alla sostenibilità e rafforzare la fiducia degli investitori:

- **Tassonomia dell'UE per attività economiche sostenibili**

Con il regolamento 2020/852 si è creata una comune classificazione delle attività economiche sostenibili. L'obiettivo di tale regolamento è stabilire un linguaggio comune e sulle attività possono essere considerate sostenibili.

- **Rafforzamento dell'affidabilità e comparabilità delle informazioni**

La revisione della Direttiva sulla rendicontazione delle informazioni non finanziarie da parte delle imprese (NFRD), direttiva 2014/95/EU, e l'approvazione del Regolamento sull'Informativa

sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR), regolamento 2019/2088, hanno posto come obiettivo il miglioramento dell'affidabilità e della comparabilità delle informazioni a livello sostenibile. Tali sforzi contribuiscono a superare le sfide legate alla completezza e alla qualità delle informazioni, ma anche alle diverse delle metodologie utilizzate per la loro elaborazione.

- **Benchmark climatici e standard per prodotti finanziari sostenibili**

Tali indicatori sono stati introdotti come benchmark climatici da fornire ai risparmiatori per la possibilità di investire in strumenti che contrastano il cambiamento climatico. Inoltre, l'istituzione di uno standard comune europeo per gli emittenti di obbligazioni verdi, con la denominazione di "European Green Bonds", ha come obiettivo l'aumentare della trasparenza del mercato e della comparabilità di questi prodotti finanziari, mettendo a disposizione degli investitori informazioni complete sulle opportunità e rischi di investimento.

La regolamentazione cerca di rispondere a diverse domande relative alla sostenibilità, alla trasparenza e alla comparabilità delle informazioni, contribuendo così a un quadro normativo che sostenga gli investimenti sostenibili in modo più efficace.

1- Quali possono essere definite attività economiche sostenibili?

Il Regolamento Tassonomia (Regolamento UE 2020/852) è stato introdotto nell'Unione Europea per istituire un sistema di classificazione delle attività economiche sostenibili. L'obiettivo principale è superare l'assenza di definizioni condivise e promuovere la trasparenza e la comparabilità delle informazioni sugli investimenti sostenibili per gli investitori. Gli obiettivi ambientali individuati dal Regolamento Tassonomia sono sei e possono essere riassunti nella seguente immagine riportata da Banca d'Italia.

Gli obiettivi ambientali fissati dalla UE



[25] "Obiettivi ambientali fissati dalla UE", Fonte: Banca d'Italia

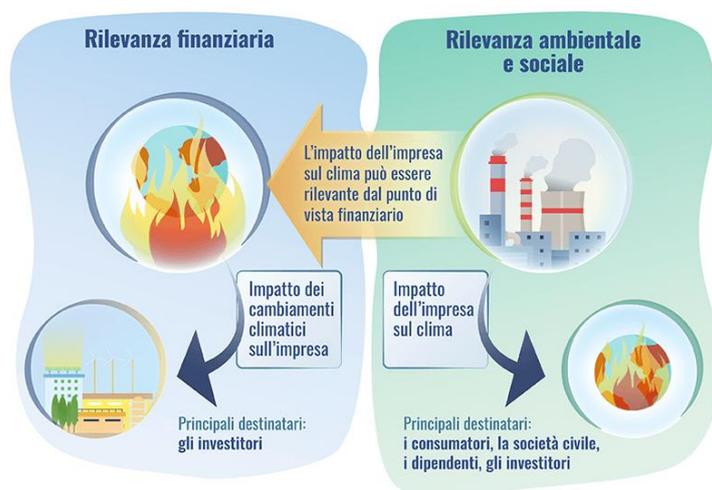
- **Mitigazione del Cambiamento climatico:** quindi le attività devono contribuire in modo significativo alla riduzione delle emissioni di gas serra e adattarsi ai cambiamenti climatici.
- **Adattamento al cambiamento climatico:** Le attività devono contribuire in modo significativo all'adattamento ai cambiamenti climatici, migliorando la resilienza alle sue conseguenze.
- **Uso sostenibile e protezione dell'acqua e delle risorse marine:** Le attività devono promuovere un utilizzo sostenibile e la protezione delle risorse idriche e marine.
- **Transizione verso un'economia circolare:** Le attività devono contribuire in modo significativo alla transizione verso un'economia circolare, promuovendo la riduzione, il riutilizzo e il riciclo dei materiali.
- **Prevenzione e controllo dell'inquinamento:** Le attività devono contribuire alla prevenzione e al controllo dell'inquinamento, garantendo la gestione sostenibile delle risorse naturali.
- **Protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi:** Le attività devono contribuire alla protezione e al ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Questi obiettivi forniscono un quadro chiaro per la classificazione delle attività economiche sostenibili e per la valutazione della loro conformità ai criteri ambientali stabiliti. Il 21 aprile 2021 sono stati delineati i criteri fondamentali per l'identificazione delle attività orientate ai primi due obiettivi ambientali, ovvero la mitigazione e l'adattamento ai cambiamenti climatici. In un contesto più recente, nel febbraio 2022, la Commissione europea ha esteso la categorizzazione di attività sostenibili, includendo specificamente quelle legate all'utilizzo del gas e del nucleare nel settore energetico, ritenendole attività di transizione. È importante sottolineare che tali criteri saranno soggetti a costante revisione per integrare nuovi settori e attività, comprese quelle in fase di transizione, tenendo conto degli sviluppi tecnologici e del progresso. Questa classificazione delle attività economiche, regolamentata dal documento sulla Tassonomia, richiede la considerazione di tre categorie di soggetti: intermediari come le banche che offrono prodotti finanziari nei mercati europei, società di grandi dimensioni già soggette all'obbligo di fornire dichiarazioni non finanziarie al mercato e i paesi membri dell'Unione Europea, che giocano un ruolo cruciale nell'introduzione di politiche ambientali, nello stabilire standard o nell'assegnare etichette "green" a prodotti finanziari o obbligazioni societarie. La definizione di investimenti verdi è una tendenza globale, evidenziata dalla Cina con le regole per l'emissione di green bonds, e da altri paesi, come Canada e Malesia, che stanno esaminando regolamentazioni di classificazione per i loro mercati interni. In prospettiva, l'armonizzazione delle diverse classificazioni stabilite dai singoli paesi diventerà essenziale, come indicato dal Network for Greening the Financial System, data la crescente globalizzazione finanziaria.

1- Quali informazioni legate alla sfera sostenibile devono essere divulgate dalle imprese?

La Direttiva europea sulla rendicontazione delle informazioni non finanziarie (Direttiva 2014/95/UE, Non Financial Reporting Directive, NFRD) rappresenta un quadro normativo significativo per le società di grandi dimensioni, regolamentato anche in Italia mediante il decreto legislativo 254/2016. Questa direttiva impone alle imprese l'obbligo di comunicare una serie di informazioni riguardanti gli aspetti ambientali, sociali, relativi al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione attiva e passiva. L'obiettivo principale di queste disposizioni è consentire una comprensione completa dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati e della sua situazione, nonché valutare l'impatto delle

sue attività. La comunicazione di queste informazioni avviene attraverso la pubblicazione annuale di una dichiarazione non finanziaria, la quale si configura come uno strumento essenziale per gli investitori, permettendo loro di valutare la performance e la sostenibilità a lungo termine delle società in cui potrebbero investire. Nel contesto delle dichiarazioni non finanziarie, si evidenzia una duplice rilevanza. Da un lato, vi è l'aspetto legato all'andamento dell'impresa, ai suoi risultati e alla sua situazione, che rappresenta un profilo di particolare interesse per gli investitori. Dall'altro lato, c'è il richiamo all'impatto delle attività dell'impresa, considerato dal punto di vista dei consumatori, della società civile, dei dipendenti, dei partner commerciali e di tutte le altre categorie di stakeholder. Un aspetto di notevole importanza all'interno delle informazioni ambientali riguarda gli impatti climatici. La Commissione Europea ha emesso specifiche linee guida sul clima nel giugno 2019, con l'intento di fornire alle imprese indicazioni operative su come riportare in modo accurato su questi aspetti. Ciò riflette l'importanza crescente che la sostenibilità ambientale ha assunto nei criteri di valutazione delle performance aziendali e nei processi decisionali degli investitori. In sintesi, le dichiarazioni non finanziarie costituiscono uno strumento cruciale per promuovere la trasparenza e la responsabilità delle imprese, favorendo una gestione sostenibile e attenta agli impatti sociali e ambientali. La loro pubblicazione non solo risponde alle esigenze degli investitori, ma anche alle aspettative crescenti di una vasta gamma di stakeholder che valutano le aziende non solo in base ai risultati finanziari, ma anche in termini di sostenibilità e responsabilità sociale.



[26] "Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima", Fonte: Commissione Europea (2019/C 209/01)

La direttiva è attualmente in fase di revisione, con un importante sviluppo avvenuto il 21 aprile 2021. In quella data, la Commissione Europea ha presentato una proposta per la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Questa proposta mira non solo a estendere l'ambito di applicazione delle imprese soggette ai requisiti di dichiarazione non finanziaria a tutte le imprese quotate sui mercati regolamentari, ma introduce anche nuovi obblighi significativi. Tra le principali novità proposte, vi è l'obbligo per le imprese di fornire informazioni più dettagliate sulla sostenibilità e la responsabilità sociale. Queste informazioni non solo devono essere più approfondite, ma sono soggette anche a un processo di controllo da parte di soggetti esterni, evidenziando l'importanza di garantire l'affidabilità e la trasparenza delle informazioni divulgate. Un'altra componente chiave della proposta è l'obbligo per le imprese di digitalizzare le informazioni riportate. Questo significa che le aziende saranno tenute a presentare i loro dati in un formato digitale, facilitando la consultazione e l'analisi delle informazioni da parte degli stakeholder. L'obiettivo è rendere le informazioni sulla sostenibilità più accessibili e comprensibili, contribuendo così a un maggiore coinvolgimento da parte degli investitori, dei consumatori e di altri attori del mercato. In sintesi, la proposta della CSRD rappresenta un passo significativo verso una maggiore trasparenza e responsabilità nell'ambito della sostenibilità aziendale, con l'obiettivo di promuovere pratiche commerciali più sostenibili e rispondenti alle esigenze della società e dell'ambiente.

1- Quali informazioni sono tenuti a divulgare intermediari o consulenti?

Dal marzo 2021, sono entrati in vigore i primi obblighi del Regolamento Europeo relativo all'Informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Regolamento Europeo 2019/2088, Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR). Questo regolamento introduce obblighi di trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari, come emittenti di titoli, intermediari e consulenti finanziari, in merito alle politiche adottate per integrare i rischi di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti e nelle consulenze finanziarie, inclusi quelli legati al clima. In particolare, ogni operatore è tenuto a divulgare sul proprio sito web le modalità con cui integra i rischi di sostenibilità nei processi decisionali sugli investimenti e a comunicare gli eventuali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità. Inoltre, per tutti i prodotti finanziari offerti sul mercato, gli

operatori sono obbligati a fornire informazioni su come i rischi di sostenibilità sono presi in considerazione nelle decisioni d'investimento e sulle conseguenze potenziali sui rendimenti. Tali informazioni devono essere incluse nell'informativa precontrattuale. Nel contesto dell'acquisto di prodotti finanziari "sostenibili" o "verdi", il SFDR impone ulteriori obblighi agli operatori finanziari che desiderano classificare i propri prodotti come "sostenibili". Il regolamento distingue due tipologie di prodotti finanziari "sostenibili": quelli che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali (articolo 8) e quelli che hanno come obiettivo investimenti sostenibili (articolo 9), come ad esempio i green bonds. Gli investitori possono accedere a queste informazioni consultando i siti web degli operatori o leggendole nell'informativa precontrattuale e nella rendicontazione periodica. Prima ancora di andare nel merito della SFDR però occorre focalizzarsi sulla precedente direttiva, ossia la CSRD.

4.9. Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) e La Sustainable Finance Disclosure (SFDR)

Il panorama degli investimenti sta subendo una notevole trasformazione, con un crescente numero di investitori al dettaglio che si orientano verso strategie etiche ed ESG (Environmental, Social, Governance). Una recente indagine condotta da esperti di finanza comportamentale presso Oxford Risk ha rivelato che il 50% degli investitori ha l'intenzione di convertire parte dei propri portafogli, comprese le pensioni, in investimenti ESG entro l'anno in corso. Inoltre, il 14% di essi prevede di allocare addirittura il 60% o più dei propri fondi in veicoli ESG. La ricerca ha evidenziato un crescente interesse nei confronti delle credenziali ESG nel processo decisionale degli investitori. Il 41% ritiene che le competenze ESG di consulenti e gestori patrimoniali siano di notevole importanza nella consulenza finanziaria, mentre il 24% ritiene che tali credenziali siano meno rilevanti in fase di valutazione delle proposte di investimento. Tuttavia, la prospettiva futura sembra indicare un ulteriore aumento dell'importanza attribuita alle credenziali ESG, con il 42% degli intervistati che prevede una crescita di rilievo in questo settore nei prossimi due anni, rispetto al solo 4% che si aspetta una diminuzione. Greg B Davies, Head of Behavioral Finance presso Oxford Risk, commenta positivamente questo cambiamento di atteggiamento degli investitori, sottolineando l'importanza dell'impegno proattivo degli stessi nel prendere decisioni informate. Davies suggerisce che, data la crescente

adesione agli investimenti ESG, i consulenti finanziari dovrebbero concentrarsi su fornire un servizio di consulenza che rispecchi al meglio le esigenze e le preferenze individuali degli investitori.

Oxford Risk ha sviluppato un framework di idoneità ESG unico che tiene conto delle preferenze di ciascun investitore, determinando il grado di esposizione ESG consigliato per il loro portafoglio. Questo approccio personalizzato mira a bilanciare gli aspetti ambientali, sociali e di governance (E, S, G) in base alle preferenze individuali di ciascun investitore. Utilizzando strumenti comportamentali avanzati, la piattaforma valuta la personalità finanziaria, le preferenze e i cambiamenti nelle situazioni finanziarie, offrendo un profilo completo per un coinvolgimento continuo degli investitori. In particolare, i test della personalità finanziaria possono misurare fino a 18 dimensioni distinte, con un focus specifico su sei aspetti legati agli investimenti ESG. La Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) rappresenta un significativo passo avanti nell'ambito della divulgazione delle informazioni non finanziarie da parte delle grandi aziende nell'Unione Europea. Questo regolamento, che costituisce un'evoluzione della precedente Non-Financial Reporting Directive. (NFRD), mira a introdurre standard più rigorosi e aggiornati. Si prevede che la CSRD entri in vigore nel 2022 o nel 2023. Attualmente, conformemente alle disposizioni della NFRD, le grandi imprese e le società quotate sono tenute a fornire una serie di informazioni fondamentali. Tra queste rientrano una breve descrizione del modello di business dell'impresa, i risultati delle politiche adottate, nonché i principali rischi operativi, inclusi quelli legati alle relazioni commerciali e ai prodotti o servizi che potrebbero avere impatti negativi. Inoltre, è richiesta la divulgazione di indicatori chiave di prestazione non finanziaria. Va sottolineato che una versione modificata della direttiva NFR è stata implementata nella legge slovacca sulla contabilità n. 431/2002 Coll., evidenziando l'importanza e l'adattabilità di tali standard a livello nazionale.

Con l'arrivo della CSRD, si prevede un ulteriore rafforzamento di queste normative, imponendo alle imprese un maggior grado di trasparenza e responsabilità nella divulgazione delle informazioni non finanziarie. Questo rappresenta un passo fondamentale verso la sostenibilità e la gestione responsabile delle attività aziendali nell'ambito europeo.

La Direttiva n. 2022/2464 sulla rendicontazione societaria di sostenibilità (Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD) emerge come una pietra miliare nell'ambito del Green Deal europeo. La sua rilevanza è innegabile poiché favorisce l'integrazione della sostenibilità nei modelli di business,

ampliando significativamente il perimetro delle aziende coinvolte rispetto alla precedente Non-Financial Reporting Directive (NFRD). Con l'introduzione della CSRD, l'obbligo di redigere la dichiarazione non finanziaria si estende anche alle PMI quotate a partire dal 2026, mentre le non quotate saranno coinvolte in base alle esigenze di Green Procurement della Supply Chain e alle dinamiche competitive. Questo ampliamento coinvolge le organizzazioni nell'adozione del principio della doppia materialità, richiedendo informazioni sull'impatto delle loro attività su persone e ambiente (inside-out) e sul modo in cui le questioni di sostenibilità influenzano loro, i risultati e la situazione aziendale (outside-in). L'Unione Europea, impegnata nella neutralità climatica entro il 2050, promuove una serie di riforme e misure legate all'Industrial Green Deal e alla Sustainable Finance, includendo la CSRD per migliorare l'informativa di sostenibilità. Le aziende coinvolte passano da grandi imprese di interesse pubblico a tutte le altre grandi imprese, PMI quotate e società non UE con specifiche tempistiche di adesione.

La CSRD ridefinisce le informazioni richieste, sostituendo il termine "informazioni di carattere non finanziario" con "informazioni sulla sostenibilità". Queste informazioni, parte integrante della relazione sulla gestione nel bilancio aziendale, devono includere dettagli sulla gestione dei rischi e delle opportunità legate alla sostenibilità, piani aziendali per la transizione verso un'economia sostenibile, considerazione degli interessi degli stakeholder, obiettivi ESG, politiche di sostenibilità, procedure di due diligence, impatti negativi e gestione dei rischi.

La CSRD prevede una revisione del report di sostenibilità da parte di un "statutory auditor", con l'obiettivo di raggiungere una "reasonable assurance". Le imprese dovranno digitalizzare le informazioni dei report utilizzando XHTML e XBRL, adottando un unico standard di rendicontazione ESRS (European Sustainability Reporting Standard) per garantire comparabilità. Il rischio di non adeguarsi è evidente, con le aziende valutate non solo sulla performance finanziaria ma anche sulla sostenibilità. La CSRD sottolinea che la sostenibilità è parte integrante della resilienza aziendale e della creazione di valore nel tempo, influenzando direttamente asset intangibili come reputazione e relazioni con i clienti. Le imprese che trascurano questi fattori rischiano di perdere competitività in un mercato sempre più orientato alla sostenibilità. Delineati i passi principali della Direttiva, ora si può entrare nel merito della SFRD, regolamento sulla divulgazione di informazioni in tema finanza sostenibile.

Ci sono voluti alcuni anni, ma con l'accelerazione appropriata, l'acronimo SFDR ha finalmente catturato l'attenzione di numerosi operatori. La lentezza iniziale e le successive accelerazioni possono essere attribuite alle sfide nel gestire una materia così complessa, densa di variabili e sostanzialmente giovane, come la regolamentazione della trasparenza delle informazioni finanziarie sulla sostenibilità. La Commissione Europea ha recentemente avviato, il 14 settembre 2023, una consultazione mirata e una consultazione pubblica sull'implementazione del Regolamento sulla divulgazione delle informazioni relative alla finanza sostenibile (SFDR). Questa consultazione, iniziata a metà settembre e terminata il 15 dicembre 2023, mira a raccogliere contributi da enti pubblici, operatori di mercato finanziario, investitori, ONG e altre parti interessate per valutare l'attuale regolamento e identificare possibili modifiche. La consultazione della Commissione Europea si rivolge a una vasta gamma di attori, tra cui operatori del mercato finanziario, investitori, ONG, autorità pubbliche competenti, regolatori nazionali e altri soggetti coinvolti nella finanza sostenibile. Da notare che la SFDR è attiva dal marzo 2021, e nel dicembre 2022, la Commissione Europea ha avviato una valutazione completa per migliorare il regolamento, concentrandosi sulla certezza del diritto, la sua effettiva applicabilità e usabilità, nonché sulla capacità di contrastare il greenwashing. La consultazione mira a valutare specificamente i requisiti attuali dell'SFDR, le interazioni con altre normative sulla finanza sostenibile, possibili modifiche ai requisiti di divulgazione per i partecipanti al mercato finanziario e l'opzione di introdurre un sistema di categorizzazione per i prodotti finanziari. La struttura della consultazione prevede una sezione focalizzata sulle valutazioni legate all'attuale regolamento e all'identificazione dei potenziali problemi che gli stakeholder potrebbero incontrare nell'implementarlo. Una seconda parte è dedicata all'indagine sulle possibili opzioni per rispondere alle attuali problematiche. La SFDR, parte di un percorso importante per la regolamentazione della finanza sostenibile nell'area dell'UE, è un regolamento che mira a garantire o aumentare la trasparenza delle informazioni relative alla sostenibilità dei prodotti finanziari. Attivo dal marzo 2021, il regolamento, in collaborazione con altre normative europee, mira a incrementare i flussi di capitali verso investimenti verdi e sostenibili. L'obiettivo strategico è sviluppare un modello finanziario che supporti un'economia più attenta al pianeta, incoraggiando gli operatori a integrare i fattori ESG nelle decisioni di investimento strategico e nel monitoraggio delle performance. L'applicazione della SFDR coinvolge diverse tipologie di attori, tra cui operatori del mercato finanziario, aziende emittenti di prodotti finanziari e realtà soggette a investimenti sostenibili. La regolamentazione si applica a una

vasta gamma di prodotti finanziari, tra cui fondi pensione, fondi comuni di investimento, polizze assicurative e prodotti di finanziamento. Questi possono essere suddivisi in tre categorie principali: fondi sostenibili con chiari obiettivi ESG, fondi che prestano attenzione ai temi della sostenibilità e fondi non sostenibili che non considerano i fattori di sostenibilità nelle loro strategie. Le società finanziarie sono particolarmente impattate dalla SFDR, essendo tenute a fornire informazioni dettagliate sull'integrazione dei fattori ESG nelle loro politiche d'investimento. Queste informazioni devono essere trasparenti e riguardare il livello di esposizione ai rischi ESG dei prodotti finanziari, nonché l'impatto effettivo delle decisioni d'investimento sulla sostenibilità. L'implementazione della SFDR rappresenta una sfida per le imprese, richiedendo una comprensione e applicazione approfondite dei requisiti, la disponibilità di dati appropriati, costi di adeguamento e coordinamento con altre normative. Tuttavia, offre notevoli vantaggi agli investitori, contribuendo a un mercato finanziario più resiliente e sostenibile e riducendo il rischio di "greenwashing". Inoltre, fornisce agli investitori strumenti migliori per valutare i rischi ESG dei loro portafogli e per scegliere investimenti in linea con i propri valori etici e ambientali. In ambito ESG ci sono regolamentazioni obbligatorie alle quali bisogna attenersi, ma come verrà illustrato nel successivo paragrafo, esistono regolamentazioni non obbligatorie che però hanno fissato degli standard importanti.

4.10. Reporting ESG

Il Global Reporting Initiative (GRI) rappresentano una struttura chiave per le aziende, facilitando la trasparenza riguardo all'impatto delle loro attività sull'ambiente, sull'economia e sulla società. L'obiettivo primario del GRI è aiutare le imprese a comunicare in modo efficace i loro impatti ESG (Ambientali, Sociali e di Governance) e le relative strategie di gestione. È degno di nota che il GRI sia universalmente riconosciuto come il framework ESG più citato, con l'83% dei riferimenti totali ai framework ESG. Parallelamente, il Sustainability Accounting Standards Board (SASB) ha sviluppato uno standard essenziale, fornendo alle aziende indicazioni specifiche su come raccogliere e divulgare dati ESG. Nel 2020, GRI e SASB hanno unito le forze, pubblicando una guida congiunta su come integrare efficacemente entrambi gli standard. Mentre il GRI si distingue per la sua ampiezza d'azione, il SASB fornisce linee guida settoriali dettagliate. La Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) svolge un ruolo chiave concentrandosi sui rischi climatici e offrendo

raccomandazioni basate su principi per la gestione e la divulgazione. Questo quadro mira principalmente a rivelare i rischi finanziari legati al clima, fornendo a banche, azionisti e investitori una panoramica chiara degli sforzi ESG di un'organizzazione. Il Carbon Disclosure Project (CDP), organizzazione internazionale senza scopo di lucro, si concentra sulla creazione di standard per la divulgazione di informazioni sulle emissioni di gas serra, l'uso dell'acqua e la silvicoltura. Questi standard hanno notevolmente contribuito a rivelare gli sforzi di decarbonizzazione e protezione ambientale. Il Streamlined Energy and Carbon Reporting (SECR) britannico semplifica il reporting annuale sulle emissioni di carbonio e l'uso di energia, promuovendo la trasparenza e la comparabilità per monitorare e ridurre le emissioni. La Workforce Disclosure Initiative (WDI) è un collettivo di investitori che promuove la divulgazione completa e comparabile dei dati sulla forza lavoro, migliorando la trasparenza e la responsabilità aziendale. Infine, l'interesse crescente per gli investimenti sostenibili è evidente, con un numero significativo di millennial e della Gen Z orientati verso aziende con impatti sociali e ambientali positivi. Le aziende, a loro volta, stanno rispondendo a questa crescente domanda, evidenziando come la sostenibilità sia diventata una priorità chiave per gli investitori, correlata alla prospettiva di redditività a lungo termine. Con un numero crescente di aziende che presentano report sulla sostenibilità, sembra inevitabile che si svilupperà un quadro globale per la gestione dell'Environmental Social Governance. Assume un ruolo cruciale anche il rating assegnato agli stessi ESG, descritto ed analizzato nel prossimo paragrafo.

4.11. Rating ESG

In un approfondimento pubblicato nel Febbraio 2024 da ESG360, le questioni ambientali, sociali e di governance (ESG) sono diventate prioritari per molte aziende, influenzando la valutazione delle loro performance. L'ESG riflette l'impegno delle imprese sulla sostenibilità e influenza le decisioni di investitori e consumatori. I rating ESG, basati su criteri ambientali, sociali e di governance, vengono utilizzati per valutare l'impatto e la responsabilità delle aziende. Diverse organizzazioni forniscono rating ESG, utilizzando metodologie proprietarie. Questi punteggi influenzano le decisioni degli investitori, poiché aziende con un alto rating ESG sono percepite come più sostenibili e potenzialmente più redditizie a lungo termine. Le valutazioni ambientali ESG considerano temi come le emissioni di gas serra, gestione delle risorse naturali, efficienza energetica e uso di energie rinnovabili. La gestione delle emissioni di CO₂ è particolarmente critica, considerando il loro impatto

sul cambiamento climatico. La quantificazione delle emissioni, la valutazione degli impatti ambientali e lo sviluppo di strategie di mitigazione sono passaggi fondamentali. Investire in progetti di compensazione delle emissioni è una pratica comune. La gestione efficace dei rifiuti è un altro aspetto chiave, contribuendo non solo all'ambiente ma anche all'efficienza operativa. Ridurre i rifiuti alla fonte, promuovere il riuso di materiali e garantire una gestione responsabile dei rifiuti sono considerati positivi nei rating ESG. In ambito sociale, le aziende devono contribuire positivamente alle comunità, offrendo posti di lavoro stabili, sostenendo lo sviluppo delle competenze e investendo in progetti sociali. La gestione etica delle relazioni con dipendenti e fornitori, inclusa la promozione della diversità e dell'inclusione, è cruciale per un buon rating ESG. Le iniziative di responsabilità sociale d'impresa (CSR) riflettono l'impegno verso il benessere sociale ed economico. Ciò può includere filantropia, investimenti locali, programmi educativi e progetti di sostenibilità ambientale. La CSR può migliorare la reputazione aziendale e attrarre investimenti. La governance aziendale rappresenta la "G" nei rating ESG e è essenziale per valutare l'etica e la sostenibilità di un'azienda. Una governance solida implica trasparenza, gestione dei rischi, politiche anticorruzione e allineamento degli interessi degli azionisti. Una buona governance contribuisce alla fiducia degli investitori, migliora la reputazione e riduce i rischi legali e finanziari. In sintesi, un rating ESG elevato offre vantaggi cruciali alle aziende, compresa l'attrazione di investimenti, l'accesso a capitali a costi inferiori, la riduzione dei rischi, l'ottimizzazione operativa, l'attrazione dei talenti e una migliore reputazione. L'integrazione di criteri ESG non solo protegge il valore aziendale, ma può anche identificare opportunità di crescita sostenibile. Le aziende devono adottare pratiche ESG per affrontare sfide globali e contribuire a un'economia sostenibile, beneficiando sia a livello finanziario che operativo. Le preoccupazioni ambientali, sociali e di governance sono diventate sempre più centrali per le aziende, tanto da costituire uno dei criteri principali per valutare le loro attività. Questi elementi testimoniano l'impegno delle imprese verso la sostenibilità e influenzano le decisioni degli investitori e dei consumatori. Il rating ESG, che valuta le performance aziendali in termini ambientali, sociali e di governance, risponde a questa esigenza fornendo un'indicazione della sostenibilità e della responsabilità sociale ed ambientale di un'azienda. Le valutazioni ESG sono condotte da diverse organizzazioni utilizzando metodologie specifiche e riflettono la capacità di un'azienda di operare secondo standard ambientali, sociali e di governance. Questi rating possono influenzare le decisioni degli investitori che sempre più considerano i fattori ESG nelle loro scelte, credendo che un alto punteggio ESG possa corrispondere

a performance finanziarie migliori e a minori rischi a lungo termine. Le valutazioni ambientali ESG esaminano vari aspetti, tra cui le emissioni di gas serra, la gestione delle risorse naturali, la biodiversità e l'efficienza energetica. Questi criteri riflettono l'impegno delle aziende non solo nella gestione delle emissioni di CO2, ma anche nella protezione dell'ambiente e nella conservazione delle risorse naturali. La gestione dei rifiuti è un'altra area fondamentale per le valutazioni ESG, con un focus sulla riduzione alla fonte, il riutilizzo dei materiali e la gestione responsabile dei rifiuti pericolosi. Le pratiche di economia circolare sono particolarmente apprezzate poiché riducono la dipendenza dalle risorse naturali e minimizzano i rifiuti prodotti. Nel contesto sociale, le aziende sono chiamate a contribuire positivamente alle comunità locali attraverso la creazione di posti di lavoro stabili, l'investimento nell'istruzione e nella formazione professionale, e il sostegno a iniziative di sviluppo comunitario. Il rispetto dei diritti umani e delle condizioni di lavoro etiche sono prioritari per un rating ESG positivo, insieme alla promozione della diversità e dell'inclusione sul posto di lavoro. La governance aziendale, infine, è essenziale per valutare la sostenibilità e l'etica di un'azienda. La trasparenza, la composizione del Consiglio di amministrazione, le politiche anticorruzione e la gestione dei rischi sono elementi chiave per un buon rating ESG. In sintesi, un rating ESG elevato offre numerosi vantaggi, inclusi un migliore accesso ai capitali, una maggiore fiducia degli stakeholder e una migliore performance finanziaria. L'adozione e l'integrazione dei criteri ESG sono cruciali per affrontare sfide globali come il cambiamento climatico e la disuguaglianza sociale, promuovendo l'innovazione sostenibile e migliorando la governance aziendale. Giunti a questo punto delle spiegazioni, sorge spontanea una domanda: se le motivazioni per investire in maniera sostenibile sono tante, sono altrettanti i prodotti utilizzabili a tal fine e le prospettive a lungo termine sono più che incoraggianti, gli stessi investimenti sostenibili potranno in futuro sovraperformare i non sostenibili?

4.12. Gli investimenti sostenibili sovraperformeranno i non sostenibili?

Il panorama degli investimenti sta subendo una notevole trasformazione, con sempre più attenzione rivolta agli aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG). Molti sostengono che integrare questi fattori nella strategia di gestione non solo non penalizzi i rendimenti, ma potrebbe addirittura comportare vantaggi. Un confronto tra l'indice MSCI World Socially Responsible Investment e l'indice

azionario globale MSCI World suggerisce che, sebbene i rendimenti siano simili, l'indice SRI ha mostrato una performance relativamente migliore negli ultimi anni. L'investimento sostenibile non è solo una moda del momento, ma potrebbe rappresentare un importante diversificatore per affrontare i rischi legati alla transizione energetica. La responsabilità fiduciaria dei gestori di investimenti è fondamentale nella protezione e crescita del capitale degli investitori. Tuttavia, la domanda cruciale è se optare per investimenti sostenibili possa influenzare le performance nel lungo termine, considerando i rischi associati. Le incertezze riguardo ai rendimenti degli investimenti ESG sono reali. Sebbene ci siano vantaggi finanziari per le aziende con minori rischi ESG, determinare se ciò si tradurrà in un extra rendimento costante nel lungo periodo è complesso. I rischi ESG sono difficili da quantificare finanziariamente, in quanto l'impatto di fattori sociali e ambientali può essere difficile da misurare e molti di essi si manifestano a distanza di decenni. Tuttavia, esistono segnali positivi, come il fatto che la differenza tra investimenti ESG e investimenti tradizionali si sta assottigliando grazie all'adozione di pratiche aziendali migliori e regolamentazioni più stringenti. Inoltre, l'investimento sostenibile potrebbe diventare la norma nel lungo termine, poiché la relazione fiduciaria tra gestori e investitori non si basa solo sulla stabilità finanziaria, ma sulla massimizzazione della funzione di utilità del risparmiatore, considerando anche aspetti non finanziari. Nell'ottica di un'evoluzione delle prassi di investimento, la gestione e l'offerta dovrebbero tener sempre più conto di questi aspetti. Tuttavia, è importante procedere con cautela e valutare attentamente come gli investimenti sostenibili si integreranno nei portafogli, bilanciando potenziali vantaggi finanziari con la necessità di gestire in modo efficace i rischi ESG.

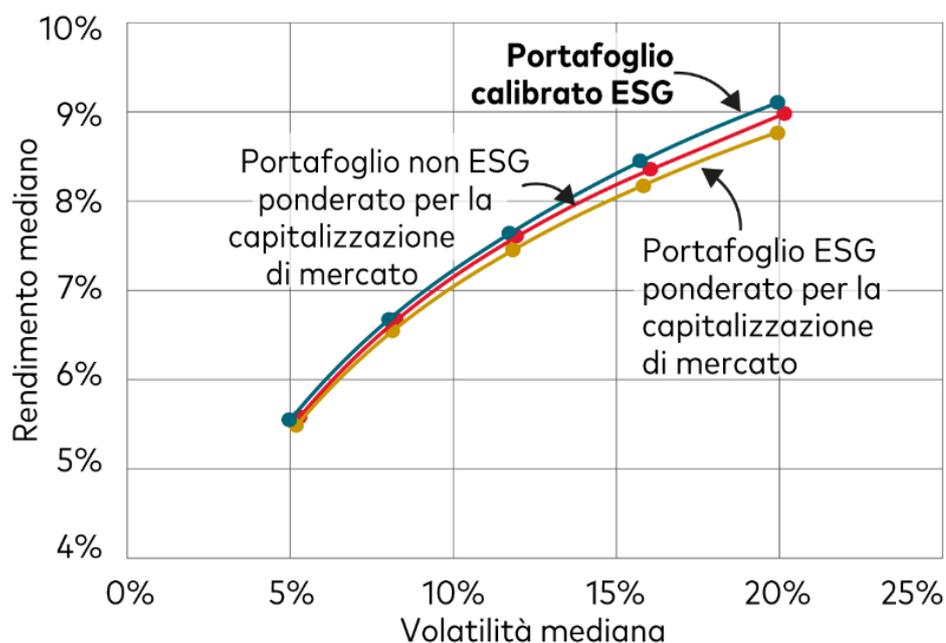
4.13. Gli effetti dei fondi ESG

Secondo Vanguard, in un intervento del settembre 2023, nonostante la volatilità dei mercati finanziari, l'interesse per le strategie d'investimento sostenibile sta crescendo costantemente. Un numero sempre maggiore di investitori cerca di allineare le proprie convinzioni in materia di sostenibilità con le scelte d'investimento. Dal 2018, gli attivi detenuti in fondi che considerano criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) sono quasi raddoppiati, raggiungendo i 3.000 miliardi di dollari, con l'Europa che rappresenta l'84% di questo mercato. I fondi sostenibili costituiscono ora oltre il 20% dei fondi europei complessivi. Simili alle strategie di indicizzazione standard, i fondi indicizzati ESG e gli ETF mirano a replicare la performance e la composizione di un indice finanziario, ma in questo caso, seguono indici

ESG che selezionano i componenti in base a specifici criteri ESG. Questi criteri possono includere esclusioni di settori considerati controversi, come armi da fuoco, tabacco e combustibili fossili, o inclusioni basate su società che soddisfano determinati standard ESG. Le tematiche ESG concentrano gli investimenti su società che contribuiscono a specifici temi o obiettivi ESG, come la tecnologia pulita o la gestione dell'acqua. Tuttavia, gli indici ESG sono generalmente meno diversificati rispetto ai benchmark tradizionali, variando significativamente da fondo a fondo. Vanguard considera i suoi fondi indicizzati ed ETF ESG come portatori di rischio attivo, poiché si discostano dagli indici di riferimento tradizionali. Ciò può influire sulle caratteristiche di rischio e rendimento, comportando un impatto sul profilo di rischio dei portafogli che utilizzano componenti ESG. Nel costruire portafogli con prodotti ESG, i consulenti devono bilanciare le esigenze del cliente in termini di sostenibilità con gli obiettivi di rischio e rendimento. Poiché i prodotti ESG possono avere profili di rischio diversi, sostituirli direttamente con i componenti tradizionali dell'indice può portare a un'asset allocation non ottimale e a rendimenti divergenti. Per affrontare tali sfide, Vanguard utilizza strumenti come il Vanguard Asset Allocation Model® (VAAM®) e le previsioni a lungo termine del mercato dei capitali del Vanguard Capital Markets Model (VCMM). Questi strumenti aiutano a ottimizzare l'asset allocation, considerando le caratteristiche uniche di rischio e rendimento dei componenti ESG e non ESG. Questo approccio offre una soluzione flessibile per la costruzione di portafogli efficienti che soddisfano gli obiettivi d'investimento e le preferenze ESG dei clienti. Il grafico illustra i potenziali vantaggi di questo approccio attraverso le frontiere efficienti previste per differenti scenari di portafoglio. Il grafico offerto da Vanguard riportato qui sotto rappresenta i potenziali vantaggi dell'approccio Vanguard nell'integrazione dei criteri ESG, nelle frontiere efficienti riportate vengono previsti tre ipotesi di scenario di portafoglio:

- **LINEA ROSSA:** portafoglio composto da fondi indicizzati non ESG dove le diverse componenti vengono ponderate in base alle medie storiche di capitalizzazione del mercato
- **LINEA GIALLA:** portafoglio composto da fondi indicizzati ESG dove le componenti, come nel caso della linea rossa, sono ponderate in base alle medie storiche di capitalizzazione del mercato
- **LINEA BLU:** portafoglio costruito con fondi indicizzati ESG ponderati in base ad allocazioni ottimizzate che derivano dall'utilizzo del VAAM e dal VCMM.

Media prevista di rischio e rendimenti annualizzata a 10 anni per un ipotetico portafoglio con calibrazione ESG⁹



Le proiezioni devono essere considerate ipotetiche e non rispecchiano né garantiscono risultati futuri.

Fonte: Vanguard. Proiezioni basate su un orizzonte temporale di 10 anni, al 30 giugno 2022. I calcoli si basano su una proiezione del rendimento nominale, in euro. Per ulteriori informazioni vedere nota (9).

[27]: “Portafoglio con calibrazione ESG”, Fonte: Vanguard

Come evidenziato dal grafico, la sostituzione dei componenti principali dell'indice tradizionale in un portafoglio ponderato per la capitalizzazione di mercato (rappresentato dalla linea rossa) con componenti principali ESG produce un profilo rischio-rendimento non ottimale (come indicato dalla linea gialla). Tuttavia, si osserva che, mediante la calibrazione dell'allocazione degli asset in base ai fattori di rischio associati ai componenti ESG, è possibile ottenere una frontiera di portafoglio ottimizzata (rappresentata dalla linea blu) che non solo soddisfa, ma talvolta supera i rendimenti annualizzati previsti del portafoglio tradizionale ponderato per la capitalizzazione di mercato (rappresentato dalla linea rossa).

Capitolo 5 - FINANZA COMPORTAMENTALE E SOSTENIBILITÀ

5.1. Comportamenti degli investitori ESG

Gli studi empirici effettuati sugli investimenti ESG comprendono una vasta gamma di ricerche che sono andate ad analizzare le caratteristiche, le motivazioni e i modelli di investimento utilizzati dagli investitori, sia a livello individuale che istituzionale. Inizialmente, l'attenzione si è concentrata sulle caratteristiche demografiche degli investitori ESG. Ad esempio, studi come quelli pubblicati da Rosen et al. (1991) hanno evidenziato che gli investitori ESG tendono ad essere più giovani e istruiti rispetto ai loro omologhi convenzionali.

Altri studi, come quelli condotti da Lewis e Mackenzie (2000) nel Regno Unito, sono andati ad approfondire il comportamento di investimento di singoli investitori ESG, sottolineando che questi ultimi solitamente sono professionisti con reddito medio, che bilanciano investimenti ESG con quelli convenzionali. Inoltre, vengono fatte anche osservazioni sulle differenze di genere, con alcune ricerche indicando che le donne potrebbero essere più propense a investire in asset legati ai fattori ESG. Il focus si è esteso anche alle motivazioni finanziarie e non finanziarie che guidano le decisioni di investimento ESG. Studi hanno dimostrato che entrambi gli aspetti influenzano tali decisioni, con motivazioni eterogenee tra gli investitori ESG. Ad esempio, alcuni investono principalmente per ragioni finanziarie, mentre altri sono guidati da motivazioni miste o altruistiche.

Un aspetto interessante è l'osservazione che gli investitori ESG possono essere disposti ad accettare rendimenti inferiori per perseguire obiettivi socialmente responsabili. Questo è supportato dalla constatazione che, a differenza degli investitori convenzionali, gli investitori ESG sembrano meno influenzati dalle performance finanziarie passate dei loro investimenti.

Un elemento cruciale emerso da varie ricerche è la diversità di motivazioni tra gli investitori individuali ESG. Alcuni sono guidati principalmente da ragioni finanziarie, altri da motivazioni miste, mentre altri ancora investono principalmente per motivi altruistici o sociali. Gli studi sull'investimento ESG istituzionale sono meno numerosi, ma evidenziano che gli investitori istituzionali possono essere

guidati da doveri fiduciari e obblighi interni, come la priorità agli interessi finanziari dei beneficiari. Le preferenze degli investitori istituzionali possono variare, ma la loro attenzione alla moderna teoria del portafoglio per raggiungere gli obiettivi di carriera è spesso sottolineata.

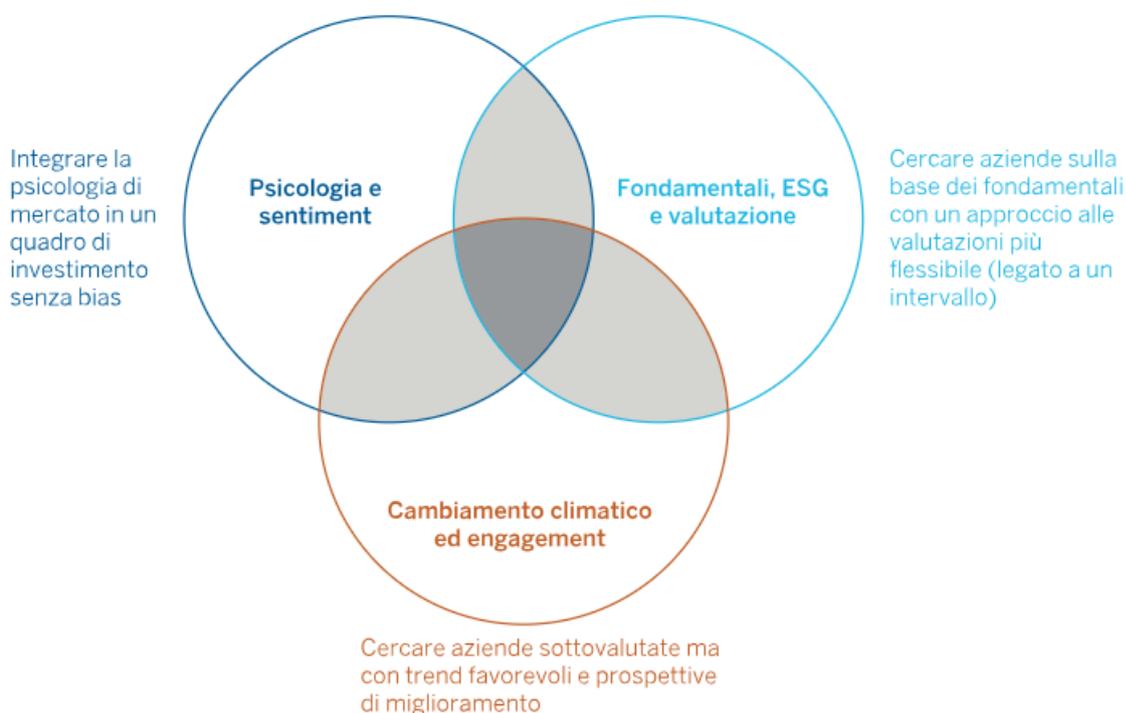
In conclusione, la letteratura empirica sull'investimento ESG offre una prospettiva approfondita sulle caratteristiche, le motivazioni e i comportamenti degli investitori, evidenziando la complessità e la diversità di questo settore in continua evoluzione. Nel seguente articolo che viene riportato si andrà ad analizzare come va a crescere l'interesse verso una finanza sempre più orientata al sostenibile.

5.2. Crescita dell'economia sostenibile

Per intersecare i tratti comportamentali, investimenti sostenibili ed ESG citati fino ad ora si può prendere in considerazione quanto scritto in un Articolo del Maggio 2022 di Wellington Management ha mostrato che il crescente interesse per un'economia più sostenibile e a zero emissioni di CO2 offre opportunità interessanti per gli investitori azionari a lungo termine. Tuttavia, individuare le giuste idee d'investimento può essere una sfida, data la complessità legata a questo cambiamento strutturale e all'impatto del sentiment di mercato nel breve termine. Le aziende che si trovano in prima linea nella transizione verso la sostenibilità possono già godere di un forte sostegno da parte degli investitori, il che potrebbe portare a valutazioni eccessive. Al contrario, le aziende che devono ancora compiere sforzi significativi per contribuire alla transizione potrebbero essere sottovalutate, specialmente se operano in settori attualmente poco favorevoli. Tuttavia, queste stesse aziende potrebbero offrire un ritorno finanziario e di sostenibilità interessante nel lungo periodo, soprattutto quando riescono a orientare i loro prodotti e servizi verso un'economia più sostenibile. Il divario tra la percezione di mercato di un'azienda e i suoi fondamentali è stato ampiamente studiato attraverso la finanza comportamentale. Questa disciplina, che analizza il modo in cui gli investitori prendono decisioni basate sul sentiment di mercato, può essere fondamentale per identificare le migliori opportunità di investimento sostenibile. Il team di Wellington Investment considera la finanza comportamentale come un'analisi del sentiment di mercato, utilizzando questa prospettiva per individuare titoli sottovalutati a lungo termine e gestire il rischio. L'analisi del sentiment può essere utilizzata in tre modi principali. In primo luogo, per individuare titoli con potenziale a lungo termine ma attualmente

sottovalutati dal mercato, che potrebbe non considerare adeguatamente le tendenze favorevoli nel lungo periodo. In secondo luogo, per identificare aziende con prospettive positive a lungo termine che sono penalizzate da preoccupazioni cicliche nel breve termine. Infine, per gestire il rischio, evitando l'approccio della "sicurezza della folla" che potrebbe mascherare le debolezze della tesi di investimento. Questi approcci mirano a trovare un equilibrio tra sostenibilità e rendimento finanziario, consentendo agli investitori di cogliere opportunità spesso trascurate dal mercato nel breve termine, ma con un potenziale significativo nel lungo periodo.

Combinare finanza comportamentale con fondamentali e sostenibilità



Fonte: Wellington Management |Unicamente a scopo illustrativo |Sebbene i fattori ESG siano tenuti in considerazione nel determinare le allocazioni alle singole società, non determineranno necessariamente l'esclusione di un emittente o di un titolo dall'universo d'investimento.

[28]: "Finanza comportamentale e Sostenibilità", Fonte: Wellington Management

La combinazione di analisi comportamentale, analisi fondamentale, ESG e scienze climatiche, come illustrato nella figura sopra, costituisce un approccio completo che può generare idee differenziate sulla vera sostenibilità delle aziende e sulle loro traiettorie di rendimento nel lungo periodo. Questa metodologia si traduce in portafogli che offrono un notevole potenziale di rendimento e sostenibilità, riducendo al contempo i rischi di ribasso. Nel contesto della sostenibilità, si riconosce l'importanza di un engagement continuo. Il dialogo robusto, basato sulla ricerca e sull'interazione con il Consiglio di amministrazione e altri stakeholder significativi, gioca un ruolo cruciale nel definire ulteriormente la tesi di investimento. Questo approccio incentiva la collaborazione con l'azienda per accelerare la sua trasformazione sostenibile e rafforzare le pratiche ESG in generale. Un elemento chiave di questo impegno è l'incoraggiamento all'adozione e all'implementazione di obiettivi di azzeramento delle emissioni di CO2 nette, basati su dati scientifici. Attraverso un dialogo costruttivo, si può favorire la collaborazione positiva con l'azienda, creando nel tempo un valore significativo. Questo tipo di interazione non solo promuove la sostenibilità aziendale, ma contribuisce anche a sviluppare un quadro di investimento più solido e a lungo termine. In definitiva, l'approccio descritto mira a integrare le diverse prospettive e competenze per identificare opportunità di investimento che uniscono rendimento finanziario e sostenibilità, promuovendo allo stesso tempo una maggiore responsabilità aziendale e una trasformazione verso un modello economico più sostenibile. In pratica, l'adozione di questo approccio si traduce in un portafoglio ben definito che si basa sulla combinazione delle prospettive fondamentali, comportamentali e sostenibili precedentemente discusse. Tale portafoglio è probabile che sia diversificato per regione, capitalizzazione di mercato e settore, coprendo una vasta gamma di settori, dal settore dell'agricoltura all'edilizia fino all'assistenza sanitaria. Le aziende incluse in questo portafoglio avranno obiettivi impliciti o espliciti di azzeramento delle emissioni nette, che possono essere rafforzati e monitorati attraverso l'engagement attivo. Molti settori inclusi, nonostante la loro elevata impronta ambientale, possono essere attualmente scontati dai mercati. Tuttavia, offrono anche l'opportunità di sviluppare soluzioni innovative in vari settori, dalla produzione di alimenti più sostenibili a materiali da costruzione meno inquinanti fino a servizi medici a minore intensità di CO2. Nel corso del tempo, la transizione verso un'economia più sostenibile coinvolgerà tutte le aziende, rappresentando una sfida significativa ma anche un'opportunità per le imprese con fondamentali solidi che desiderano adeguare i propri prodotti e servizi per contribuire a un mondo

sostenibile. Tuttavia, i mercati possono essere lenti nel riconoscere questo potenziale, specialmente quando le aziende sono poco apprezzate per ragioni cicliche e affrontano sfide di sostenibilità. La finanza comportamentale, in particolare l'analisi del sentiment, può svolgere un ruolo cruciale nell'individuare queste opportunità nascoste di progresso sostenibile in anticipo rispetto al resto del mercato e nel gestire i rischi sottovalutati tra gli attuali leader della sostenibilità. Questo approccio richiede una diligente analisi e la capacità di condurre interazioni basate sulla ricerca, unitamente a pazienza e perseveranza di fronte alla volatilità del mercato. Tuttavia, i risultati possono essere altamente gratificanti sia dal punto di vista finanziario che da quello della sostenibilità, contribuendo a creare un portafoglio che offre rendimenti solidi nel lungo periodo e supporta la trasformazione verso un'economia più sostenibile. Nel seguente paragrafo si andrà ad analizzare l'interconnessione che esiste tra la finanza sostenibile e investimenti ESG, questo grazie ad un intervento molto specifico nel merito di Euromobiliare Advisory.

5.3. Finanza sostenibile e investimenti ESG

Secondo un intervento pubblicato di EUROMOBILIARE ADVISORY SIM Investire in sostenibilità è una scelta premiante, come evidenziato da diversi studi che mostrano una correlazione positiva tra la performance finanziaria delle società e la robustezza della loro strategia ESG nel medio e lungo termine. Questa relazione positiva è riscontrata attraverso diverse metriche operative, come il prezzo delle azioni, il Return on Equity (ROE) e il Return on Assets (ROA). Una buona gestione aziendale delle strategie e dei rischi ESG si traduce spesso in un miglioramento di queste metriche, indicando una redditività e una remunerazione del capitale più solide. Uno studio pubblicato dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) nel 2022 ha rilevato che i fondi UCITS con una strategia ESG, inclusi quelli azionari, obbligazionari e misti, hanno sovraperformato i loro omologhi non ESG e hanno generato costi inferiori. Nel secondo semestre del 2021, gli asset dei fondi ESG sono aumentati del 9%, mentre i mercati obbligazionari ESG sono cresciuti del 19%. Inoltre, secondo PwC Luxembourg, gli asset ESG del mercato privato europeo dovrebbero quintuplicarsi entro il 2025, raggiungendo 1.200 miliardi di euro, rappresentando il 42,4% dell'intera base di asset del settore dei

mercati privati. La considerazione dei fattori ESG può anche influenzare il costo del capitale per le imprese. Le aziende con rating più elevati per questi fattori tendono ad avere costi inferiori in termini di debito e di equity. Questo suggerisce che le aziende che si adattano rapidamente ai cambiamenti richiesti dalle dinamiche sociali e dalle politiche intergovernative, come la lotta al riscaldamento globale e altre iniziative sostenute dall'ONU, sono anche inclini a investire in modo più efficace nel futuro. In sintesi, la sostenibilità non solo offre un impatto positivo sulla società e sull'ambiente, ma può anche generare vantaggi finanziari per gli investitori, creando un circolo virtuoso in cui il successo aziendale è correlato alla sua capacità di abbracciare e promuovere pratiche sostenibili.

Nelle tre figure sottostanti vengono riassunti tratti regolamentari che vanno a regolamentare, definire e ad identificare le principali informazioni sul quadro normativo, tassonomia europea e regolazione del benchmark di riferimento Europeo.

Quadro normativo di riferimento UE

Evoluzione temporale



Quadro normativo di riferimento UE - Evoluzione temporale

EU Taxonomy

Regolamento 2020/852/UE

COS'È

Regolamento europeo per la **classificazione delle attività economiche ecosostenibili dal punto di vista ambientale**.

Ha l'obiettivo di omogenizzare le logiche sottostanti gli strumenti sostenibili ed **incentivare gli investimenti privati** con impatti positivi sull'ambiente.

A febbraio 2022 è stato pubblicato il report finale per l'estensione della **Tassonomia UE** esistente (ambientale) per includerla una **di tipo sociale**.

OBIETTIVI TASSONOMIA GREEN

- 1 Mitigazione dei cambiamenti climatici
- 2 Adattamento ai cambiamenti climatici
- 3 Uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine
- 4 Transizione verso l'economia circolare
- 5 Prevenzione e controllo dell'inquinamento
- 6 Protezione della biodiversità e della salute degli ecosistemi

Un'attività per essere ecocompatibile deve:

- Contribuire positivamente e in modo sostanziale ad almeno un obiettivo
- Non produrre impatti negativi sugli altri obiettivi
- Rispettare le garanzie sociali minime

BOZZA TASSONOMIA SOCIALE

La bozza sulla Tassonomia sociale elaborata dalla «Platform on Sustainable Finance» prevede una struttura con 3 obiettivi:

- 1 Lavoro dignitoso
- 2 Standard di vita e benessere adeguati
- 3 Comunità e società inclusive e sostenibili

Anche in questo caso le attività socialmente sostenibili devono contribuire al raggiungimento di uno degli obiettivi senza arrecare danni agli altri.

EU taxonomy - Regolamento 2020/852/UE

EU Benchmark Regulation

Regolamento delegato UE 2020/1816 a modifica del Regolamento 2016/2011



COS'È

Regolamento che stabilisce che tutti i **benchmark** di investimento devono **specificare se e come integrano i criteri ESG nelle loro metodologie**, al fine di migliorare la **trasparenza** in materia di rischi e contrastare il fenomeno del **greenwashing**.

- I benchmark che perseguono obiettivi di sostenibilità devono dimostrare come i fattori ESG si rispecchiano in essi;
- Quelli non ESG dovranno esplicitamente dichiarare di non perseguire finalità di sostenibilità.

Il regolamento non si applica ai benchmark su valute e tassi di interesse.



DUE NUOVI BENCHMARK EUROPEI SUL CLIMA

Sono stati anche definiti degli **standard tecnici minimi** che ogni provider di benchmark climatici deve rispettare ai fini della commercializzazione. I benchmark che rispettano questi standard si possono classificare in:

1 EU Climate Transition Benchmark

Gli asset sottostanti sono selezionati, ponderati o esclusi con il fine di proteggere i portafogli di investimento dai rischi connessi ai cambiamenti climatici e alla transizione verso un'economia low carbon.

2 EU Paris-Aligned Benchmark

La selezione degli asset sottostanti è più stringente in quanto devono essere allineati agli obiettivi di lungo termine dell'Accordo di Parigi per sostenere attivamente la transizione sostenibile.

EU Benchmark Regulation - Regolamento delegato UE 2020/1816 a modifica del Regolamento 2016/2011

[29], [30] e [31] “REGOLAMENTI”, Fonte: EuroMobiliare Advisory

Dal punto di vista numerico, un recente report sulle dinamiche degli investimenti sostenibili in Italia, redatto dal Forum per la Finanza Sostenibile, evidenzia che gli asset investiti in prodotti sostenibili hanno registrato una fase di forte crescita nel periodo 2015-2020, con un tasso annuo di crescita dell'80%. Questa tendenza ha subito un'accelerazione particolare nel 2021, con un notevole incremento che ha portato il patrimonio investito in fondi classificati come artt. 8 o 9 della Sfdr a rappresentare quasi il 30% del totale del patrimonio investito in fondi in Italia. Approssimativamente il 40% di questi fondi è gestito da gruppi italiani, in linea con la struttura del mercato complessivo. Va notato che i numeri non possono essere interpretati in modo assolutamente continuativo a causa delle ridefinizioni normative e delle nuove metodologie statistiche di settore introdotte. Tuttavia, è evidente che i prodotti che incorporano fattori ambientali e sociali nel processo di investimento sono diventati un elemento chiave del panorama italiano. Questa crescita è alimentata da vari elementi che contribuiscono alla definizione del nuovo quadro di investimento sostenibile in Italia. L'aumento dell'interesse per le tematiche ambientali e sociali è sottostante alla crescente domanda e offerta di prodotti sostenibili. Inoltre, la necessità, imposta dalla Sfdr, di esplicitare politiche di integrazione delle variabili ESG nella valutazione delle emittenti e nelle strategie di gestione del portafoglio, spesso già in atto prima dell'entrata in vigore della normativa, ha contribuito a questa crescita. Altri fattori

significativi includono la formulazione di nuovi prodotti che offrono una vasta gamma di approcci alla sostenibilità, rispondendo così alla crescente maturità della clientela nel richiedere soluzioni di investimento sostenibili.



[32] "Focus Italia Investitori ESG", Fonte: Euromobiliare Advisory

Come evidenziato nelle statistiche presenti nell'immagine sopra riportata, offerta da EuroMobiliare Advisory, gli investitori che integrano fattori ESG all'interno delle proprie decisioni sono il 75%, con fattori trainanti, nello specifico in Italia, come la crescente attenzione posta verso l'opinione pubblica, la ricerca di una maggiore sofisticazione delle strategie d'investimento, le nuove normative europee molto più stringenti e lo stanziamento di risorse per programmi di investimento pubblico.

Capitolo 6 – CONCLUSIONI

L'elaborato non è solamente finalizzato alla presentazione della finanza sostenibile, con la descrizione degli ESG e la rispettiva regolamentazione, ma anche ad analizzare quelli che possono essere i punti di contatto tra questi ultimi e i diversi comportamenti dell'essere umano nel processo decisionale, tutti argomenti che riguardano la finanza sostenibile.

Si parte infatti da una parte più psicologica, andando a riportare la concezione propria dell'uomo nell'economia Neoclassica, che viene descritta nel miglior modo dal concetto di Homo Oeconomicus, individuo perfettamente razionale nel suo agire. Sempre dall'economia neoclassica viene riportata una teoria che permetteva di interpretare quelli che erano i comportamenti dell'essere umano, la teoria dell'utilità attesa; anche quest'ultima però si basava sulla concezione di completa razionalità dell'essere umano, che, come verrà trattato nei capitoli successivi, verrà a lungo discussa e dibattuta. L'elaborato, infatti, prosegue sempre nella sfera psicologica andando ad analizzare questi aspetti tramite definizioni proprie dell'economia comportamentale e, più nello specifico, della finanza comportamentale, grazie ai quali si riesce a capire quali possono essere i vettori comportamentali degli individui, che, diversamente dalla prima sezione, non sono completamente razionali, e guidano in maniera completamente diversa i processi decisionali negli investimenti. Vengono descritti ed esemplificati alcuni bias cognitivi, come l'overconfidence e l'home bias, che mostrano come nel concreto questi tratti irrazionali influenzano le scelte degli individui, tante volte portandoli anche a decisioni non corrette. Sempre legato alla sfera psicologica è il primo passaggio dalla spiegazione della finanza comportamentale a quello della sostenibilità, dove viene evidenziato, grazie alle ricerche e le statistiche riportate nell'elaborato, quali componenti soggettive spingono o non spingono l'individuo non solo ad investire, ma anche ad investire con prodotti legati ad una sfera più ambientale, sociale e di governance. L'elaborato prosegue facendo un focus sugli ESG, analizzandone le caratteristiche principali e le principali linee normative, come ad esempio direttive e regolamenti istituiti per normare tali tematiche. Trattato nello specifico il tema ESG si passa all'analisi dell'interconnessione tra comportamenti umani nella finanza e finanza sostenibile, tema centrale dell'elaborato. In questi anni il tema della sostenibilità sta assumendo una posizione sempre più rilevante e le scelte degli investitori, come rappresentato dalle indagini descritte nell'elaborato,

ricadono sempre di più sull'utilizzo di prodotti finanziari sostenibili. Rimane il fatto che fenomeni come il greenwashing non fanno che aumentare lo scetticismo di questi ultimi, poiché non sicuri della veridicità dei profili sostenibili messi in mostra dalle aziende, ma, anche grazie alle nuove normative introdotte in materia, alla vasta platea di investitori vengono messe a disposizione informazioni con una trasparenza maggiore e le performance dei fondi ESG messe in rilievo da diverse organizzazioni che si occupano di asset management, danno sempre più dimostrazione che l'applicazione di tali strumenti sostenibili porti, non solo alla diversificazione del proprio portafoglio, ma anche a performance positive.

L'attenzione posta verso tematiche di natura ambientale, sociale e di governance con il passare degli anni è aumentata grazie al continuo espandersi di questa responsabilità sociale che tutti gli individui sentono di avere, per cui la propensione all'utilizzo di tali strumenti finanziari nella gestione dei propri risparmi non potrà che seguire la tendenza sempre più crescente della sostenibilità.

RINGRAZIAMENTI

Ringrazio la Professoressa C. Cruciani per avermi accompagnato nella scrittura della Tesi di laurea sia Triennale che Magistrale, grazie a lei, alla sua trasparenza e alla sua professionalità, la stesura degli elaborati è risultata molto più semplice grazie alle dritte giuste nei momenti giusti.

Ringrazio e dedico questo traguardo alle persone più importanti della mia vita, solo grazie a loro è stato semplice trovare la forza per raggiungere qualsiasi obiettivo: la mia **Famiglia**.

Dedico questo importante traguardo a mio fratello **ENRICO**, la cui sola presenza mi rende una persona migliore, grazie alla sua sincerità e alla sua dolcezza sono riuscito ad affrontare ostacoli che sembravano insormontabili.

Dedico questo importante traguardo a mia mamma **SONIA**, che anche nei momenti più brutti è riuscita a farmi vedere il bello delle cose, a non farmi mai perdere la speranza e a credere di più in me stesso.

Dedico questo importante traguardo a mio papà **EMANUELE**, mia fonte d'ispirazione dai primi anni di vita, grazie a lui non ho mai mollato nonostante le innumerevoli difficoltà trovate nel percorso.

Grazie alla mia famiglia sono la persona che sono, per questo dedico e dedicherò ogni traguardo della mia vita a loro.

Bibliografia e sitografia

- www.schwabassetmanagement.com “Fundamentals of behavioral finance: Home bias”
 - “Finanza comportamentale e gestione del risparmio” di Rigoni Ugo, G. Giappichelli Editore edizione 2 2016
 - “The Theory of Moral Sentiments”, Adam Smith (1759)
 - Quantalys “il ruolo dell’approccio euristico nella finanza comportamentale
 - www.morningstar.it “Cos’è l’avversione alle perdite e come gestirla”
 - Am.jpmorgan.com “Strategie di investimento sostenibili |J.P. Morgan Asset Management
 - www.it.vanguard “Effetti dei fondi ESG sui portafogli di investimento
 - www.esg360.it “ESG: cos’è e guida agli investimenti sostenibili” e “La metà degli investitori Retail prevede di convertire i propri investimenti in fondi ESG”
 - www.focusrisparmio.com “I fondi pensione negoziali preferiscono i gestori ESG” e “Come cambia l’interesse degli investitori verso la finanza sostenibile
 - www.moneycontroller.it “Perché l’engagement è importante?”
 - “Giudizio e decisione. Teorie e applicazioni della psicologia della decisione” di Rino Rumiati
 - <https://www.esg360.it/esg-world/sostenibilita-significato-obiettivi-e-perche-e-importante/>
 - Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB D. Costa, M. Gentile, N. Linciano+
 - “In che modo la finanza comportamentale può contribuire a mettere in luce il potenziale nascosto della sostenibilità” Wellington Management
 - <https://economiepertutti.bancaditalia.it/informazioni-di-base/finanza-sostenibile/faq/index.html>
 - <https://www.statista.com/statistics/1196890/sustainable-debt-securities-institutional-investors-esg/>
 - <https://magazine.easim.it/finanza-sostenibile-e-investimenti-esg>
 - <https://www.alleanza.it/educazione-finanziaria-assicurativa/abc-eduфин/cose-il-regolamento-sfdr/>
 - <https://www.mefop.it/news/appuntamenti/tratti-personalita#:~:text=Recentemente%2C%20la%20finanza%20comportamentale%20ha,%2C%20Guardiani%2C%20Indipendenti%20e%20Seguaci.>
 - <https://www.esg360.it/governance/rating-esg-che-cose-panoramica-sui-criteri-di-valutazione/>
 - https://www.researchgate.net/publication/269703222_Behavior_of_Financial_Markets_Efficiency_During_the_Financial_Market_Crisis_2007-2009
 - <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-investimenti-sostenibili/2022/RISC-2022.pdf>
-

-
- <https://economiepertutti.bancaditalia.it/informazioni-di-base/finanza-sostenibile/faq/index.html>
 - <https://economiepertutti.bancaditalia.it/notizie/che-cos-il-greenwashing-e-come-ci-inganna/?dotcache=refresh>
 - <https://www.alleanza.it/educazione-finanziaria-assicurativa/abc-eduфин/cose-il-regolamento-sfdr/>
 - <https://kenthendricks.com/availability-heuristic/>
 - <https://www.apertacontrada.it/2016/06/27/la-razionalita-limitata-luso-di-euristiche-e-gli-errori-nellapplicazione-di-leggi-statistiche-e-probabilistiche-il-caso-delleuristica-della/>
 - <https://www.quantalys.it/Article/Consultation/591#:~:text=La%20finanza%20comportamenta le%20afferma%20che,e%20l'E2%80%9D%20Ancoraggio%20E2%80%9D.>
-