



Quaderno di Approfondimento 2024

ESG e SRI, le politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani

Sesta indagine sulle strategie
di sostenibilità e integrazione dei criteri ESG
nei portafogli dei principali investitori istituzionali italiani

A cura del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

ESG e SRI, le politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani

Sesta indagine sulle strategie di sostenibilità e integrazione dei criteri ESG nei portafogli dei principali investitori istituzionali italiani

A cura del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

Componenti Comitato Tecnico Scientifico

Presidente Prof. Alberto Brambilla

Prof. Gian Carlo Blangiardo

Prof. Javier Fiz Perez

Prof. Antonio Golini

Prof. Enzo Moavero Milanesi

Dott. Antonio Prauscello

Prof.ssa Agar Brugiavini

Dott. Natale Forlani

Avv. Maurizio Hazan

Dott. ssa Antonietta Mundo

Prof. Federico Spandonaro

Prof. Paolo De Angelis

Prof. Gianni Geroldi

Prof. Marco Leonardi

Prof. Paolo Onofri

Prof. Tiziano Treu

Componenti Centro Studi e Ricerche

Dott. Bruno Bernasconi

Avv. Francesca Colombo

Dott. Pietro De Rossi

Dott. Salvatore Giovannuzzi

Dott.ssa Laura Neroni

Dott. Tiziana Tafaro

Avv. Alessandro Bugli

Dott. Edgardo Da Re

Dott. Gianmaria Fragassi

Dott.ssa Mara Guarino

Dott. Paolo Novati

Dott.ssa Michaela Camilleri

Dott. Antonio De Luca

Dott. Giovanni Gaboardi

Dott. Claudio Negro

Dott. Alessandro Pulcini

L'indagine è stata realizzata da Michaela Camilleri e Gianmaria Fragassi

Con il patrocinio di:

ASviS - Alleanza Italiana per lo Sviluppo Sostenibile,

FeBAF - Federazione Banche Assicurazioni e Finanza

La redazione del presente Quaderno è stata possibile grazie al sostegno di:

BFF Bank S.p.A., Blue Assistance – Reale Mutua, Finint Investments SGR, Franklin Templeton,

Green Arrow Capital, Janus Henderson Investors, KGAL Investment Management,

Legal & General Investment Management, Morgan Stanley

Si ringraziano per il loro contributo al Quaderno:

Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., ENPAP – Ente Nazionale di Previdenza ed Assistenza per gli Psicologi,

FIDA, Fondazione Perugia, Fondo Pensione Pegaso, Fondo Pensione a Contribuzione Definita Intesa Sanpaolo,

HDI Assicurazioni Spa, Prometeia Advisor Sim

Indice

<i>Introduzione di Alberto Brambilla, Presidente Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali</i>	7
I. Le politiche di investimento sostenibile e la normativa UE di <i>Gaia Ghirardi, Responsabile Sostenibilità Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.</i>	8
II. La finanza sostenibile italiana nel contesto internazionale: non lasciare indietro nessuno di <i>Giovanna Marando, Affari Economici e Normativi FeBAF - Federazione Banche Assicurazioni e Finanza</i>	9
III. Il dialogo e l'ascolto sono sempre più importanti in questi tempi difficili di <i>Enrico Giovannini, Direttore scientifico Alleanza Italiana per lo Sviluppo Sostenibile (ASviS)</i>	11
1. I risultati della sesta indagine	13
1.1 Il campione di riferimento	14
1.2 Il quadro generale: <i>asset allocation</i> , tipologia di investimenti, <i>performance</i> e <i>advisor</i>	15
1.3 Diffusione, motivazione e modalità di applicazione delle politiche di investimento SRI...21	
1.4 Le strategie SRI utilizzate.....	28
1.5 Le modalità di attuazione degli investimenti ESG: acquisto diretto o in delega.....	33
1.6 Politiche di investimento SRI: risultati e governance interna.....	36
1.7 Le prospettive future degli investimenti ESG.....	39
2. La disaggregazione dei dati per tipologia di investitore istituzionale	43
2.1 I Fondi Pensione Preesistenti.....	43
2.2 I Fondi Pensione Negoziali.....	50
2.3 Le Casse di Previdenza	56
2.4 Le Fondazioni di origine Bancaria.....	61
2.5 Le Compagnie di Assicurazione	66
3. Le esperienze ESG degli investitori istituzionali	72
3.1 Linee Guida ISR: non solo parole di <i>Claudio Graziano, Presidente Fondo Pensione a Contribuzione Definita Intesa Sanpaolo</i>	72
3.2 Il percorso verso la sostenibilità di Pegaso di <i>Massimo Giusti, Vice Presidente Fondo Pensione Pegaso</i>	75
3.3 La sostenibilità nella gestione del patrimonio per l'ENPAP di <i>Riccardo Rasi, Direttore Finanza ENPAP</i>	76
3.4 Fondazione Perugia, la sostenibilità come linea guida del futuro di <i>Fabrizio Stazi, Direttore Generale Fondazione Perugia</i>	78
3.5 Transizione: andare alla fonte del problema di <i>Emilio Pastore, Head of Finance and Treasury HDI Assicurazioni Spa</i>	79

4. Le esperienze ESG del mercato.....	81
4.1 L’advisory di sostenibilità a supporto della visione strategica <i>di Alessandra Franzosi, Head of ESG Prometeia Advisor Sim</i>	81
4.2 Il modo in cui guardiamo oltre i livelli di emissioni esistenti può essere la chiave per investire in modo sostenibile <i>a cura di Templeton Global Climate Change Team, gruppo Franklin Templeton</i>	83
4.3 Che cos’è il capitale naturale e perché ci deve interessare tutti <i>di Adrienn Sarandi, Global Head of ESG Solutions & Strategic Janus Henderson Investors</i>	85
4.4 Idrogeno verde: creare un mercato investibile per l’elemento più abbondante al mondo è la chiave per raggiungere il <i>Net Zero di Thomas Engelmann, CFA, CAIA, Head of Energy Transition KGAL</i>	87
4.5 L’evoluzione dei rating ESG: cosa è cambiato negli ultimi 14 anni? <i>Di Silvio Corgiat Mecio, Senior Quantitative Strategist Solutions LGIM</i>	89
4.6 La risposta alla previdenza complementare all’evoluzione della normativa sulla sostenibilità: prime evidenze <i>di Marco Ricci, Responsabile BFF Insights, Ufficio Studi BFF Bank</i>	91
4.7 Sostenibilità e Mutualità: principi fondamentali per la costruzione della società del futuro <i>a cura di Reale Mutua in collaborazione con Blue Assistance</i>	93
4.8 Debito privato e opportunità in ambito ESG <i>di Vania Serena, Head of Business Development and ESG Finint Investments SGR</i>	95
4.9 ESG e la creazione di valore: sinergie per investire in un futuro sostenibile e profittevole <i>di Eugenio de Blasio, Fondatore, Presidente e CEO Green Arrow Capital</i>	96
4.10 Obbligazioni verdi e sostenibili: guardando al di là dell’etichetta <i>di Barbara Calvi, EMEA, Head of Calvert Fixed Income ESG Strategy & Research Morgan Stanley</i>	98
4.11 La sostenibilità nel risparmio gestito <i>di Luca Lodi, Head of R&D FIDA, docente all’Università di Torino</i>	101
Appendice.....	104
Nota metodologica	104
Il questionario sulle politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani.....	105

Introduzione

I criteri ESG, nati dai Principi Per l'Investimento Responsabile (PRI) dell'ONU del 2006, descrivono secondo parametri non finanziari, le aziende e in generale le attività, sulla base della operatività in materia sociale e ambientale. Quindi, i criteri ESG (environmental, social and governance) si integrano nelle valutazioni tipicamente economiche e finanziarie ampliandole, ai fini dell'investimento, all'impegno verso la sostenibilità ambientale, sociale e di governance, vale a dire: tutela e rispetto per l'ambiente (evitando in primis di inquinare e utilizzando al meglio le risorse naturali tra cui acqua e suolo); buona qualità nell'ambiente di lavoro, nella formazione e nei rapporti con lavoratori e stakeholder; etica e trasparenza nelle comunicazioni sociali e finanziarie, nelle policy aziendali e nel rispetto dei soci o azionisti.

Per quanto riguarda il mondo della produzione e delle imprese, le ineludibili transizioni ecologiche ed energetiche, rese indispensabili non solo per fattori climatici ma anche dall'invecchiamento della popolazione e per contenere l'enorme debito mondiale, tre volte maggiore dei 105mila miliardi di dollari dell'intero PIL globale, favoriranno certamente un maggiore impiego dei criteri ESG. Se è vero che non sappiamo, in una scala da 1 a 10, quanto dipenda dall'uomo e quanto dalla natura il climate change, è più che evidente dalle immissioni in atmosfera di anidride carbonica e altri gas, dal consumo di suolo e dai mutamenti irreversibili prodotti dall'uomo (antropos) che l'azione dei sapiens, aumentati negli ultimi 78 anni da 2 a oltre 8 miliardi, abbia quanto meno accelerato il processo. Per questo, le transizioni, quand'anche contestate da una parte di popolazione per via dei costi, procederanno a ritmi serrati.

Nel mondo gli investimenti in energie pulite e rinnovabili aumentano ogni anno e probabilmente saranno di oltre 1.400 miliardi nel 2024. Il costo delle pompe di calore e dei pannelli o tegole fotovoltaici si riduce ogni anno all'aumentare della domanda e consentirà ammortamenti in tempi sempre più brevi. Anche nei trasporti aumentano le vendite di auto elettriche che nel 2023 hanno superato nel mondo quota 3 milioni, con prezzi in discesa e tra breve ancora più alla portata di tutti; in totale, tra veicoli esclusivamente elettrici e ibridi, lo scorso anno ne sono stati venduti nel mondo 13,7 milioni e nel 2024 le vendite di EV (Electric Vehicle) proseguono. Il ciclo dei rifiuti, il riuso e il ritorno delle riparazioni al posto della rottamazione, incoraggiato anche dall'attuale normativa europea, favorirà ulteriormente politiche green e prezzi. L'Inflation Reduction Act degli Stati Uniti, il Next Generation EU, il piano della Germania e le azioni in Giappone e Corea del Sud, stanno iniettando miliardi sui mercati, contribuendo in parte anche ai massimi raggiunti da molti indici di Borsa.

Quindi è certo, come dimostra ogni anno la nostra indagine, che sono e saranno sempre di più gli investitori e gli investimenti nella sostenibilità. Qualche anno fa avevamo affermato che gli investimenti ESG, nonostante le inevitabili e umane attività di greenwashing, non sarebbero stati una moda ma un modo e uno "stilnovo" di investire. E così sta fortunatamente avvenendo anche se le performance a breve non sono proprio positive ma promettono di esserlo molto di più nel futuro prossimo, quando le inevitabili normative e la sensibilità sociale premieranno le imprese ESG.

Peccato che i criteri ESG si applichino solo alle industrie investibili e non anche ai Governi. Ne avremmo davvero bisogno. Buona lettura!

Alberto Brambilla, Presidente Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

I. Le politiche di investimento sostenibile e la normativa UE

La duplice sfida di CDP come Istituzione Nazionale di Promozione a sostegno degli investimenti sostenibili e l'evoluzione del contesto comunitario

di Gaia Ghirardi, Responsabile Sostenibilità Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.

Cassa Depositi e Prestiti (“CDP”) è l’Istituto Nazionale di Promozione (“INP”) che sostiene l’economia italiana dal 1850. Con la sua attività è impegnata ad accelerare lo sviluppo industriale e infrastrutturale del Paese, al fine di contribuire alla sua crescita economica e sociale. Il progressivo rafforzamento dell’impegno di sostenibilità, riflesso anche nella modifica del 2021 allo Statuto con l’introduzione del **principio di sviluppo sostenibile** che mira a promuovere la sostenibilità economica, sociale e ambientale nel lungo periodo, ha reso necessaria *l’adozione di indirizzi precisi che prevedano l’integrazione sistematica degli aspetti ESG lungo tutto il processo d’investimento*, dalla fase di valutazione preliminare fino al disinvestimento, in quanto fattori imprescindibili per garantire la generazione di maggiore valore sia per le imprese che per la collettività.

Sta cambiando il paradigma tipico degli investitori finanziari, che guardano al binomio rischio-rendimento, a favore di un sistema basato su **rischio, rendimento e impatto**, in linea con la crescente attenzione che si va consolidando a livello globale da parte di regolatori, *standard setter* e *rater* (“*driving forces* ESG”) verso tematiche di sostenibilità e con l’evoluzione degli INP e dei maggiori istituti di credito a livello europeo.

CDP e, più in generale, gli INP europei si trovano, dunque, di fronte a una duplice sfida: (i) essere **istituzioni sostenibili**, integrando le dimensioni ESG nei processi aziendali, interni e di *business*, lungo l’intera catena del valore; e (ii) promuovere la **compliance normativa**, svolgendo un ruolo di guida affinché l’adozione dei nuovi criteri di rendicontazione permetta un’adeguata **evoluzione del tessuto imprenditoriale**, rendendolo sempre più competitivo a livello globale.

Un’istituzione *policy driven* e la Politica Generale di Investimento Responsabile

In qualità di **istituzione *policy driven***, dotata di politiche generali e settoriali per i finanziamenti e gli investimenti responsabili, CDP ambisce a **diffondere ulteriormente gli aspetti di sostenibilità nelle operazioni**. Da un lato, attraverso la definizione di **criteri di esclusioni sistematiche su specifici temi etici, ambientali e settoriali**; dall’altro, attraverso la definizione di un approccio metodologico per la **valutazione degli impatti** capace di concedere **premialità** per le operazioni in grado di generare esternalità positive.

CDP ha adottato la Politica Generale di Investimento Responsabile¹ che, in coerenza con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, gli impegni internazionali assunti dall’Italia e il proprio piano strategico, definisce i principi e i criteri di trattamento, limitazione ed esclusione che CDP applica nelle **operazioni di investimento destinate a generare impatti positivi e misurabili in ambito ESG**. La metodologia di valutazione applicata alle partecipazioni dirette nel capitale delle imprese e ai fondi investiti, sia in sede di nuovi investimenti che di monitoraggio del portafoglio, prevede **un modello in grado di identificare i principali rischi ESG del settore di operatività e di valutare i relativi impatti economici derivanti da ciascun rischio**.

¹ https://www.cdp.it/resources/cms/documents/Politica_generale_di_investimento_responsabile.pdf

L'evoluzione della normativa comunitaria e la centralità della *disclosure* non finanziaria

In un contesto di rinnovata consapevolezza sulla crucialità delle tematiche ESG, si inserisce, come già sottolineato, **l'evoluzione della normativa comunitaria** che pone nuove sfide per imprese e istituzioni finanziarie che vogliono contribuire alla transizione tramite investimenti sostenibili. Tali soggetti si trovano, infatti, ad affrontare **nuovi, più ampi e complessi obblighi di rendicontazione non finanziaria** derivanti dalla Direttiva UE sul *reporting* di sostenibilità aziendale ("CSRD"²), il relativo nuovo set di indicatori ("ESRS"³) e gli obblighi provenienti dalla Tassonomia UE⁴. Pertanto, **CDP e le omologhe europee giocano un ruolo chiave nell'accelerare la transizione**, sostenendo le aziende nel recepire i nuovi obblighi e nel fornire un'adeguata *disclosure* delle informazioni non finanziarie.

La sfida è epocale, sia perché non priva di costi, soprattutto per le piccole e medie imprese, sia perché il nuovo *set di informazioni diventerà decisivo nella valutazione delle aziende per la concessione di un prestito o la realizzazione di un investimento*.

Ridurre il rischio di *green* e *social washing*, attraverso la definizione di linee guida e politiche capaci di orientare le scelte strategiche, **diventa cruciale** per fornire al mercato e ai cittadini la necessaria trasparenza su ciò che può definirsi un investimento sostenibile e aiutare gli investitori e le aziende a prendere decisioni di investimento informate.

II. La finanza sostenibile italiana nel contesto internazionale: *non lasciare indietro nessuno*

Parafrasando uno dei valori universali dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite (Leave no one behind)⁵, la corsa di questi anni della finanza verso il traguardo della sostenibilità assumerà tanto più valore quanto più riuscirà a essere coordinata e coerente a livello internazionale. In primo luogo, all'interno dell'Unione europea, che aspira a mantenere una championship nella sustainable finance. Ma non solo

*di Giovanna Marando, Affari Economici e Normativi
FeBAF - Federazione Banche Assicurazioni e Finanza*

La finanza è un fenomeno globale e come tale, anche nell'ambito della finanza sostenibile, difficilmente si concilia con frammentazioni e barriere nazionali. Il ritmo galoppante a cui crescono sia il mercato che la regolamentazione⁶ rende ***indispensabile che la finanza sostenibile sia caratterizzata da alcuni elementi ispiratori: corralità, cooperazione e coerenza***.

Per questo motivo, FeBAF persegue la massima collaborazione tra *stakeholder* attraverso diversi tavoli come, a livello nazionale, quelli dell'Alleanza per lo Sviluppo Sostenibile. A livello europeo, la materia ha assunto sempre maggiore centralità nei Dialoghi bilaterali sui servizi finanziari che FeBAF organizza in modo stabile e strutturato con analoghe organizzazioni dei principali Paesi europei: Francia, Germania, Spagna e UK. In ambito internazionale, infine, collaboriamo

² Corporate Sustainable Reporting Directive: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464>

³ European Sustainability Reporting Standards: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202302772

⁴ Regolamento (UE) 2020/852: eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852

⁵ [UNSDG | 2030 Agenda - Universal Values](#)

⁶ Si consideri ad esempio il forte sviluppo di tassonomie *green* e sociali a livello mondiale e di discipline relative al *reporting* di sostenibilità.

principalmente con il braccio delle Nazioni Unite per lo sviluppo (UNDP) aderendo in particolare al *network* globale dei centri finanziari per la sostenibilità (FC4S), attraverso ESGeneration Italy.

ESGeneration Italy, il network italiano per la finanza sostenibile

Nel 2021 FeBAF insieme a Borsa italiana e Forum per la Finanza Sostenibile ha dato vita a ESGeneration Italy⁷ **con l'obiettivo di potenziare il ruolo e la cultura della finanza sostenibile italiana, essere interlocutore nei consessi internazionali che si occupano del tema e favorire lo scambio di analisi e buone pratiche.** ESGeneration Italy aderisce alla rete globale dei centri finanziari per la sostenibilità, *International Network of Financial Centres for Sustainability* (FC4S), di cui fanno parte 40 centri finanziari da tutto il mondo, da Paesi ad alto e a basso reddito. In questi primi anni di vita, ESGeneration Italy si è resa promotrice di occasioni pubbliche di confronto tra i centri finanziari su temi di grande attualità e rilevanza per l'industria come lo sviluppo globale dei sistemi tassonomici di sostenibilità e l'innovazione – anche finanziaria – come *driver* della transizione ambientale.

L'assessment della finanza sostenibile in Italia nel confronto internazionale

Lo scorso anno ESGeneration Italy ha partecipato a un *assessment* condotto da FC4S propedeutico alla pubblicazione di [The FC4S Network 2023 State of Play Report](#)⁸. Il Rapporto, anticipato durante la COP28 a Dubai, rappresenta un *unicum* nel suo genere consentendo di valutare lo *status* della finanza sostenibile presso i centri finanziari aderenti al *network* allo scopo di evidenziare buone pratiche ed opportunità. Gli elementi indagati: le strutture istituzionali, il quadro normativo di riferimento e le infrastrutture di mercato nonché priorità e impegni per promuovere la finanza sostenibile e contribuire al raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile.

Le 5 principali evidenze emerse dal confronto internazionale sono in linea con quelle segnalate da ESGeneration Italy: **1)** la necessità di disporre di dati non finanziari di qualità; **2)** l'importanza di un contesto abilitante fatto di standard, linee guida e infrastrutture; **3)** il bisogno di un'offerta educativa e formativa adeguata; **4)** la prospettiva di crescita per le emissioni GSS+ (*Green, Social, Sustainability e Sustainability-Linked*) dal momento che i centri finanziari valgono oltre la metà di queste emissioni ma esse rappresentano appena il 2, 6% del mercato mondiale del debito; **5)** l'accresciuto impegno dei centri finanziari, anche in termini di *target* misurabili.

Nell'analisi specifica⁹ riferita al *network* italiano che ha corredato questo rapporto, FC4S ha messo in luce un punto di forza del nostro sistema in fatto di *market infrastructure* - la parte dell'indagine relativa ai mercati dei capitali e del debito e gli operatori finanziari e assicurativi - per il quale l'Italia conquista il podio collocandosi al terzo posto tra i centri finanziari coinvolti dalla *survey*. Gli operatori del mercato italiano¹⁰ si sono infatti distinti su almeno 3 delle 4 dimensioni indagate (*best practices*, esclusioni settoriali, allocazione delle risorse finanziarie, *climate alignment*). Particolarmente brillante la *performance* delle Compagnie di Assicurazione (con uno *score* di 4 su 5) rispetto alla media di settore che, sia a livello globale che a livello europeo, non supera il punteggio di 1 su 5.

⁷ ESGeneration Italy – National Network for Global Sustainable Finance - <https://www.esgenerationitaly.it/>

⁸ Rapporto sullo stato dei lavori della rete FC4S per il 2023 - <https://fc4s.org/publication/the-fc4s-network-2023-state-of-play-report/>

⁹ Assessment Programme Personalised Report 2022-2023 - ESGeneration Italy, UNDP FC4S, marzo 2024.

¹⁰ Sono stati oggetto di separata analisi i principali *player* tra le banche (10), le compagnie assicuratrici (5) e gli *asset manager* (5).

III. Il dialogo e l'ascolto sono sempre più importanti in questi tempi difficili

Il futuro ci sta piombando addosso e richiede decisioni lungimiranti, ma la politica è condizionata da un'opinione pubblica spaventata e ansiosa. Tuttavia, gli investitori istituzionali devono fare scelte lungimiranti per i propri clienti oggi e soprattutto per il futuro.

*del Prof. Enrico Giovannini, Direttore scientifico
Alleanza Italiana per lo Sviluppo Sostenibile (ASviS)*

Il **quadro negativo sullo sviluppo sostenibile** nel mondo, rispetto agli obiettivi dell'Agenda 2030 dell'ONU, che abbiamo tracciato lo scorso anno nella introduzione al Quaderno di approfondimento 2023, si è purtroppo aggravato negli ultimi dodici mesi: la grave crisi in Medio Oriente, la guerra in Ucraina, le tensioni geopolitiche internazionali mostrano una preoccupante tendenza alla divaricazione di valori e di posizioni tra gli Stati e all'interno degli Stati stessi. In questo quadro, il **summit mondiale** che il segretario generale dell'ONU Antonio Guterres ha convocato **per il prossimo settembre** al fine di confrontarsi con i massimi leader delle nazioni nella speranza di ricostruire e rafforzare le relazioni multilaterali e la capacità di governo delle istituzioni internazionali, non può essere immaginato come la panacea di tutti i problemi, ma resta un caposaldo delle azioni necessarie per invertire la tendenza alla disgregazione della cooperazione internazionale. In quell'occasione si discuterà anche della **ristrutturazione delle grandi istituzioni finanziarie internazionali**, indispensabile per rimettere in moto un meccanismo adeguato di aiuti allo sviluppo.

In ogni caso, quanto si sta facendo contro la crisi climatica, la perdita di biodiversità, le crescenti disuguaglianze e il mancato rispetto dei diritti umani non è per ora sufficiente per evitare un generale degrado delle condizioni dell'umanità e del pianeta. Il futuro sta accelerando verso situazioni delle quali non abbiamo ancora una adeguata percezione. **L'avvento dell'intelligenza artificiale**, una rivoluzione di cui si sta prendendo maggiore coscienza nell'ultimo anno, potrà liberare l'umanità da molte incombenze, ma pone giganteschi problemi di lavoro, di ripartizione delle risorse e anche di controllo del progresso tecnologico.

I più recenti studi demografici, in base alle tendenze globali sul calo della fecondità, indicano un **picco dell'umanità tra circa quarant'anni al di sotto di 10 miliardi** di persone, anziché gli oltre 11 miliardi preventivamente previsti. Tali studi impingono di definire un modello di sviluppo che garantisca una vita "decente" all'intera umanità senza più distruggere le risorse del pianeta, anche tenendo conto del crescente ruolo che avrà la popolazione anziana. Andiamo verso un **allungamento della vita in buona salute**; anzi, secondo alcuni studiosi di futuro, la combinazione dell'intelligenza artificiale, delle terapie geniche e delle nanotecnologie consentirà cure personalizzate, che potrebbero fermare l'invecchiamento delle cellule e quindi allungare la vita adulta (più che la vecchiaia) forse addirittura per altre decine di anni. E ancora, sempre parlando del futuro che ci sta arrivando addosso a ritmo veloce: **il disgelo accelerato dei ghiacciai fa presagire sconvolgimenti del clima anche in tempi più rapidi** di quelli precedentemente ipotizzati.

Insomma, siamo di fronte a un mondo nuovo, che richiede politiche e decisioni individuali lungimiranti. Siamo in grado di assumerle? Soprattutto nelle democrazie, poco si può fare senza il consenso dell'opinione pubblica. Un vero statista può attuare decisioni coraggiose, ma deve poi convincere gli elettori che queste decisioni sono giuste. Purtroppo, a causa dei fenomeni sopra ricordati, il tempo di giudizio lasciato a chi opera le scelte politiche si è sempre più ristretto, tanto da avere oggi la sensazione che esse siano dettate più dai sondaggi e dai social che da visioni di lungo periodo.

Nell'opinione pubblica, dopo la pandemia che ha avuto un effetto psicologico senza precedenti, è **aumentata la percezione dei rischi** ai quali l'umanità sta andando incontro, ma si è anche consolidata una reazione che può sintetizzarsi nel termine "eco ansia". Se il mondo va verso un progressivo deterioramento, tanto vale cogliere il momento, difendere l'esistente senza sobbarcarsi le tante difficili scelte che sostanziano la transizione ecologica, cioè una giusta evoluzione verso i paradigmi di un mondo sostenibile. A questo punto, anche le politiche europee vengono messe in discussione come se fossero dettate non dal realismo, ma da pregiudiziali ideologiche antiindustriali e punitive rispetto i nostri modelli di consumo.

Tuttavia, non solo nella società civile, ma anche nel mondo delle imprese e della finanza è sempre più diffusa la convinzione che questo atteggiamento impedisce di affrontare le sfide del futuro e porta al disastro, facendo perdere all'Europa la sua leadership nello sviluppo sostenibile e aggravando le condizioni ambientali e sociali del nostro continente. Ma c'è ancora una larga parte dell'opinione pubblica che è spaventata e con la quale è necessario confrontarsi. **Il dialogo, l'informazione, l'ascolto delle ragioni degli altri** diventano l'arma più importante per perseguire l'obiettivo dello sviluppo sostenibile.

Oggi **il confronto si svolge su due piani**: c'è un livello "gridato" del quale addirittura i fenomeni vengono negati quasi come se il cambiamento climatico, per fare un esempio, fosse una fantasia ideologica; c'è poi un livello più costruttivo e nel quale conservatori e progressisti si confrontano, nel comune obiettivo di trovare soluzioni realistiche. **In questo dialogo l'ASviS è fortemente impegnata**, oggi più che mai, con la forza dei suoi oltre 300 soggetti aderenti e con i suoi strumenti: il prossimo Festival dello sviluppo sostenibile, il "Rapporto di primavera" che farà il punto anche sull'attuazione del PNRR, le molte iniziative nelle scuole e sul territorio. Con un messaggio preciso: **non si possono rinviare le scelte a danno delle future generazioni**.

Il nostro contributo al Quaderno dello scorso anno si concludeva con un invito a una maggiore coerenza rispetto a quanto è stato scritto nella Costituzione con la modifica dei principi generali introdotta nel 2022 a tutela dell'ambiente e delle nuove generazioni. In una pubblicazione che parla di percorsi previdenziali e dell'apporto che gli investitori istituzionali posso fornire all'economia, **l'invito di quest'anno è quello di impegnarsi maggiormente nel dialogo con le diverse componenti la società, e specialmente con i giovani**, basandosi sui dati scientifici, valutando con attenzione le opportunità a disposizione e stimolando la ricerca di soluzioni in grado di tutelare gli interessi duraturi di questa generazione e di quelle future. Non è facile dialogare, in questi tempi, ma per noi è un impegno indispensabile per fare scelte lungimiranti.

1. I risultati della sesta indagine

La sesta edizione della *survey* sulle politiche di investimento coincide con un importante momento storico nel processo di maturazione degli investimenti sostenibili. Sei anni di analisi dati derivati da quasi la totalità del mondo istituzionale italiano ci consentono di trarre dei risultati piuttosto significativi della dimensione e dello stato di salute degli investimenti sostenibili.

Per capire in quale momento ci troviamo è necessario fare un salto indietro nel tempo tornando agli albori della prima edizione della *survey*, anno 2018, quando si iniziò a progettare la *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, la SFDR. Entrata poi in vigore il 10 marzo 2021 con il regolamento UE 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, la regolamentazione comunitaria ha provato ad allineare il quadro in materia di informativa. Il primo gennaio 2023 è entrata in vigore la nuova normativa UE 2022/1288 che integra la 2088. Vengono introdotti gli standard tecnici di dettaglio (*Regulatory Technical Standards* o RTS), i quali impongono alle società di gestione nuovi regolamenti sulla documentazione dei prodotti che diventa più dettagliata e standardizzata. Questi standard hanno impatti diretti sui gestori/collocatori ma, certamente, anche gli investitori ne subiscono gli effetti. Proseguendo nel percorso di modifiche e rettifiche va elencato il Regolamento delegato UE 2023/363 che, appunto, modifica e rettifica la 2022/1288. Finora, l'attenzione di normativa e regolamentazione si era sempre focalizzata sulla comunicazione degli effetti e degli impatti positivi degli investimenti sostenibili. A partire invece da giugno 2023 per la prima volta si dovranno comunicare anche gli impatti negativi, grazie all'introduzione dei PAI (*Principal Adverse Impact*). I PAI sono degli indicatori di sostenibilità sfavorevoli, degli Standard tecnici normativi pubblicati dalla Commissione europea come norme tecniche di regolamentazione del Regolamento UE 2019/2088 sulla divulgazione di informazioni sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. Gli indicatori PAI sono collegati a emissioni di gas serra e carbon footprint, biodiversità, consumo acqua, rifiuti, diversità di genere, armi controverse e altro.

Questo per citare solo le più importanti attività in campo sul terreno comunitario, e non è un caso se, infatti, risulta molto attiva la produzione di richieste di chiarimenti al piano d'azione dell'UE da parte di Commissione europea, EBA, EIOPA e ESMA. Il 2024, così come l'ultimo trimestre del 2023, sarà tuttavia caratterizzato da un periodo di assoluto stallo politico, legislativo e ovviamente normativo. Tutte le interrogazioni e le richieste di chiarimento emerse negli ultimi mesi sono rimaste senza risposta a causa delle elezioni europee che avranno luogo dal 6 al 9 giugno.

Ma a che punto è la relazione tra finanza, investimenti e sostenibilità? Al di là di tutta la normativa al palo, stiamo assistendo in quest'ultimo periodo a un *mainstream* che racconta di un disinnamoramento generalizzato per la finanza verde, questo a tutela di rendimenti economici non sempre positivi o di benefici immediati ai quali si fatica a rinunciare o di una complessità burocratica eccessiva. Nei mesi passati abbiamo assistito al caso delle accese proteste degli agricoltori per la Farm to Fork Strategy con la conseguenza che l'iter ha subito un importante ridimensionamento che porterà probabilmente le aziende agricole più piccole ad essere esentate da controlli e sanzioni sul rispetto dei requisiti. Abbiamo osservato la nascita e l'evoluzione della CSRD (La Direttiva sul reporting di sostenibilità delle aziende, anche PMI) che ha subito diversi rimodulazioni a causa di proteste e malcontenti. Pericolosamente e sempre più spesso passa il concetto che si possa sorvolare su qualche aspetto legato ai temi sostenibili se ciò giustifica un risparmio economico o se ciò evita licenziamenti: inquinare poco di più (sarebbe meglio dire non molto di meno) ma non perdo posti di

lavoro! Da qui è nato il tema molto attuale del Green-Hushing o Green-Bleaching: aziende o enti impegnati da anni in politiche ESG – siano esse di riduzione emissioni, di *governance* ben strutturate (gender, età, etc.) o di attività in favore dei lavoratori – che onde evitare di incappare in qualche piccola omissione o errore e quindi sanzioni a causa delle normative sempre più esigente e confuse, preferiscono non dichiarare nulla e omettere completamente il loro impegno green. Infine la questione americana dove si parla addirittura di crisi green, anche in nome del sostegno all’industria statunitense di produttori di armi e combustibili: lo Stato del New Hampshire, seguendo le orme di quanto già fatto dal Texas, ha avanzato una proposta di legge che vieta ai fondi pensione di investire con i criteri della sostenibilità rimarcando come l’obiettivo di rendimento debba essere l’impegno primario assunto nei confronti degli aderenti.

Ciò che emerge da questa sesta edizione e che ci permette appunto un vero bilancio ragionato, è senza dubbio la necessità di progettare e operare scelte di investimento oculate con un orizzonte temporale medio-lungo. La finanza è come un maratoneta che corre la sua gara: durante la corsa è importante guardare in avanti, può sembrare scontato, ma è un errore piuttosto comune guardare in basso mentre si corre. Si vedono spesso runner che fissano il terreno ai loro piedi, specie quando stanno spingendo a fine gara; invece, si dovrebbe sempre guardare dove si sta andando. Non solo è più sicuro, ma aiuta a mantenere il corpo dritto e una postura migliore. Allo stesso modo la finanza non deve correre il rischio di “guardare” in basso ai rendimenti dell’oggi o ai *saving* sui costi, deve avere uno sguardo a medio-lungo termine per prevenire rischi, aumentare rendimenti e impatti e contribuire in maniera decisiva alla svolta verde.

Con queste premesse, si è cercato di misurare *commitment* e competenze, progettualità e criticità degli investimenti sostenibili fotografando lo stato dell’arte attuale e confrontandolo con gli ultimi 6 anni, traendo informazioni utili sia per gli investitori stessi, ma soprattutto per tutti gli interlocutori, a partire dalle istituzioni.

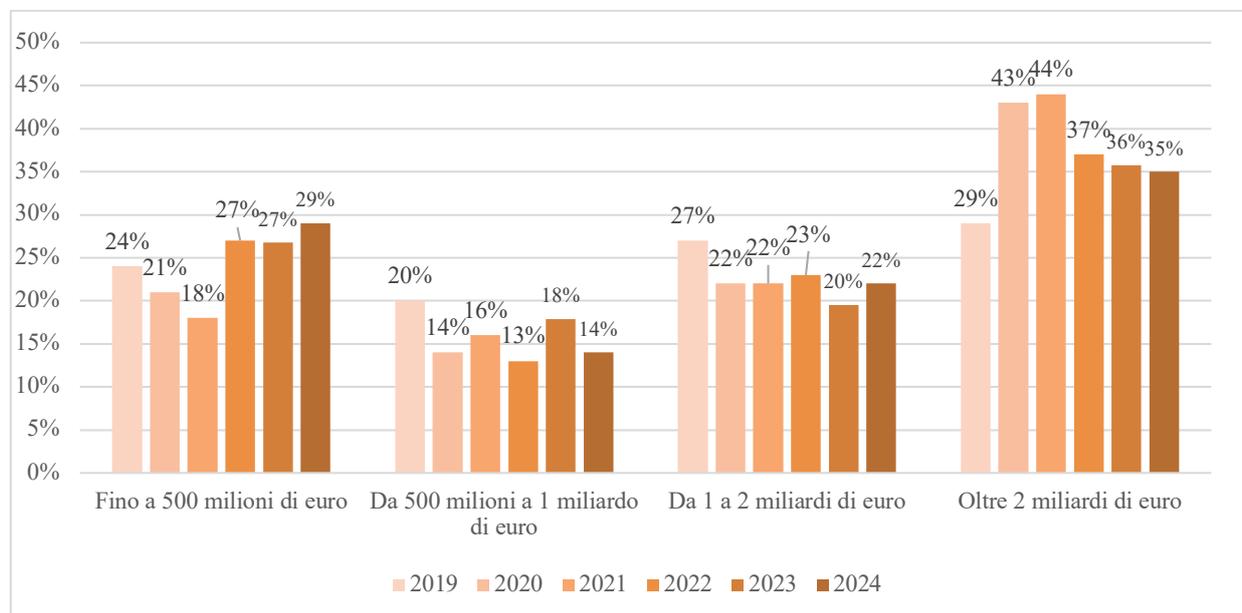
1.1 Il campione di riferimento

Anche nel 2024, come accaduto dalla nascita di questo studio e in maniera costante nei 6 anni di storia, il numero dei soggetti partecipanti all’indagine è aumentato testimoniando la grande importanza per il mondo istituzionale ormai raggiunta dal quaderno annuale di Approfondimento “ESG e SRI, le politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani”, così come la costante e crescente attenzione agli aspetti legati alla sostenibilità. Gli enti che hanno collaborato e risposto al questionario sono **128**, contro i 123 del 2023, i 106 del 2022, i 79 del 2021 e i 63 del 2020; al netto delle 22 Compagnie di Assicurazione, che 106 investitori istituzionali (Casse di Previdenza, fondi pensione e Fondazioni di origine Bancaria) rappresentano un patrimonio di **246 miliardi di euro**, pari a **circa l’89,98% del totale dei patrimoni degli investitori istituzionali previdenziali e fondazionali**, in aumento dal **86,5%** dell’anno precedente. I patrimoni si riferiscono a valori di bilancio al 31.12.2022.

Nel dettaglio, hanno partecipato: tutte le **19 Casse di Previdenza privatizzate** (con esclusione di ONAOSI), per un totale di attivo patrimoniale di oltre **100 miliardi di euro**; **37 Fondazioni di origine Bancaria** (+1 sul 2023), con circa **36,4 miliardi di attivo**, pari al **76,6%** del totale delle 86 Fondazioni; **21 Fondi Pensione Preesistenti (FPP)** (+ 2 sul 2023) per un **ANDP** di **49,5 miliardi** (pari a circa il 77% dell’ANDP complessivo) e **29 Fondi Pensione Negoziali (FPN)** (+ 1 sul 2023), per un ANDP di **59,7 miliardi** (il **97,7%** del totale ANDP); **22 le Compagnie di Assicurazione**, in aumento di 1 unità sull’anno precedente, per un totale investimenti prossimo ai **325 miliardi di euro**, pari al 46% dei circa 700 miliardi di patrimonio della classe C (rami Vita diversi dai prodotti *Linked* e rami Danni). Di questi **128** investitori, **73 hanno un patrimonio superiore al miliardo di euro**, pari al 57%

del campione (*figura 1.1*), di cui il 35% (45 enti su 128) supera i due miliardi di euro. Considerando anche l'incremento nel numero di rispondenti, si è ulteriormente ridotto, rispetto all'anno precedente, il numero di soggetti con patrimonio superiore ai 2 miliardi di euro, evidenziando come il mondo degli investitori istituzionali italiani, pur essendo in forte sviluppo, abbia ancora patrimoni contenuti.

Figura 1.1 - Dimensioni patrimoniali del campione (valori di bilancio al 31/12/2022)



Dal Report *“Investitori Istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l’anno 2022”*¹ emerge infatti che il patrimonio degli investitori istituzionali che operano nel *welfare* contrattuale (fondi pensione negoziali, preesistenti e fondi sanitari integrativi), le Casse pensionistiche privatizzate dei liberi professionisti e le Fondazioni di origine Bancaria, nonostante le crisi economiche e finanziarie di questi ultimi 15 anni, è costantemente aumentato, passando dai 142,85 miliardi di euro del 2007 ai 278,75 del 2022, con un incremento del 95%. Rapportato al PIL, il patrimonio di questi investitori istituzionali è pari al 14,6%; considerando anche il patrimonio del *welfare* privato (Compagnie di Assicurazione del settore Vita, rami I, IV e VI, prevalentemente di natura previdenziale, fondi aperti e PIP), tale rapporto aumenta al 51%.

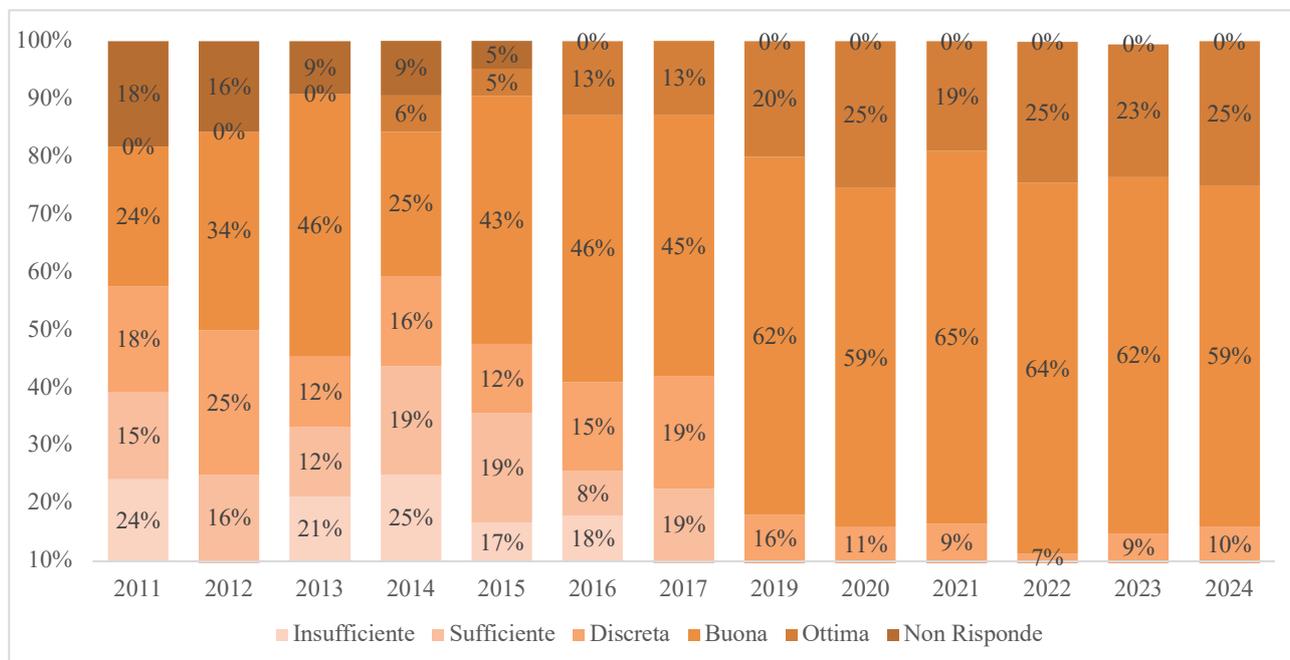
1.2 Il quadro generale: *asset allocation*, tipologia di investimenti, *performance* e *advisor*

La prima parte del questionario è composta da 10 domande ed è dedicata a reperire informazioni sulle caratteristiche generali dei soggetti investitori: la loro dimensione patrimoniale e gli strumenti di investimento utilizzati, nonché il loro livello di soddisfazione per le *performance* finanziarie realizzate e il rapporto con gli *advisor*. Con riferimento alla domanda sul livello di *diversificazione degli investimenti* del patrimonio (*figura 1.2*), il 59% degli intervistati la ritiene *“buona”* e il 25% *“ottima”*, con un lieve decremento rispetto al 2023 quando era *“ottima”* per il 23% dei rispondenti; le valutazioni *“discreta”*, *“sufficiente”* e *“insufficiente”* riguardano rispettivamente il 10%, il 5% e l’1% dei rispondenti. I risultati sono particolarmente interessanti, grazie al lungo *track record* a disposizione: se infatti fino al 2016 c’è stata una quota di rispondenti che giudicava insufficiente la diversificazione dei propri investimenti (in media il 20% circa), a partire dal 2018 a oggi tale

¹ Il Decimo Report è disponibile per la consultazione, in lingua italiana e inglese, sul sito Itinerari Previdenziali: <https://www.itinerariprevidenziali.it/site/home/biblioteca/pubblicazioni/decimo-report-sugli-investitori-istituzionali-italiani.html>

componente si è fatta praticamente residuale (nel 2023 e nel 2024 lo 0% risponde Insufficiente)². In modo altrettanto chiaro e speculare è cresciuta considerevolmente nel tempo la percentuale di investitori che valutano molto positivamente la propria diversificazione: sommando infatti le risposte “ottima” e “buona” si arriva all’84% di giudizi positivi, in lieve calo con il dato registrato lo scorso anno (85%).

Figura 1.2 – Come ritiene la diversificazione degli investimenti del patrimonio?³



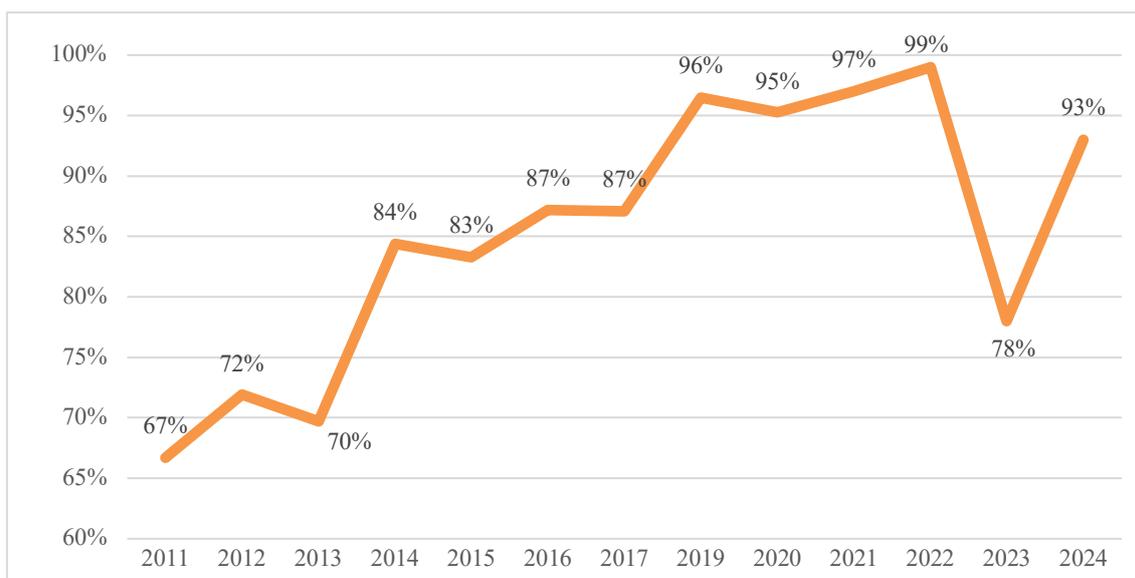
Proprio per questo è interessante analizzare *l’evoluzione del giudizio sulla soddisfazione relativa alla performance finanziaria (figura 1.3)*: dalla prima rilevazione del 2010, le opinioni degli investitori sono cambiate molto durante questi 15 anni, tornando ad **essere positive per il 93% nel 2024**, con riferimento alle performance 2023, dopo il dato in calo al 78% rilevato nel 2023 e relativo alle pessime performance del 2022. Quest’anno, infatti, ben 119 investitori su 128 hanno ritenuto soddisfacenti le performance finanziarie dell’anno scorso, segno che l’anno orribile 2022 per le gestioni finanziarie sembra essere superato definitivamente. Il 93% del 2024 è in linea con il 99% (105 investitori su 106) di soddisfazione per la *performance* finanziaria rilevato nel 2022 e riferito al 2021, che ancora oggi rappresenta il valore più alto mai registrato.

Confrontando i due grafici (*figura 1.2 e figura 1.3*) sembra effettivamente esserci una correlazione diretta tra i livelli di soddisfazione sulla **diversificazione e sulle performance** finanziarie che, nell’anno pandemico 2020, sono state entrambe in flessione. Il dato rilevato nel 2023 è emblematico di un 2022 chiuso in perdita per quasi la totalità delle gestioni, dai fondi pensione alle Fondazioni di origine Bancaria passando per le Compagnie di Assicurazione. Crisi energetica, uscita dalla pandemia, conflitto europeo, tassi alti e inflazione alta e duratura hanno contribuito ad abbattere drasticamente la curva in *figura 1.3*. In termini di performance il 2023 ha rappresentato una buona ripresa in termini di redditività ripianando in larga parte le ingenti perdite del 2022 consegnando dati in crescita.

² Per i dati antecedenti il 2019 si veda la nota metodologica.

³ I dati relativi al 2018 non sono disponibili.

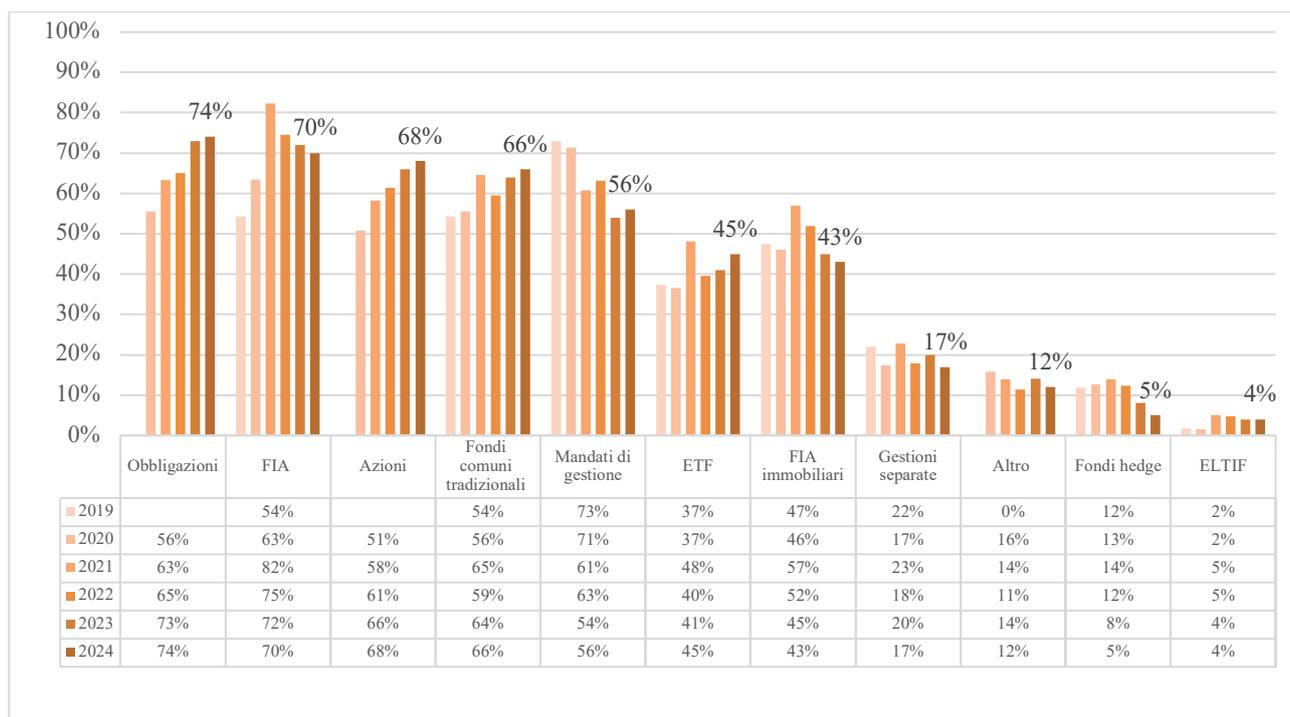
Figura 1.3 – La performance finanziaria ottenuta è soddisfacente? “Sì”⁴



Oltre a raccogliere le valutazioni sulla bontà della *performance* e la soddisfazione relativa agli investimenti, la presente indagine indaga anche le scelte di investimento e in particolare **le tipologie di strumenti finanziari attualmente utilizzati** dai rispondenti per investire nelle differenti *asset class* (**figura 1.4**). Con la premessa che si tratta di risposte multiple, quindi di espressioni di tendenza sulle preferenze negli investimenti, continua per il secondo anno consecutivo la predominanza delle obbligazioni che scalzano anche nel 2024 i FIA dal primo posto come strumento di investimento attualmente più utilizzato, **obbligazioni al 74% in aumento** dal 73% del 2023 e dal 65% del 2022; **FIA (private equity, debt, venture capital...)** in lenta ma costante discesa dopo il picco del 2021 con 82%, segnando nel 2024 il 70% di preferenze in calo dal 75% nel 2022 e 72% nel 2023. Il rialzo dei tassi di interesse apportato da BCE e FED ha certamente contribuito al ritorno delle obbligazioni quali strumento di investimento. Al contrario, lo strumento delle **azioni** si conferma il terzo canale di investimento confermando, **con il 68%**, una tendenza in crescita dal 2020. A seguire i **fondi comuni tradizionali** al 66%, i **mandati di gestione** stabili attorno al **56%**, seguiti dagli **ETF con il 45%** in costante crescita negli ultimi tre anni (40% nel 2022, 41% nel 2023) che scavalcano i **FIA immobiliari** ancora in discesa al 43%. Nelle ultime posizioni **gestione separate, fondi hedge e ELTIF**. Osservando il confronto con le risposte fornite negli anni precedenti, si evidenzia una lieve riduzione dei **FIA e la costante ascesa sia di azioni che di obbligazioni**. Continua **la progressiva riduzione del ricorso ai mandati di gestione rispetto all'acquisto diretto di fondi**, così come continua la risalita degli ETF. Il 12% (15 investitori) indicano nel campo "altri" gli investimenti in CDP e in Banca d'Italia, gestione immobiliare diretta o comparti o veicoli dedicati, trend sempre più in voga soprattutto nel mondo delle Fondazioni di origine Bancaria.

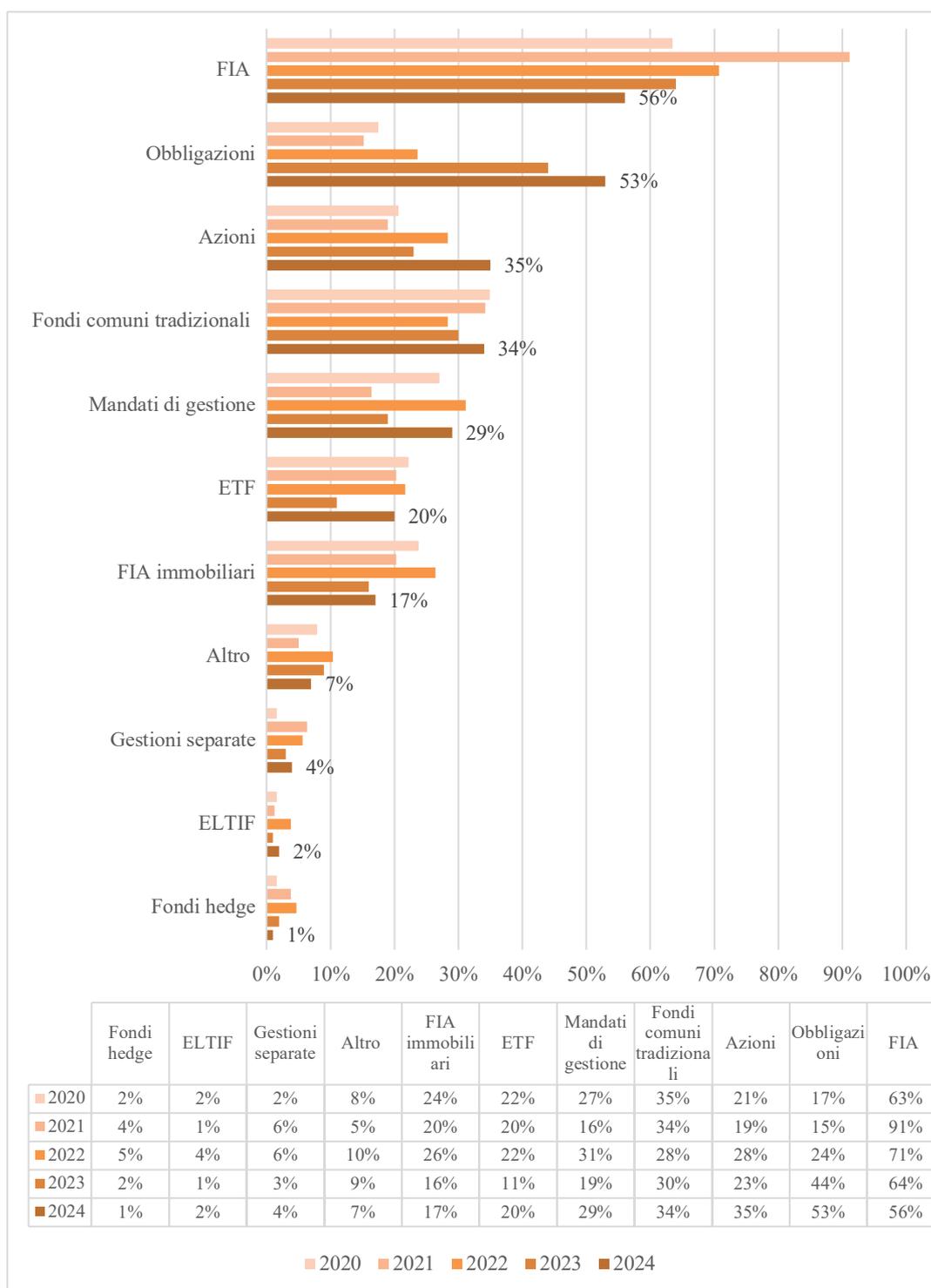
⁴ I dati relativi al 2018 non sono disponibili.

Figura 1.4 – In quali strumenti investe attualmente l’Ente?



In linea con gli anni precedenti, gli investitori istituzionali che ritengono sia necessaria una revisione dell’asset allocation nel breve termine si attesta al 40%, contro il 60% di chi non la ritiene necessaria. Nonostante le turbolenze sui mercati, soprattutto nel 2022, tale indicazione rileva come nel tempo i portafogli degli investitori istituzionali siano sempre più costruiti in modo efficiente ma comunque pronti ad aggiustamenti in presenza di eventi che possono incidere. Rivolgendo lo sguardo al futuro (figura 1.5), come già rilevato nelle precedenti indagini, **l’intenzione di investire e/o di aumentare il peso in portafoglio ricade sui FIA, con il 56% dei rispondenti** che dichiara che ricorrerà in futuro a questi strumenti, anche se con un costante ma leggero calo rispetto agli anni passati (era il 64% nel 2023, il 71% nel 2022 e il 91% nel 2021). Dall’indagine, emerge ancora più chiaramente rispetto all’anno scorso l’esigenza da parte degli investitori istituzionali (53% del campione) di **aumentare il peso delle obbligazioni nei portafogli, tendenza in costante crescita negli ultimi 3 anni**. Seguono fondi comuni tradizionali al 34% e azioni al 35% con un netto balzo in avanti rispetto al 23% del 2023.

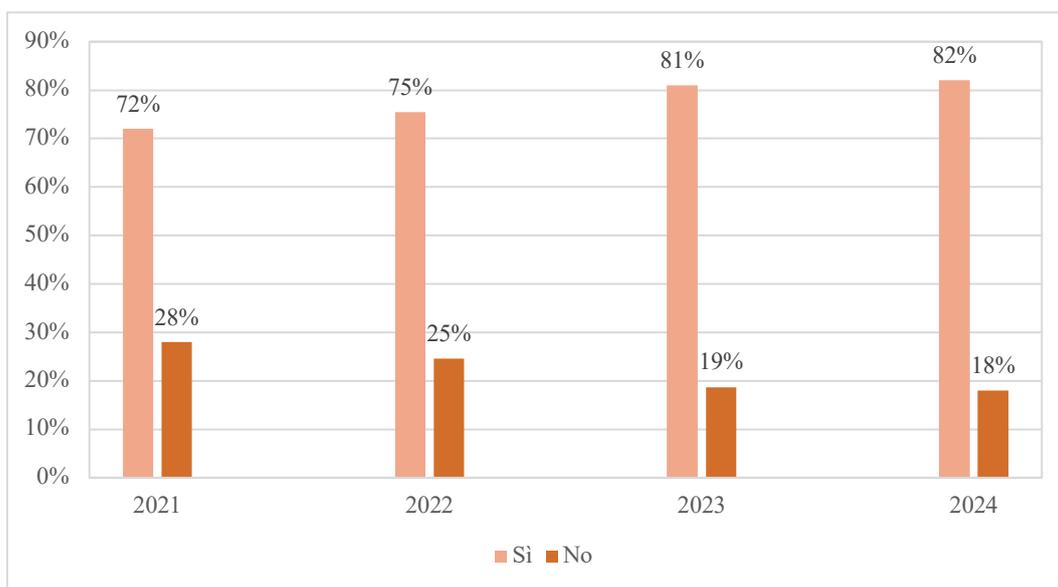
Figura 1.5 – In quali strumenti l’Ente si propone di investire (o di aumentare l’esposizione) nel prossimo futuro?



La domanda che chiude la prima parte del questionario è volta a indagare il ricorso da parte degli investitori alla funzione dell’*advisor* finanziario. Sostanzialmente in crescita anche quest’anno, l’82% dei rispondenti – ovvero 105 investitori su 128 - si avvale di almeno un *advisor* finanziario, ma prosegue la tendenza a rivolgersi a più soggetti differenziando i contratti di consulenza per tipologia di servizio externalizzato (rischio, *asset allocation strategica*, etc.) (**figura 1.6**). Tra gli *advisor* maggiormente citati nelle risposte figurano in ordine: Prometeia Advisor SIM (49%), Mangusta Risk

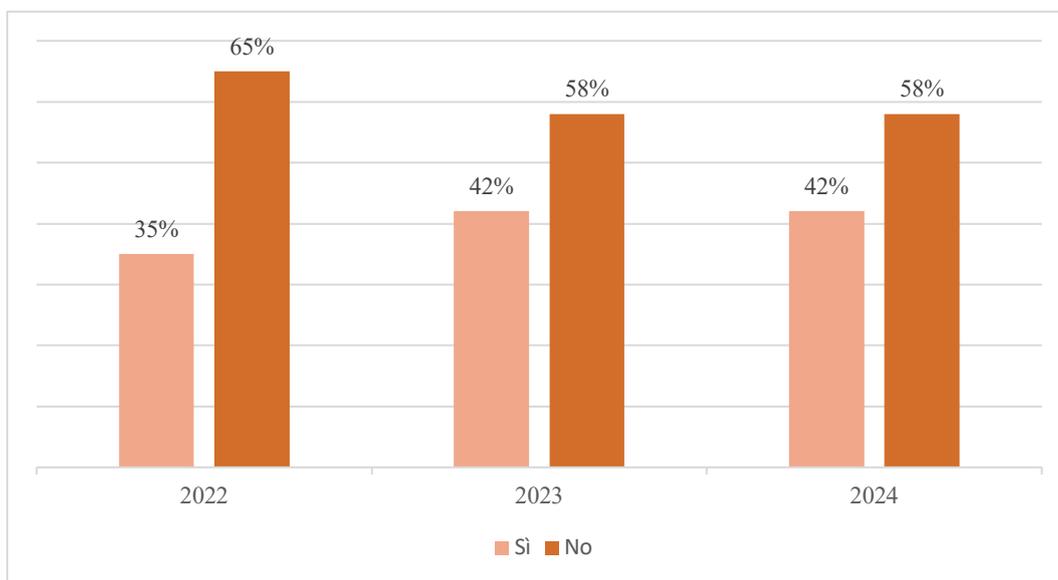
(13%), Link Consulting (6%), European Investment Consulting e Mercer (5%), Cambridge Associates (3%), Bfinance e Stepstone (2%).

Figura 1.6 – Vi avvalete di uno o più *advisor*?



Per quanto riguarda la figura dell'*advisor* ESG (**figura 1.7**) va detto che molti *advisor* finanziari negli anni si sono spostati anche sugli aspetti di sostenibilità. Del 42% di chi ha dichiarato di utilizzare *advisor* ESG, ben il **31%** affida il servizio a Nummus.info, il **25%** a Prometeia e il **9%** a Moody's ESG Solutions. Seguono Main Street Partners e MSCI. Si nota una sorta di concentrazione su meno provider, trend in vigore negli ultimi 3-4 anni.

Figura 1.7 – Vi avvalete di uno o più *advisor* ESG?



A partire dall'edizione 2024 si è voluta inserire una domanda qualitativa all'interno del questionario, domandando quale fosse, a giudizio degli investitori istituzionali e per la loro esperienza, di menzionare un gestore italiano e un gestore internazionale particolarmente virtuoso in termini di investimenti ESG. ***A vostro giudizio - e per la vostra esperienza - quali sono i gestori italiani***

maggiormente attenti alle tematiche ESG e agli investimenti sostenibili? E quali i gestori internazionali?

Hanno risposto alla prima domanda 114 investitori istituzionali su 128, pari all'89% del campione. Di questi 114 investitori, 32 hanno comunicato di non voler indicare nominativi specifici e 82 investitori, pari al **64% del campione**, hanno invece completato la domanda indicando fino a tre nomi di società. In totale sono stati segnalati 30 nominativi di **società italiane virtuose**.

Le prime cinque società di gestione italiane in ordine in classifica sono:

- **Eurizon Capital SGR** con il 50% delle preferenze
- **Etica Sgr** e **Anima** a parimerito al secondo posto con il 21% delle preferenze
- **Generali Asset Management SGR** con 18% delle preferenze
- **Azimut** con il 9% delle preferenze

Passando alla seconda domanda, hanno risposto 113 investitori su 128, pari all'88%. Di questi 113 investitori, 25 hanno comunicato di non voler indicare nominativi specifici e 88 investitori, pari all'**69% del campione**, hanno invece completato la domanda indicando fino a tre nomi di società. In totale sono stati inseriti 43 nominativi di società internazionali virtuose, creando un'altissima diffusione tra le preferenze.

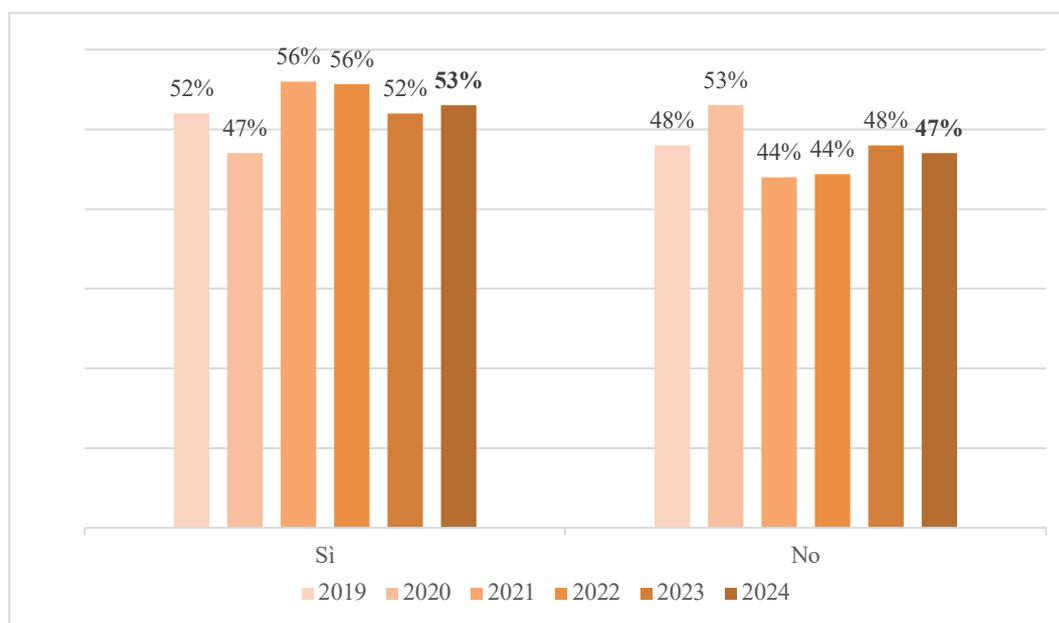
Le prime cinque società di gestione internazionali in ordine in classifica sono:

- **Amundi** con il 23% delle preferenze
- **BlackRock** e **Candriam** a parimerito al secondo posto con il 18% delle preferenze
- **Bnp Paribas AM** con il 14% delle preferenze
- **Axa** con il 13% delle preferenze

1.3 Diffusione, motivazione e modalità di applicazione delle politiche di investimento SRI

La seconda parte del Quaderno si compone di cinque sezioni che, utilizzando come chiave di lettura i criteri ESG al fine di indagare la quantità e la qualità degli investimenti sostenibili realizzati dai soggetti intervistati, ne approfondisce i criteri di investimento, le modalità attuative e le prospettive future. La prima sezione è dedicata ***all'approccio*** dell'investitore verso il "mondo ESG", concentrandosi sulle motivazioni che ne stanno all'origine e si apre con il quesito: ***"L'ente adotta una politica di investimento SRI?"*** (figura 1.8).

Figura 1.8 – L’Ente adotta una politica di investimento sostenibile SRI?



Nonostante l’aumento del campione indagato, la percentuale di chi risponde affermativamente è del **53%, ovvero 66 enti**.

Dall’analisi degli ultimi 6 anni in valori assoluti, emerge infatti che nel 2019, 28 enti sui 54 intervistati avevano una politica di investimento sostenibile, corrispondente al 52% del totale; nel 2020, erano 29 su 62 intervistati, vale a dire il 47%; nel 2021, 43 su 79, corrispondente al 56%; nel 2022 59 rispondenti su 106, corrispondenti ancora al 56%. Nel 2023 64 rispondenti su 123, corrispondenti al 52%. **Nel 2024 – come anticipato – si alza la percentuale aggregata al 53% e di conseguenza si alza il numero di enti con politiche sostenibili, 66 dei 128 partecipanti.**

Per verificare le motivazioni di coloro che hanno dichiarato di non adottare, almeno ufficialmente, una politica di investimento SRI, è **stato poi chiesto di motivare il “No”** scegliendo tra le seguenti opzioni:

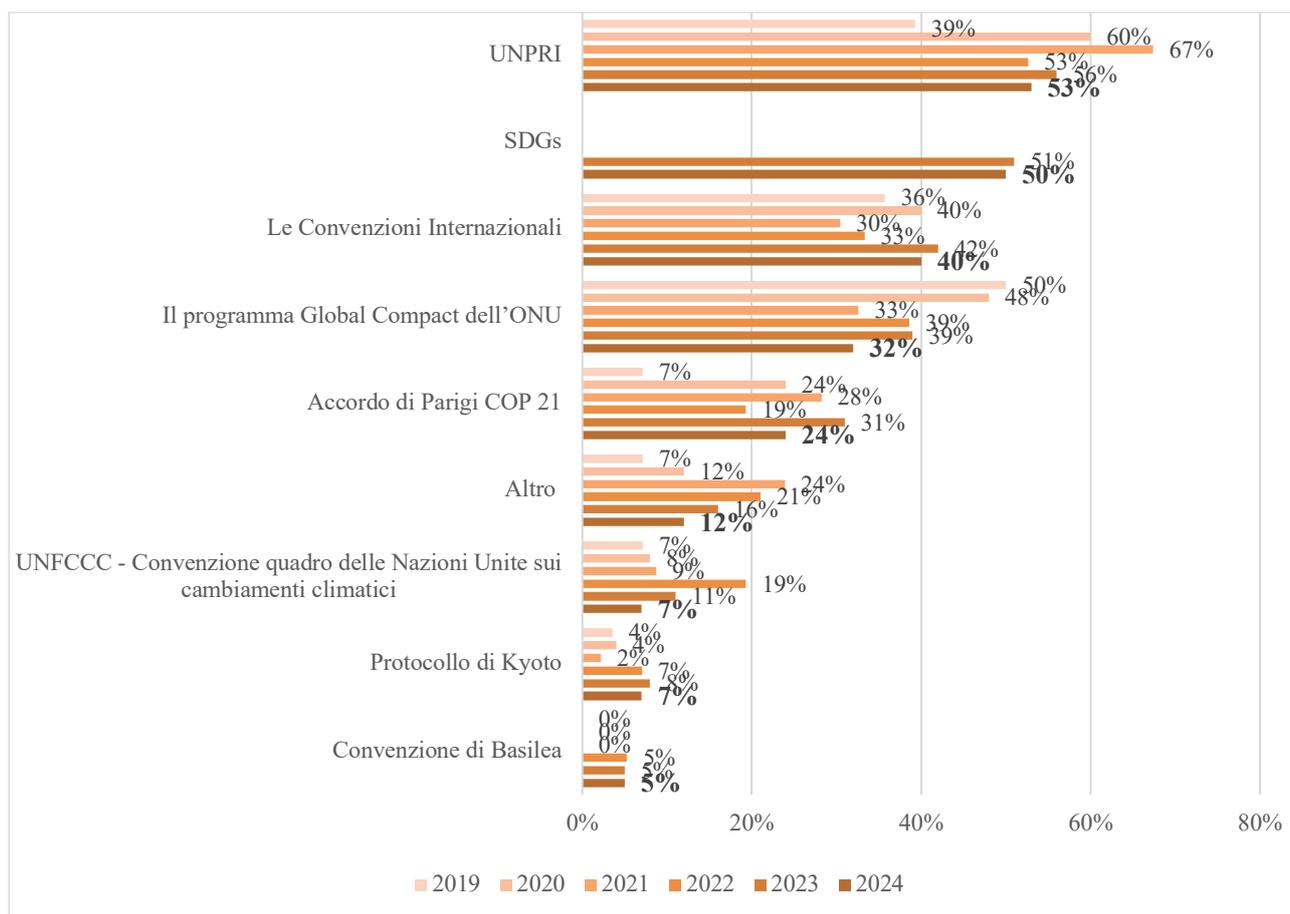
1. *il tema non è mai stato discusso in CdA;*
2. *il tema è stato affrontato ma si è preferito non includere questa politica di investimento;*
3. *il tema è stato affrontato e verrà implementato in futuro;*
4. *non crediamo possano offrire rendimenti finanziari maggiori;*
5. *i costi sono troppo elevati.*

Su 59 enti che hanno dichiarato di **non** adottare una politica di investimento sostenibile, ben il 75% (corrispondente a 44 enti) motivano il loro “No” spiegando che il **tema è stato discusso e verrà implementato in futuro**; sommando questi 44 ai 66 che già utilizzano, è verosimile immaginare che in un futuro piuttosto prossimo oltre il 90% degli investitori istituzionali italiani adotterà una politica di investimento sostenibile. Il restante 25% si divide tra la seconda risposta (19%) e la prima, selezionata solo da sette intervistati, pari al 12%, che dichiarano di non aver mai affrontato il tema. Il tema dei costi viene invece oltrepassato dalla totalità degli intervistati, così come il dubbio che elementi green non offrano rendimenti competitivi. Come si vedrà anche dalle analisi presentate più avanti, molti dei 59 investitori che **non** adottano politiche di investimento sostenibile hanno risposto

alle successive domande specificando che acquistano prodotti ESG pur non avendo ancora adottato ufficialmente una vera e propria politica di investimento SRI.

L'analisi delle motivazioni sottostanti ai "No" restituisce una direzione che porta verso l'implementazione di strategie SRI nel prossimo futuro, l'analisi dei "Sì" ci offre invece una visione del *come implementarle*. La prima informazione raccolta riguarda **i principi generali a cui la politica dell'ente si ispira (figura 1.9)**. Troviamo stabile al primo posto, come per gli ultimi quattro anni di rilevazione, **le linee guida dello UNPRI con il 53%** delle risposte, valore in verità ancora sotto il livello registrato nel 2021 (67%); stabili al secondo posto gli SDGs con il **50%** di preferenze seguiti al terzo posto dalle convenzioni internazionali in materia di diritti umani, risorse umane e tutela ambientale sottoscritte in sede ONU, OCSE con il **40%**. Al quarto posto stabile il programma del *Global Compact dell'ONU (32%)*. A seguire con il 24% gli accordi di Parigi COP21. Da osservare infine, all'interno della categoria "Altro", diverse menzioni per altri principi contenenti indicazione di sostenibilità quali: *United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEPFI), Climate Action 100+, SASB, TCFD, Piano d'Azione della Commissione europea sulla finanza sostenibile, Net Zero Pledge*.

Figura 1.9 – Se sì, a quali principi generali e/o internazionali si ispira?



Dal 2023 il questionario del Quaderno di Approfondimento si è arricchito di due quesiti specifici sugli acronimi **SDGs** e **ESG**. Il primo è ispirato dall'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, firmata nel 2015 da 193 Paesi delle Nazioni Unite, la quale definisce i 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (*Sustainable Development Goals – SDGs*) da raggiungere entro il 2030.

Abbiamo chiesto quindi “*se la politica di investimento si ispira agli SDGs delle Nazioni Unite, quali ritenete siano gli obiettivi più rilevanti per il vostro ente?*” (figura 1.10). Ben il 50% del campione ha risposto al quesito confermando di considerare gli SDGs nella propria politica di investimento. Le risposte sugli specifici obiettivi sono piuttosto interessanti con al primo posto, con il 73% (in aumento rispetto al 65% del 2023) delle preferenze, l’SDG 13 - *lotta contro il cambiamento climatico*. In linea con le rilevazioni del 2023, segue al secondo posto a parimerito l’SDG 8 - *lavoro dignitoso e crescita economica*, con il 63% di preferenze (+10% rispetto al 53% del 2023) e l’SDG 3 - *salute e benessere* – anch’esso con il 63% di preferenze. L’SDG 7 *energia pulita e accessibile*, che l’anno scorso con il 49% delle preferenze si era classificato al terzo posto, scivola quest’anno in quinta posizione. Agli ultimi posti, come già accaduto nel 2023: SDGs 15 – *vita sulla terra* – e SDG 14 - *vita sott’acqua* - con 13% e 15% di preferenze (figura 1.10).

Dopo SDG l’altro acronimo fondamentale per l’indagine è ESG (*Environmental, Social and Governance*): per questa ragione, è stato chiesto agli investitori istituzionali “*quale lettera fosse preponderante nelle scelte di investimento?*” (figura 1.11), attribuendo un peso percentuale a ogni singola lettera. Le indicazioni ottenute sono piuttosto omogenee, anche se si nota una *predominanza nell’indicare il valore più alto alla lettera E con il 37,9% (era il 35% nel 2023)*, seguita dalla lettera S 31,4% e infine dalla lettera G con il 30,7% delle preferenze. Come per i Goals delle Nazioni Unite ancora il fattore che guida scelte e obiettivi rimane *l’ambiente*.

Figura 1.10 - Se la politica di investimento si ispira agli SDGs delle Nazioni Unite, quali ritenete siano i più rilevanti?

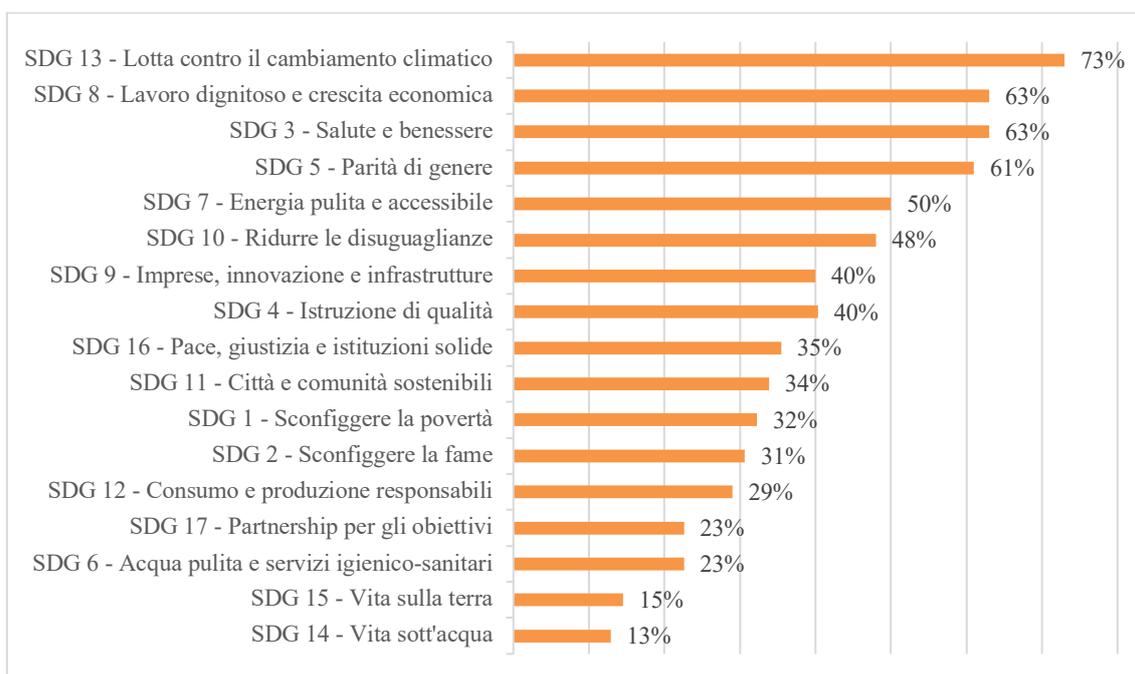
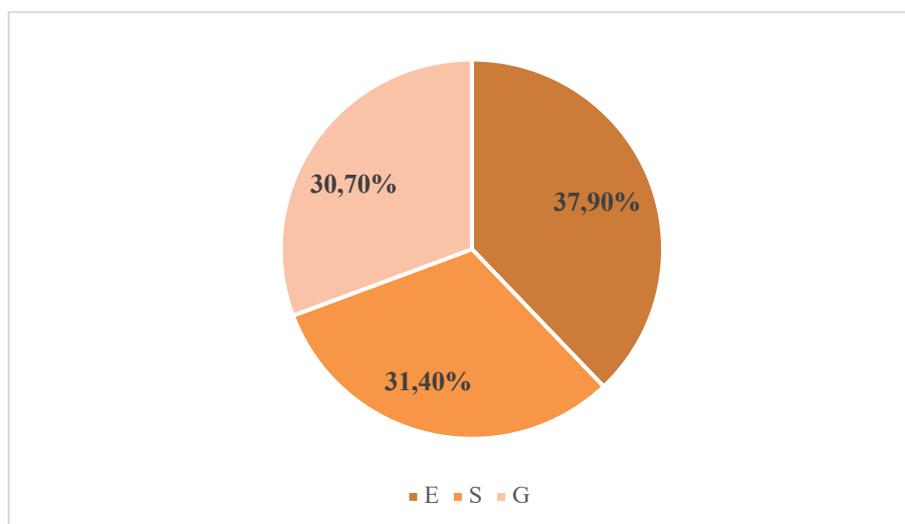
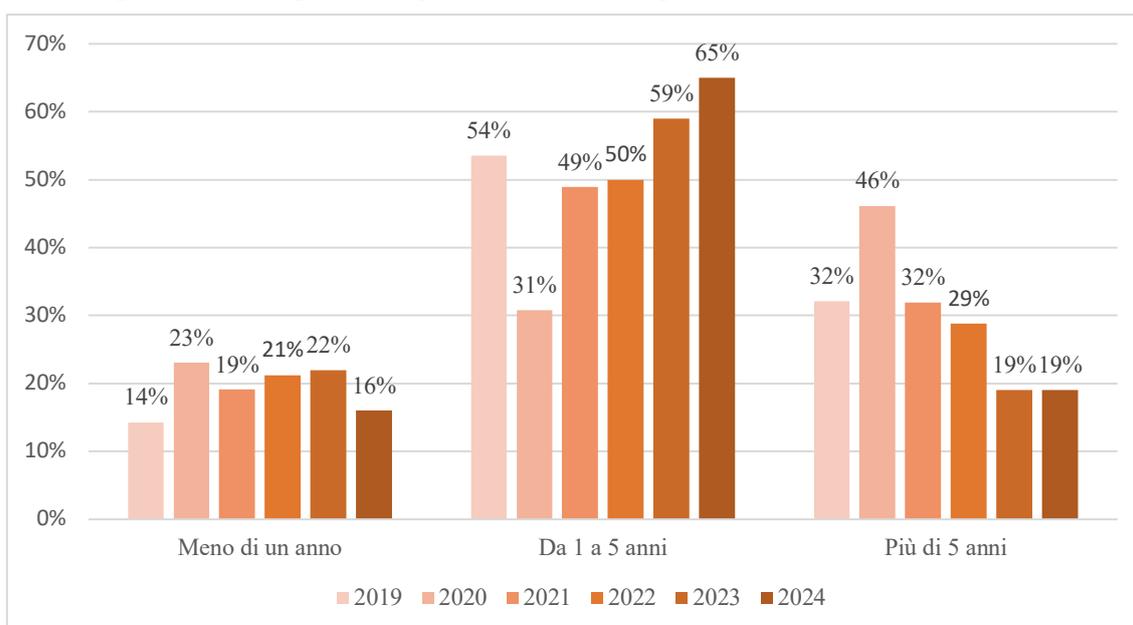


Figura 1.11 - Criteri E (Environmental) S (Social) G (Governance): quale lettera è preponderante nelle vostre scelte?



Oltre ai principi generali che guidano i diversi enti nelle loro scelte di sostenibilità - che, come abbiamo visto, privilegiano, **anche se in calo negli ultimi anni, le linee guida dello UNPRI per il 53%** degli intervistati - è utile aggiungere un'informazione temporale: **“da quanto tempo gli enti adottano politiche d’investimento sostenibile?”** (figura 1.12). Ben il 65% dei rispondenti si colloca nella fascia 1-5 anni, in aumento costante negli ultimi 4 anni, mentre gli investitori sostenibili “di lungo corso” che la adottano da più di 5 anni sono il 19% nonostante la crescita del campione. Questo dato potrebbe riflettere sia l’ingresso di nuovi rispondenti rispetto all’anno precedente sia un passaggio di classe per coloro che hanno superato i 5 anni di politica sostenibile adottata. A tendere ci aspettiamo nei prossimi anni uno sbilanciamento su “Più di 5 anni”. La concentrazione nella fascia Da 1 a 5 anni indica piani di investimento sostenibile ancora “giovani”.

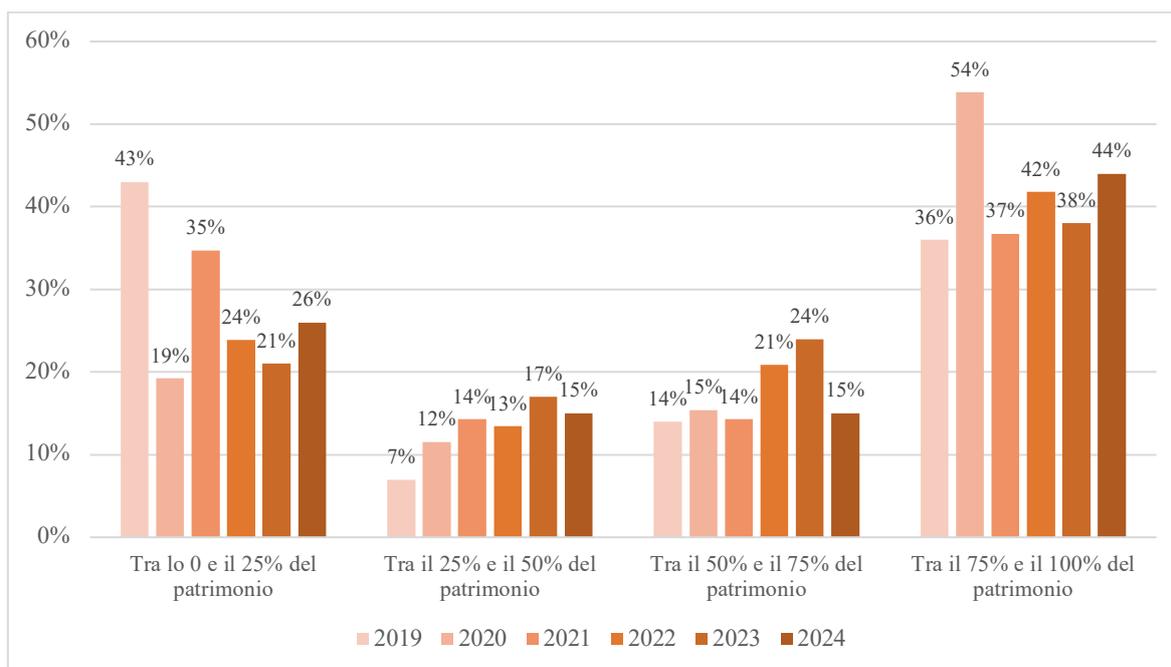
Figura 1.12 – Da quanto tempo l’Ente adotta una politica di investimento sostenibile?



La domanda successiva del questionario si riferisce alla **“quota di patrimonio a cui viene applicata la politica SRI”**, che aiuta a rappresentare sia quanta rilevanza ricopre per l’ente la sostenibilità sia il relativo impatto che questi investimenti possono avere sul patrimonio dell’Ente stesso, avendo ben in

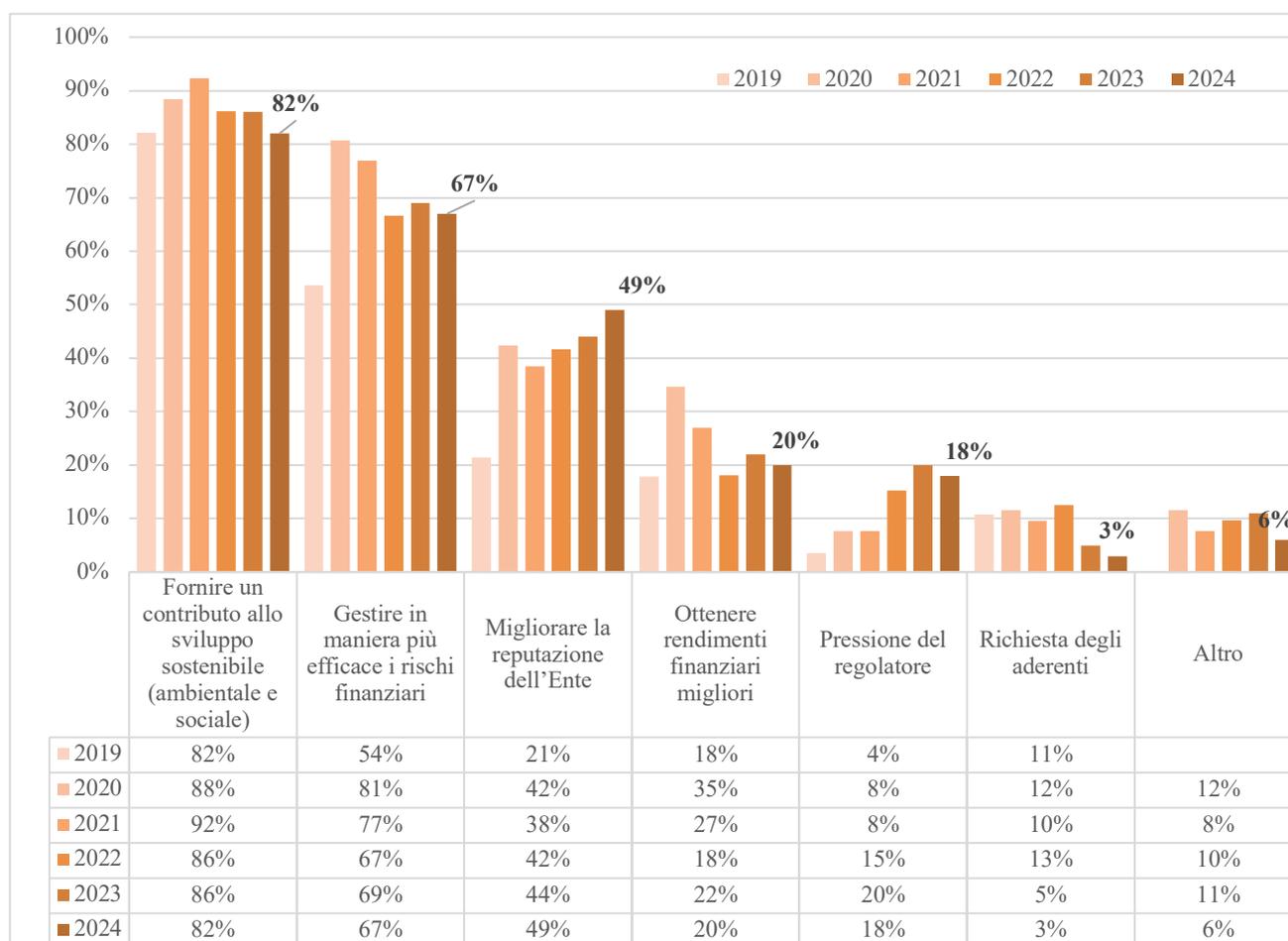
mente l'obiettivo implicito di raggiungere un giorno il 100% del patrimonio. Come si vede dalla **figura 1.13**, la prima classe “tra lo 0 e il 25%” aumenta fino al 26%, le due classi centrali “tra il 25% e il 50%” e “tra il 50% e il 75%” insieme accorpano il 30% delle risposte, mentre aumenta il numero di investitori che applicano le politiche di sostenibilità a quasi tutto il patrimonio che passano dal 38% dell'anno scorso al 44% di quest'ultima rilevazione. A ogni modo, al di là dei lievi scostamenti nelle valutazioni che determinano oscillazioni delle percentuali, la classe con più preferenze rimane quella **“tra il 75% e il 100% del patrimonio”** per il sesto anno consecutivo.

Figura 1.13 – Qual è la quota di patrimonio a cui viene applicata la politica SRI?



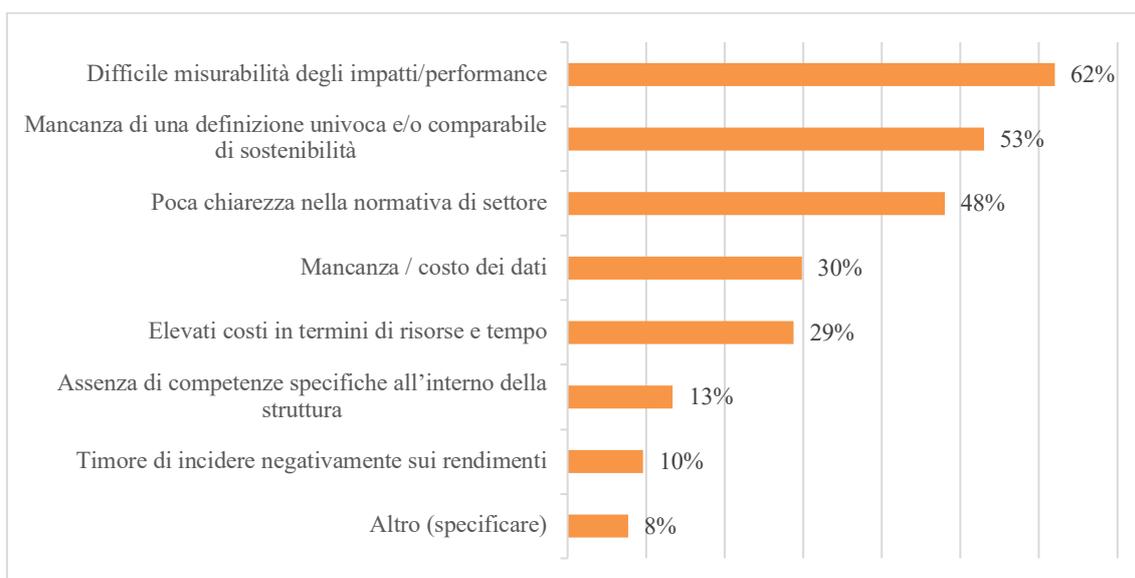
Quali sono stati invece **“gli obiettivi e/o motivazioni che hanno spinto l’Ente a introdurre politiche di investimento sostenibili?”** (figura 1.14). Per il sesto anno consecutivo, in linea con le precedenti edizioni, la principale risposta continua a essere **la volontà di contribuire allo sviluppo sostenibile (82%)**, spesso abbinata alla più efficace gestione dei rischi finanziari (67%) stabile al secondo posto nelle scelte degli investitori. Seguono il miglioramento reputazionale dell’ente (49%) e il miglioramento dei rendimenti finanziari (20%), con lievi variazioni percentuali rispetto all’anno precedente. Costante, anche se in lieve calo al 18%, la **“pressione del regolatore”**, che causa elezioni europee sta vivendo negli ultimi mesi un periodo di stallo.

Figura 1.14 – Quali obiettivi e/o motivazioni hanno spinto l’Ente a introdurre politiche di investimento sostenibili?



Sono state infine indagate le motivazioni e le cause che frenano o limitano lo sviluppo degli investimenti sostenibili “Quali sono le principali barriere all’implementazione di politiche di investimento sostenibile?” (figura 1.15). Il 62% degli investitori lamenta una difficile misurabilità degli impatti così come delle performance; al secondo posto la mancanza di una definizione univoca e/o comparabile di sostenibilità con il 53%, subito seguita però dalla poca chiarezza normativa con il 48,1% di preferenze. Il 13,4% ammette lacune relative alle competenze all’intero dell’ente mentre solo per il 10% il ricorso a investimento sostenibili potrebbe pregiudicare i rendimenti.

Figura 1.15 – Quali sono le principali barriere all'implementazione di politiche di investimento sostenibile?



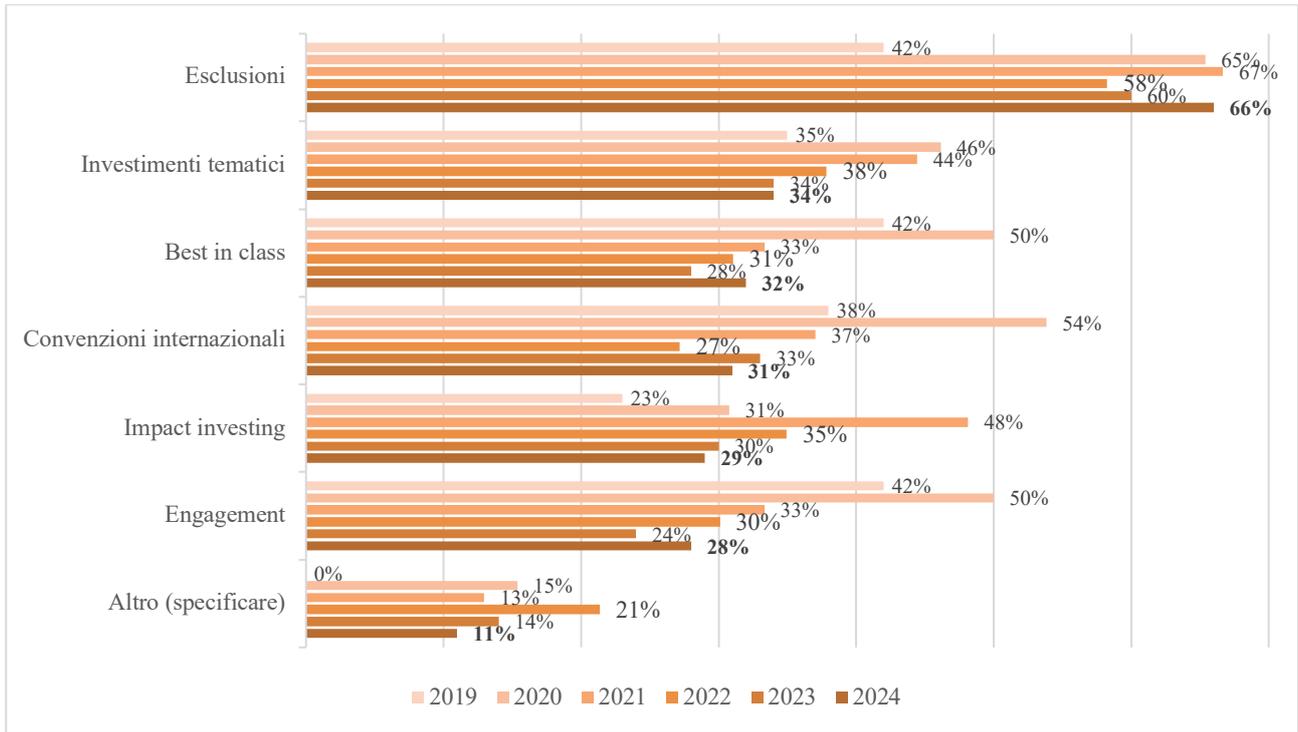
1.4 Le strategie SRI utilizzate

La seconda sezione si propone di indagare quale, tra le strategie SRI maggiormente diffuse, sia quella preferita dall'investitore e quali siano le conseguenti scelte nell'implementazione della stessa. Nella **figura 1.16** sono riportate le risposte relative **alle strategie SRI adottate dai rispondenti**. Nel dettaglio, sono state prese in considerazione le seguenti strategie:

- **Esclusioni:** approccio che prevede l'esclusione di singoli emittenti, settori o Paesi dall'universo investibile, sulla base di determinati principi e valori;
- **Best in class:** privilegiare l'inserimento in portafoglio di emittenti secondo criteri ambientali, sociali e di *governance* all'interno di un universo investibile;
- **Convenzioni internazionali:** prevede la selezione degli investimenti sul rispetto di norme e standard internazionali;
- **Tematici:** basati sulla valutazione secondo criteri ambientali, sociali e di *governance* ma con una maggiore specificità e focus;
- **Impact investing:** generare impatto socio ambientale positivo e misurabile insieme a un ritorno finanziario;
- **Engagement:** attività che si sostanzia nel dialogo con l'impresa su questioni di sostenibilità ed esercizio dell'attività di voto in assemblea derivante dalla partecipazione al capitale azionario.

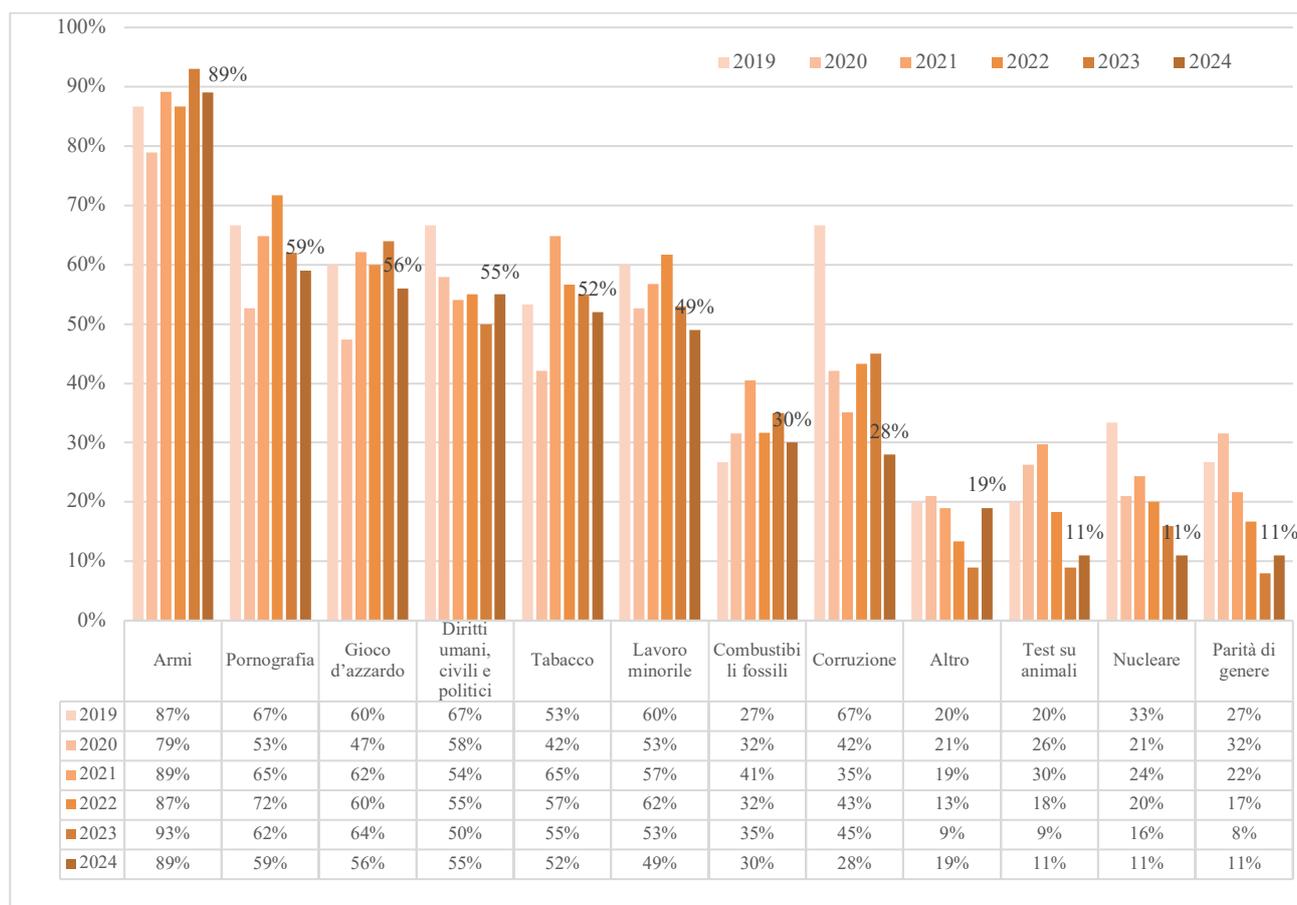
Al primo posto si posizionano ancora, e per il sesto anno consecutivo, **le esclusioni (66%)** in aumento rispetto al 60% fatto registrare nel 2023; stabili in seconda posizione **gli investimenti tematici (34%)** seguiti da **best in class (32%)** che scatta dal terzo posto **le convenzioni internazionali (31%)**. L'*engagement* rappresenta ancora l'ultima strategia SRI adottata dai rispondenti degli ultimi sei anni, anche se quest'anno in lieve ripresa dal 24% al **28%**.

Figura 1.16 – Quali sono le strategie SRI adottate?



Applicando la lente di ingrandimento e approfondendone modalità e ambiti, si può vedere come venga declinata ciascuna di queste strategie. Partendo dalla più adottata, quella delle **esclusioni** (*figura 1.17*), si scopre che ben l'89% degli investitori esclude prodotti collegati al mercato delle armi (in linea con le rilevazioni degli anni precedenti), certamente incentivati dal protrarsi dei conflitti bellici in tutto il mondo. Stabile rispetto al 2023, la percentuale di rispondenti che escludono attività legate alla pornografia (59% rispetto al 62% del 2023) dal loro universo investibile, diminuiscono le attività collegate al gioco d'azzardo (dal 64% al 56%).

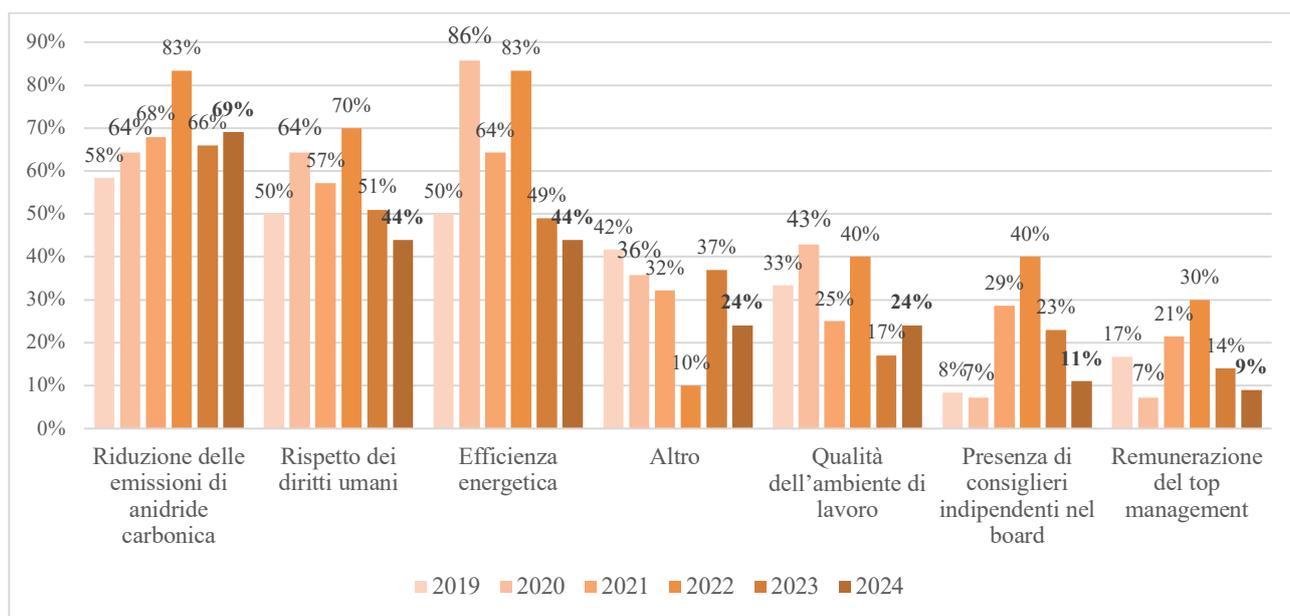
Figura 1.17 – Se applicate la strategia delle esclusioni, verso quali settori?



Per quanto riguarda il dettaglio relativo a **standard e convenzioni internazionali**, **si conferma al primo posto il riferimento a UNPRI** con il **64%** delle risposte (in linea con la rilevazione del 2023 66%), seguito molto da vicino dal **Global Compact dell'ONU** con il **56%**.

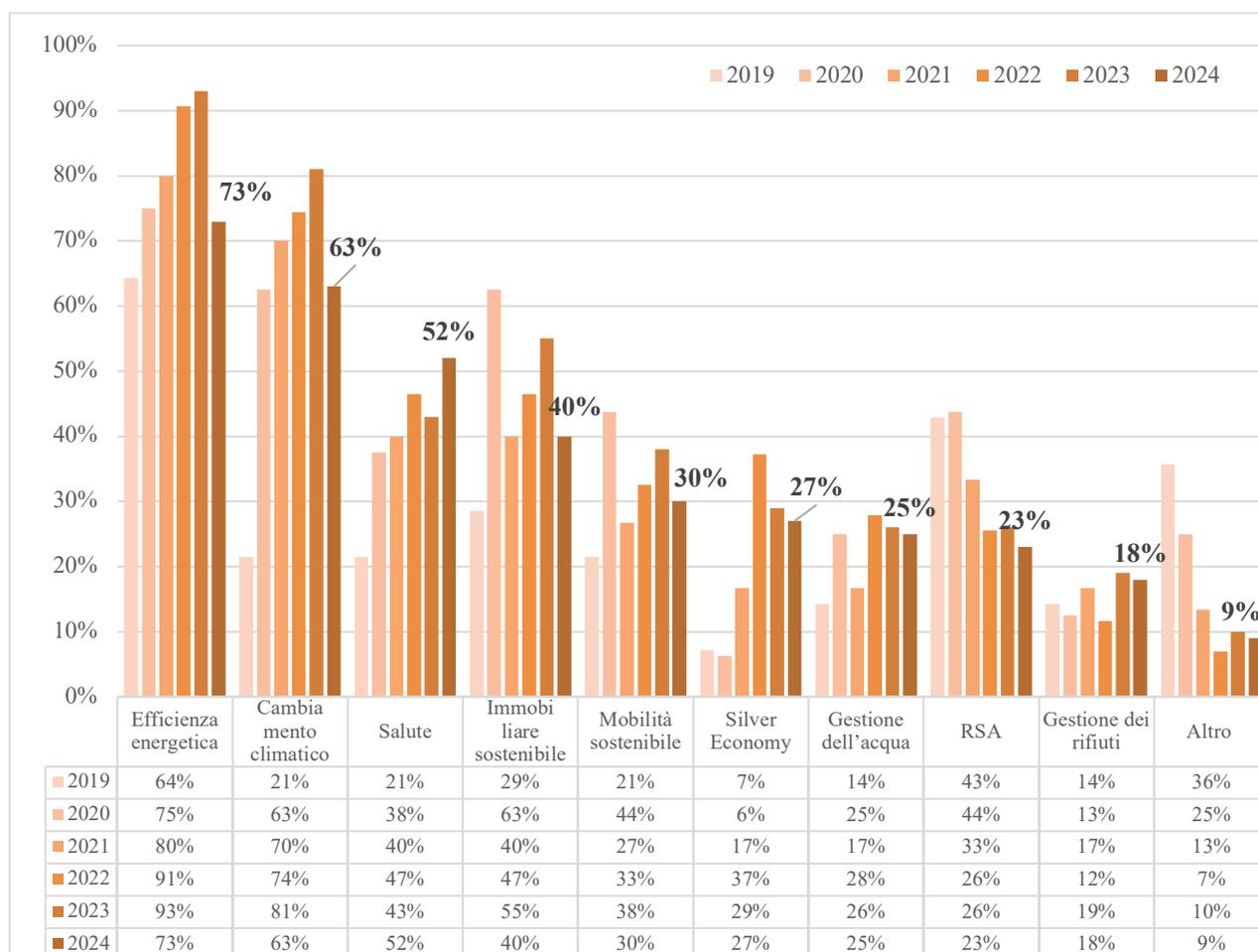
Passando invece alla strategia **best in class** (figura 1.18), l'attenzione verso la tutela dell'ambiente raccoglie la prima posizione con **riduzione delle emissioni di anidride carbonica**, in leggero aumento rispetto all'anno scorso, mantenendo comunque saldamente la prima posizione con il 69%. Al secondo posto, a parimerito, **efficientamento energetico e rispetto dei diritti umani entrambi con il 44% di preferenze**. Colpisce in particolare che al quarto posto nelle preferenze sia indicato il valore **"altro"** (24%) dove vengono indicati perlopiù **emittenti con rating ESG** più elevati.

Figura 1.18 – Se applicate la strategia *best in class*, secondo quali criteri positivi o di inclusione?



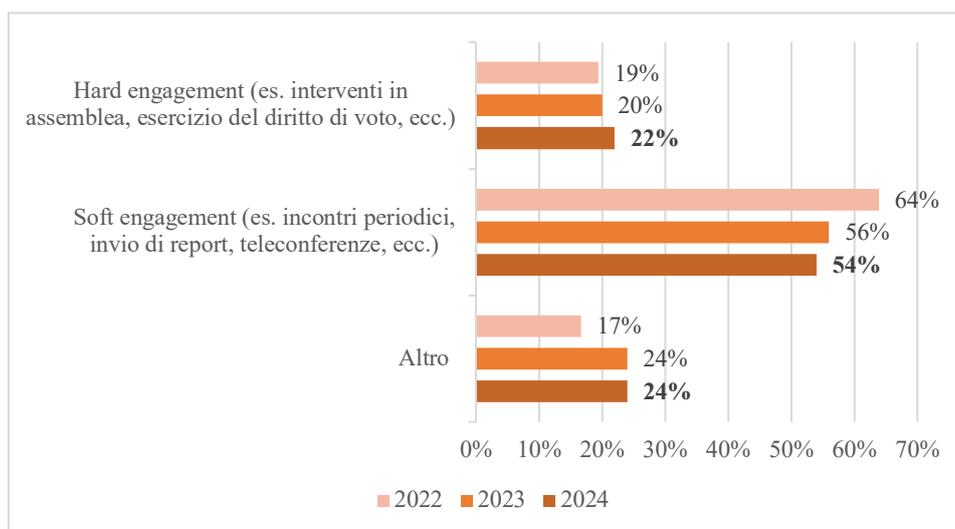
La **figura 1.19** riepiloga gli ambiti scelti dai rispondenti nel caso di utilizzo di strategie che prevedono investimenti tematici e conferma la forte predilezione per gli aspetti ambientali. **L'efficiamento energetico e il cambiamento climatico vengono infatti scelti dagli investitori nel 73% dei casi per il primo e nel 63% per il secondo**, in significativo calo quest'anno dopo anni di crescita. Sale sul gradino più basso del podio per la prima volta dall'inizio delle nostre rilevazioni l'investimento tematico in salute (52%). "Salute" è uno dei pochi settori che ha visto un aumento nelle risposte da parte degli investitori nel 2024. In discesa dopo tre anni di crescita, gli investimenti in "immobiliare sostenibile" (40%) e in "mobilità sostenibile" (30%) mentre si registra un lieve calo per gli investimenti in **Silver Economy, dal 29% del 2023 al 27%, e in RSA, dal 26% del 2023 al 23%**.

Figura 1.19 – Se effettuate investimenti tematici, verso quali ambiti?



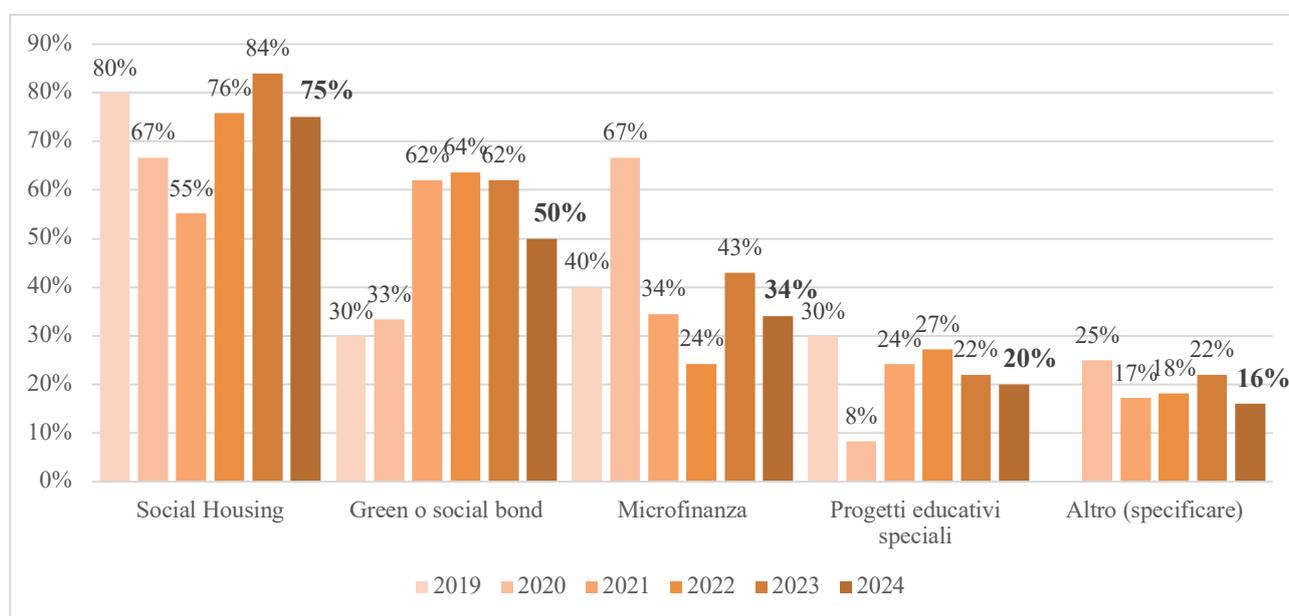
Riguardo l'attività di *engagement* (**figura 1.20**) che, come si diceva a inizio capitolo, è sempre rimasta all'ultimo posto tra le strategie utilizzate, diminuisce leggermente la percentuale di rispondenti che operano attraverso la modalità "soft" (scelta dal 54%), ossia più concentrata su incontri periodici, invio di report o teleconferenze, in favore di un 22% che adotta uno stile *hard*, che prevede interventi in assemblea o l'esercizio del diritto di voto. Da segnalare inoltre per la percentuale relativa alla risposta "altro" (24%), all'interno della quale trovano spazio in gran parte risposte che specificano come l'attività di *engagement* sia svolta per il tramite dei rispettivi gestori, *hard* solo per diritto di voto, oppure diversi casi nei quali entrambe le modalità coesistono all'interno della strategia.

Figura 1.20 – Se applicate la strategia dell’engagement, con quali modalità?



Chiude la seconda sezione del questionario l’analisi di **quali sono gli ambiti preferiti dagli investitori che applicano la strategia dell’impact investing (figura 1.21)**. Rimane stabile al primo posto, dopo aver perso posizioni fino al 2021, il *social housing*, che vale il 75% delle risposte rispetto all’84% dello scorso anno. Al secondo posto si confermano, anche se in calo, come ambito di investimento per coloro i quali adottano la strategia dell’*impact investing* i *green bond* con il 50%. Molto interessante è la voce “*altro*” dell’indagine sugli ambiti più considerati dall’*impact investing* le cui preferenze nell’ordine sono transizione energetica, infrastrutture sostenibili, infrastrutture sociali e transizione digitale, Sustainability e Transition Bond.

Figura 1.21 – Se applicate la strategia dell’impact investing, in quali ambiti?



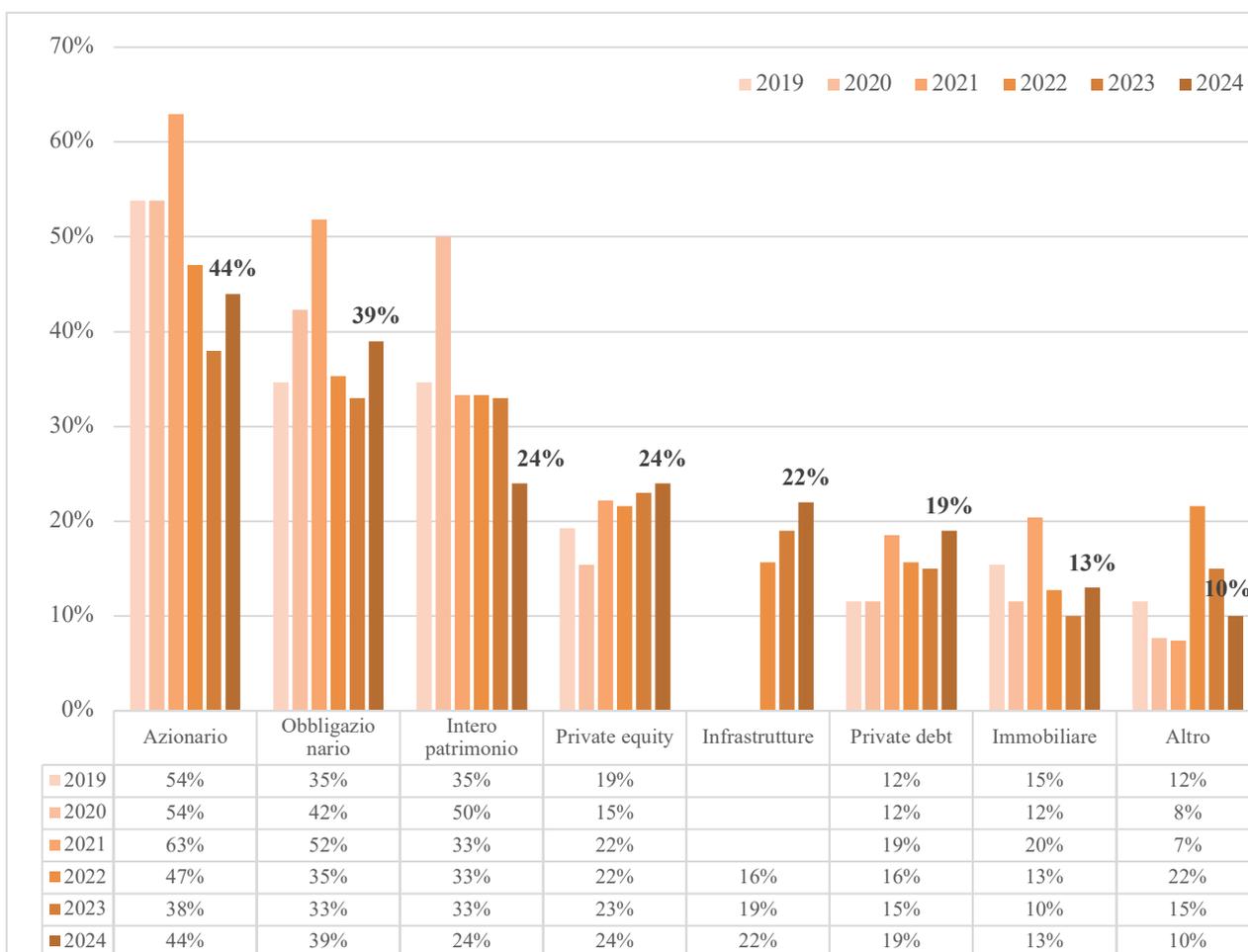
1.5 Le modalità di attuazione degli investimenti ESG: acquisto diretto o in delega

La terza sezione del questionario è dedicata ad approfondire la “*messa a terra*”, cioè la reale implementazione degli investimenti SRI: **il focus, infatti, è sulle modalità di attuazione delle politiche d’investimento**. L’approccio ESG è infatti ormai applicabile alla maggior parte delle *asset class*: se fino a qualche tempo fa l’azionario era la via più utilizzata e semplice cui applicare le

differenti caratteristiche dei principi di sostenibilità, oggi si stanno sviluppando sempre più strumenti e competenze anche per altre classi, come ad esempio quella immobiliare. Inoltre, la ricca e sempre più dinamica regolamentazione comunitaria impone – in particolar modo a gestori e collocatori – regole sempre più chiare e processi sempre meno eludibili nelle proposte di investimento; il tutto a favore di una maggiore diffusione e di un successivo controllo/valutazione. È però evidente come l'intensità e la modalità di applicazione dei criteri ESG rimanga variabile e giudicabile a seconda delle *asset class*.

La **figura 1.22** riporta i risultati delle risposte fornite relative **“a quali asset class sono applicati i fattori ESG”**. Rimane al primo posto stabilmente da sei anni a questa parte **l'azionario**, con il **44%** di risposte, in aumento rispetto all'anno precedente (38%). Al secondo posto, con la stessa identica dinamica, troviamo **l'obbligazionario** con il **39%**, in lieve aumento sull'anno precedente (33%). Proseguendo nella classifica: salgono *private equity* 24% e infrastrutture 22% così come il private debt al **19%**; calano – pur mantenendo un'importante incidenza sui totali - le percentuali di rispondenti che applicano i criteri ESG all'intero patrimonio (24%).

Figura 1.22 – A quali asset class vengono applicati i fattori ESG?



Com'è noto, le modalità di applicazione delle strategie sostenibili, e più in generale la gestione dei patrimoni, possono variare in base alle modalità di attuazione della politica di investimento, ad esempio se effettuata in forma diretta o in delega. Per quanto riguarda i mandati di gestione con specifici obiettivi di sostenibilità, continua a essere netta la preferenza per il “No”, scelto dall'85% degli enti – in perfetta continuità con quanto indicato nell'indagine 2023 (era 84%) – che,

nell'assegnazione dei mandati di gestione, **non inseriscono vincoli di sostenibilità**. Solo il **15%** dichiara di affidare mandati di gestione con specifici obiettivi di sostenibilità. Questo non significa che all'interno della delega conferita non siano comunque presenti investimenti sostenibili. Nello stesso modo, la risposta alla domanda se gli investitori adottino o meno specifici *benchmark* di sostenibilità per valutare le *performance* degli investimenti, l'83% dei rispondenti (in linea rispetto al 85% del 2023) **non prevede alcun benchmark**.

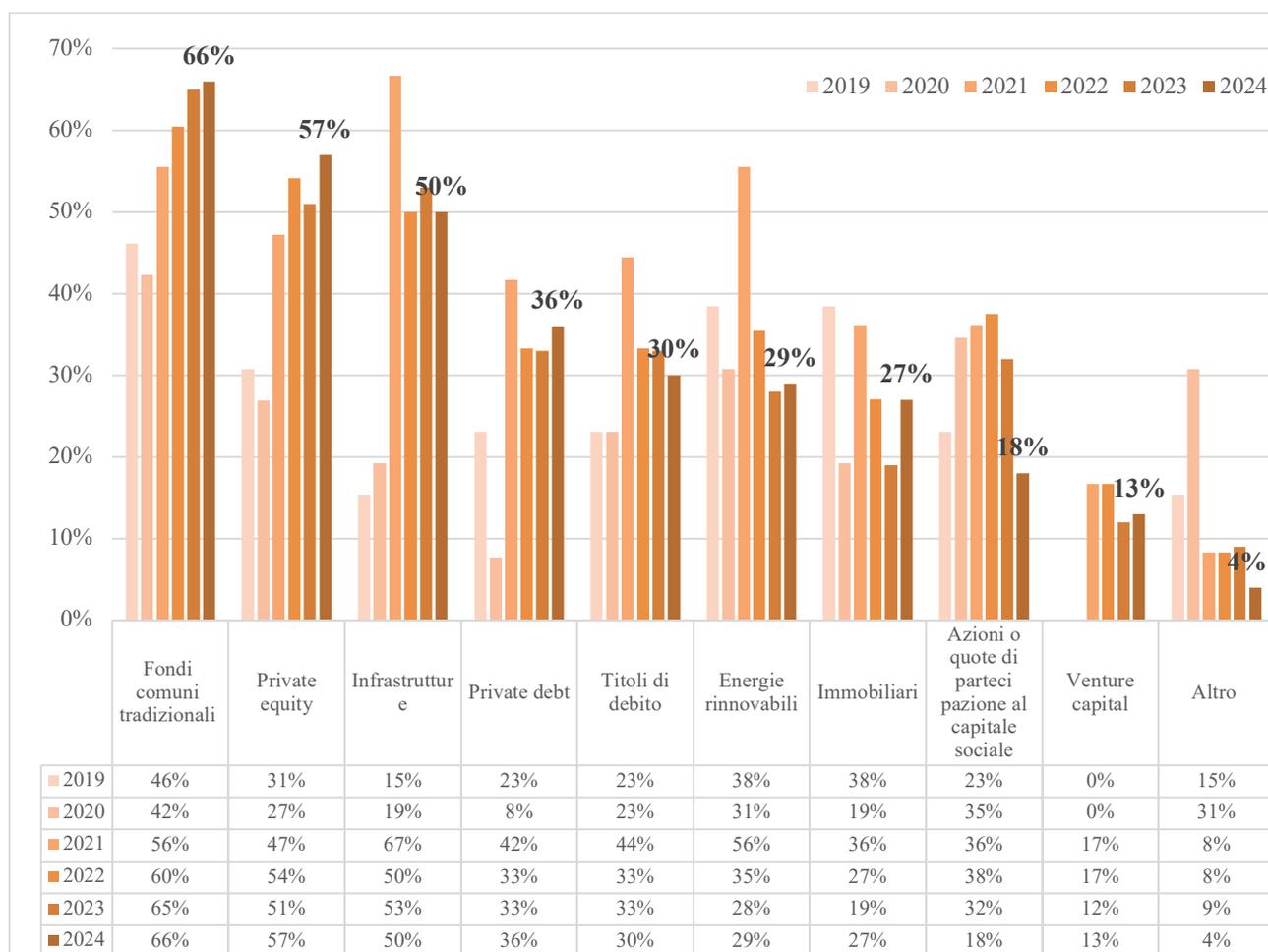
Se dai mandati si sposta l'attenzione sulla modalità d'investimento diretto, la **figura 1.23** restituisce una fotografia molto più equilibrata, anche se rispetto all'anno precedente, prevalgono i no con 55% rispetto al 45% di investitori che acquista direttamente.

Figura 1.23 – Acquistate direttamente prodotti finanziari che rispondano a criteri ESG?



La **figura 1.24** riporta proprio l'approfondimento, a livello di tipologia, sugli strumenti acquistati direttamente da coloro che hanno risposto affermativamente alla domanda precedente. Da segnalare, al primo posto nelle scelte, in linea con le ultime rilevazioni, **i fondi comuni con il 66%** in crescita rispetto al 65% dell'anno scorso. In crescita anche il **private equity con 57%** che scavalca le **infrastrutture (50%)** al secondo posto. Si segnalano lievi aumenti per **private debt** (da 33% a 36%) ed **energie rinnovabili** da 28% a 29%. Chiude stabilmente all'ultimo posto il **venture capital** (13%).

Figura 1.24 – Se sì, di che tipologia sono?



Le ultime domande della sezione sono dedicate a indagare **quali strategie** (esclusioni, convenzioni internazionali, *best in class*, investimenti tematici, engagement, *impact investing*) **vengono maggiormente applicate ai differenti strumenti di investimento** tra quelli indicati: titoli di Stato, titoli azionari, *corporate bond*, fondi di investimento tradizionali e fondi alternativi. Ciò che emerge è che le **esclusioni risultano sempre al primo posto per ciascuna categoria** raccogliendo le percentuali più alte (**76%**) **per i titoli azionari**, seguiti dai *corporate bond* con il 72%. Per i titoli di Stato, dopo le esclusioni (53%), nel 38% dei casi vengono applicate convenzioni internazionali, seguite al 20% dalla strategia *best in class*. Per i titoli azionari dopo le esclusioni (76%) *best in class* al 37%. Per i *corporate bond*, invece, al di là delle esclusioni al 72%, maggior rilevanza trovano le strategie che applicano *best in class* con il 36%.

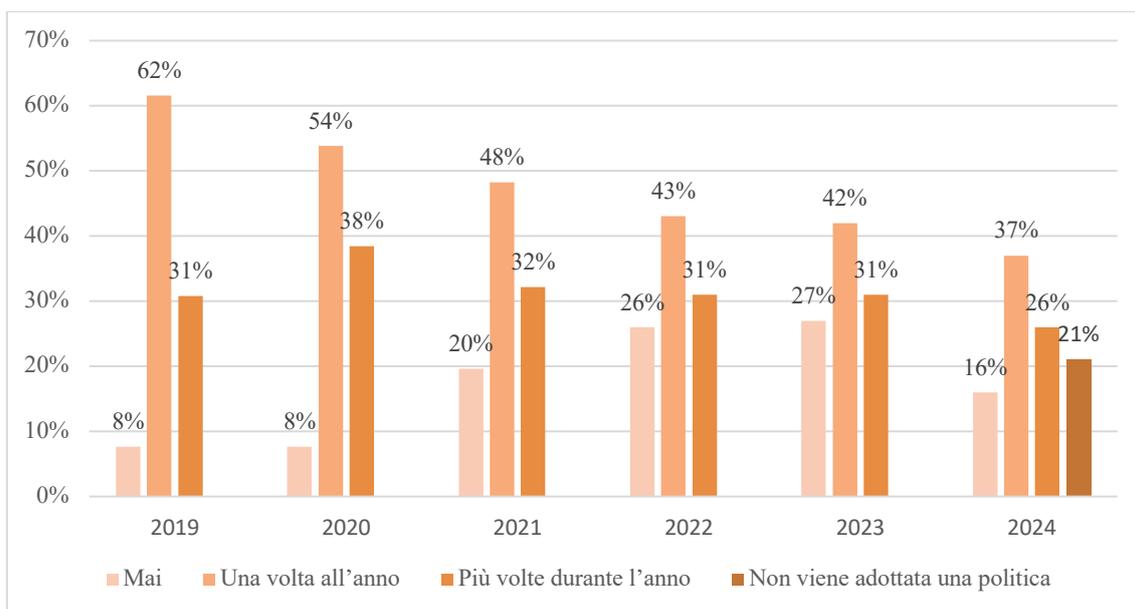
1.6 Politiche di investimento SRI: valutazione, risultati e governance interna

La quarta sezione del questionario è dedicata alle politiche adottate dagli investitori istituzionali nella valutazione degli investimenti effettuati e nelle attività di trasparenza e comunicazione sia nei confronti dei propri *stakeholder* sia all'esterno. In particolare, il regolamento europeo SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) interviene per regolare il mondo degli investimenti ESG, imponendo ai soggetti che operano sui mercati finanziari regole armonizzate sulla rendicontazione dei livelli di sostenibilità dei portafogli e ai soggetti che forniscono prodotti o servizi finanziari nell'UE l'adozione di specifici requisiti di *disclosure* da esplicitare nei materiali informativi e commerciali, anche *online*, in relazione a prodotti finanziari offerti, alle loro caratteristiche e alle

metodologie di sostenibilità. Da qui l'importanza di monitorare la valutazione che gli enti fanno delle strategie di sostenibilità applicate ai propri investimenti, e ancor di più della comunicazione rivolta all'esterno.

Come prima informazione in tema di valutazione e governance interna abbiamo chiesto agli investitori **“con quale frequenza il vostro CdA valuta gli impatti che hanno le strategie SRI sul patrimonio?”** aggiungendo rispetto agli ultimi 5 anni l'opzione – “non viene adottata una politica” in quanto spesso a questa domanda rispondeva anche chi non avesse una politica formale. In questo modo i risultati hanno un significato più omogeneo rispetto al passato quando ad esempio la risposta “Mai” aveva subito incrementi costanti negli anni. Nel 2024, la maggioranza degli investitori, il **37%** dichiara di valutare gli impatti una volta l'anno; il **26%** più volte durante l'anno mentre il **16%** mai.

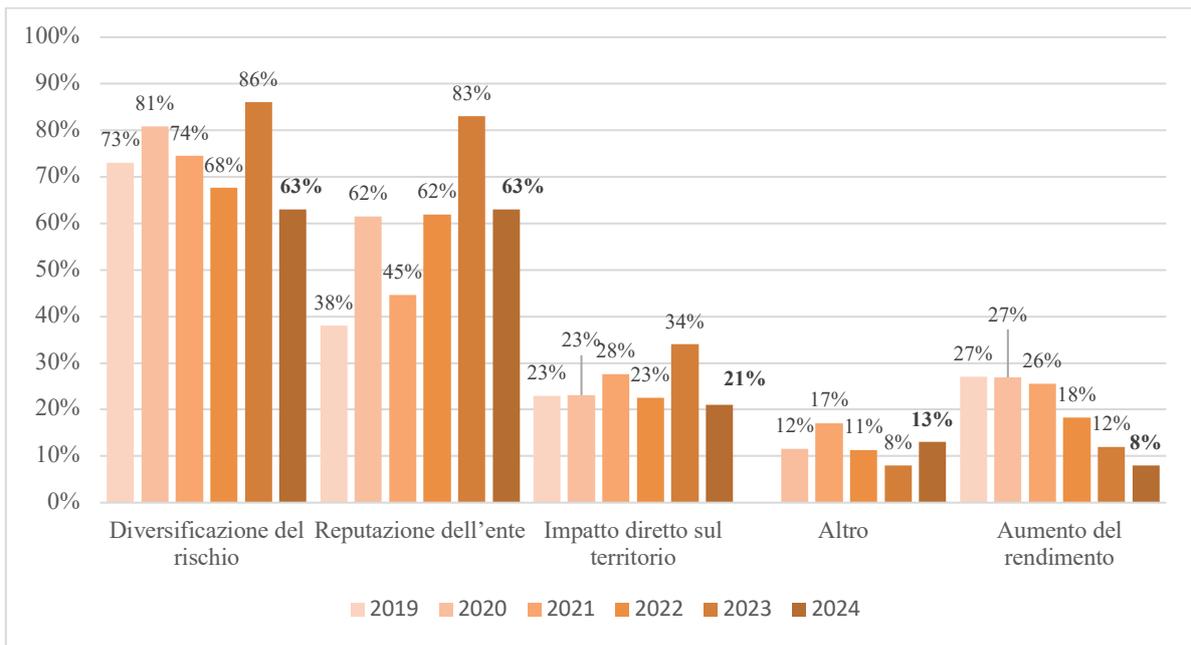
Figura 1.25 – Con quale frequenza il CdA valuta gli impatti delle strategie SRI sul patrimonio?



Per quanto riguarda i risultati ottenuti dall'attuazione degli investimenti sostenibili (figura 1.26), rimane al primo posto nelle scelte “l'impatto positivo in termini di diversificazione del rischio”, che scende dall'86% dello scorso anno al 63%, a parimerito con il “miglioramento riscontrato in termini di reputazione dell'ente”. Anche **“impatto diretto sul territorio”** vede un calo dal 34% al **21%**. Il beneficio riscontrato in termini di maggior **rendimento** viene valutato solo dal **8%** dei soggetti, in costante riduzione negli ultimi sei anni andando a confermare la narrativa che a guidare gli investimenti sostenibili non siano i rendimenti attesi.

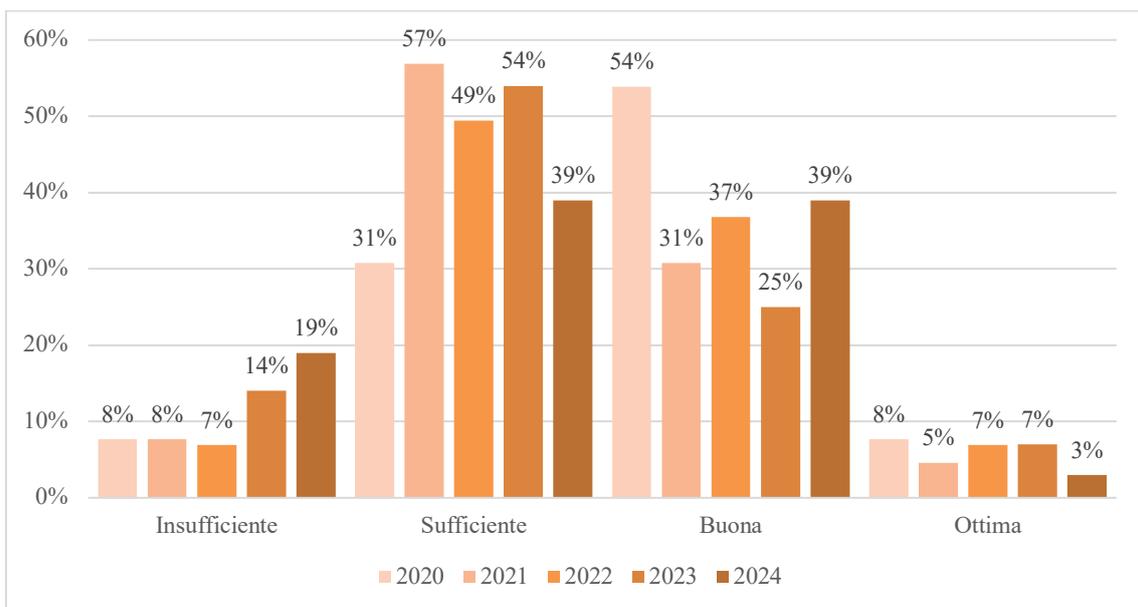
Con riferimento all'attività di comunicazione verso l'esterno, il 54% dei rispondenti dichiara di non pubblicare uno specifico documento che illustra la propria politica SRI, percentuale di risposte negative che aumenta al 66% rispetto alla predisposizione di uno specifico documento di rendicontazione per le strategie SRI adottate. La normativa europea e la sua evoluzione in termini di trasparenza e *disclosure* sono sicuramente lo spunto per invertire nettamente la tendenza e portare a un ampio margine di miglioramento anche riguardo alla comunicazione.

Figura 1.26 – L’applicazione delle politiche di investimento SRI ha consentito un miglioramento in termini di...



Successivamente si è voluta indagare la preparazione degli organi interni degli investitori istituzionali. La **figura 1.27** mostra infatti la distribuzione delle risposte relative a come ciascun investitore valuta, anche alla luce della rapida evoluzione normativa, la **propria conoscenza sulla sostenibilità**. Come si vede, aumenta dal 14% al **19%** il numero di rispondenti che ritengono **insufficiente** la conoscenza dei temi ESG; la percentuale di chi definisce “sufficiente” la preparazione, cala dal 54% al **39%**, mentre cresce la percentuale di risposte “buona” (dal 25% al **39%**) e diminuisce la risposta “ottima” dal 7% al **3%**. Le risposte evidenziano una concreta e forte presa di coscienza sulla necessità di dotarsi di risorse competenti o di affidarsi a società esterne con competenza ed esperienza.

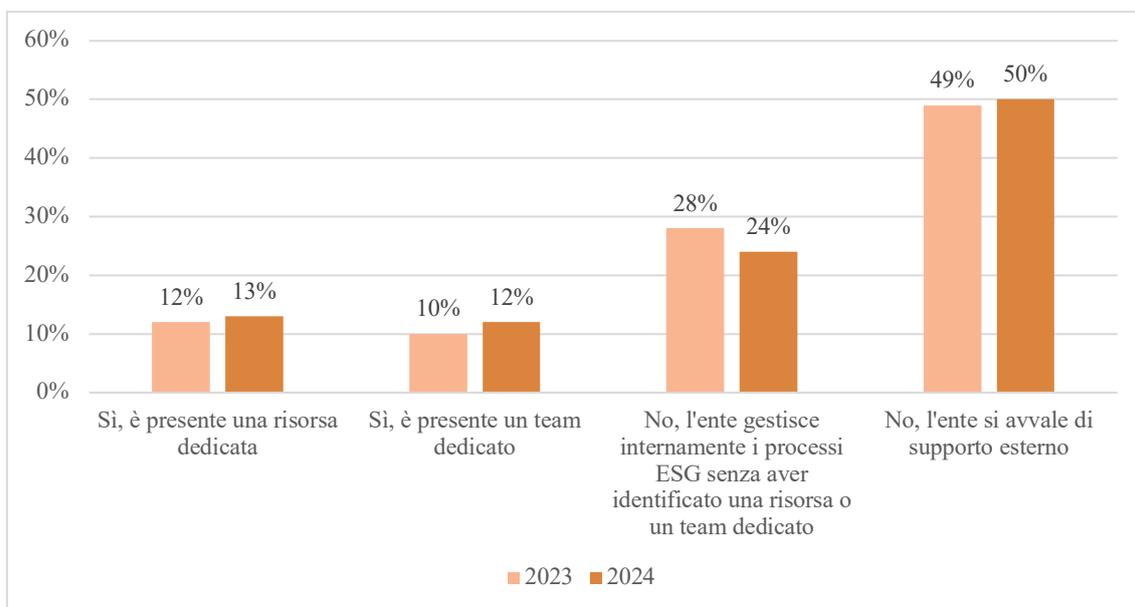
Figura 1.27 – Vista la complessità e la rapida evoluzione della normativa in tema di finanza sostenibile, come valutate la conoscenza della stessa da parte degli organi interni all’Ente?



La conseguenza delle valutazioni negative da parte degli organi interni e dei CdA ben si traduce nelle risposte alla domanda sulla necessità di avviare percorsi di formazione interna; alla domanda se *ritenete utile approfondire gli aspetti normativi avviando percorsi di formazione interna* in tema di sostenibilità e normativa, **oltre il 90% risponde Sì, anche se di questa quota il 61% dichiara l'intenzione di volerlo fare nel futuro prossimo ma di non aver ancora preso misure in tal senso.**

Al fine di analizzare ancora più in profondità la struttura interna degli investitori istituzionali che hanno partecipato all'indagine, a partire dall'edizione 2023 è stata introdotta una specifica domanda **“all'interno del vostro Ente sono presenti figure con specifiche e certificate competenze per quanto riguarda gli investimenti ESG?”**. La **figura 1.28** ci riporta i seguenti risultati: **solo nel 25% dei casi (in crescita rispetto al 22% dell'anno precedente) è presente una figura o un team dedicato agli aspetti ESG**. Il 24% dichiara di gestire i processi ESG internamente ma senza aver identificato una risorsa o un team dedicato. Il 50% (in linea con il 49% dell'anno precedente), ovvero la percentuale più alta, dichiara di non avere risorse interne, di non gestire internamente gli investimenti ESG ma di demandare in toto la gestione all'esterno.

Figura 1.28 - All'interno del vostro Ente sono presenti figure con specifiche e certificate competenze per quanto riguarda gli investimenti ESG?



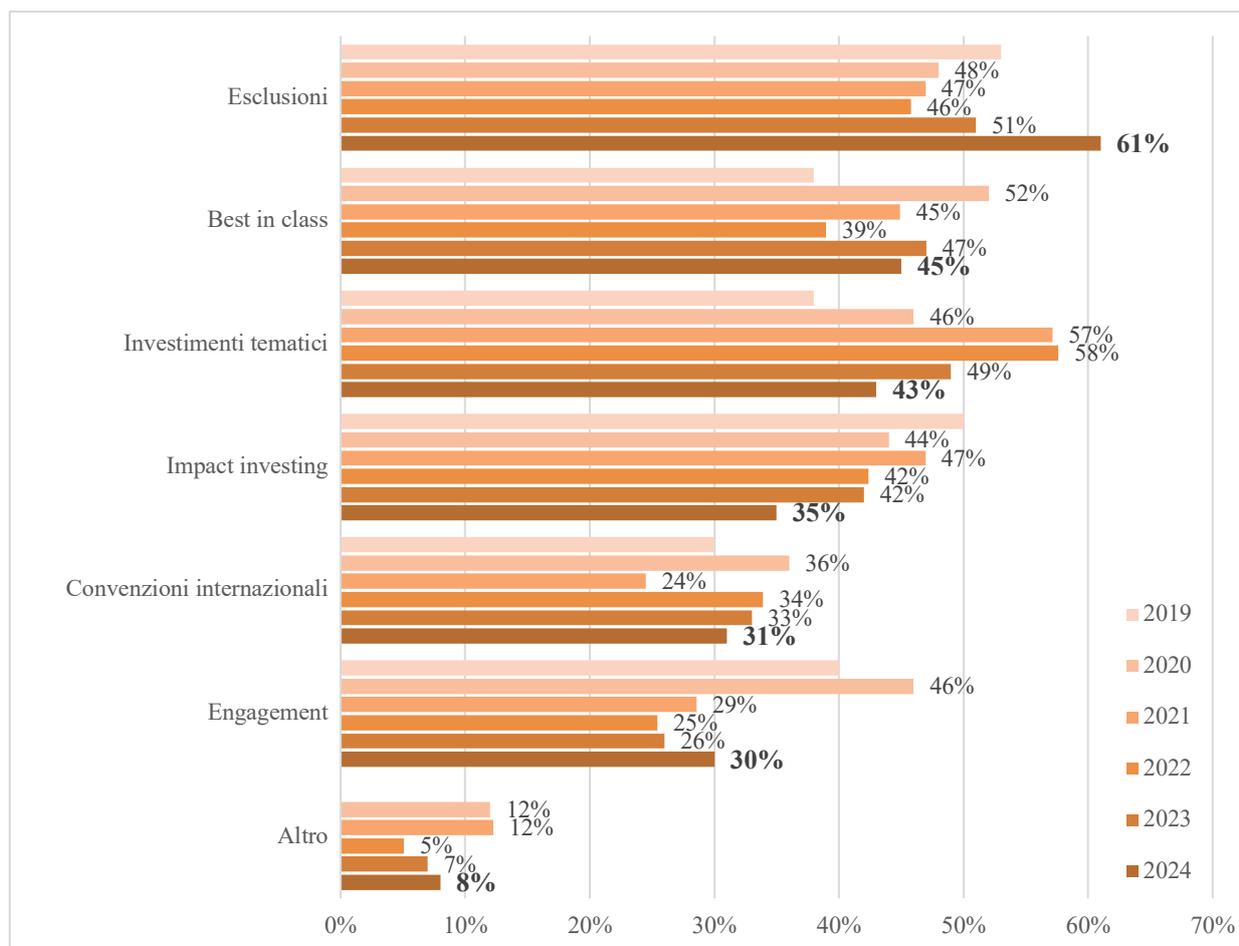
1.7 Le prospettive future degli investimenti ESG

Le prime quattro sezioni del questionario sono state dedicate ad approfondire le modalità e la consistenza degli investimenti sostenibili per gli investitori istituzionali che hanno partecipato all'indagine. La quinta sezione è invece incentrata **sulle intenzioni future** e sui possibili miglioramenti in termini di aumento nell'utilizzo di strategie e strumenti sostenibili da parte degli investitori istituzionali. L'obiettivo è quello di approfondire le possibili evoluzioni degli investimenti ESG nel prossimo futuro e le novità normative.

Si è voluto indagare quanto, proprio durante le turbolenze dei mercati finanziari, la componente sostenibile fosse riuscita a mitigarne gli effetti negativi in termini di rischio complessivo. Ebbene, solo il **21%** delle risposte risultano affermative, anche se ben il **56%** ne ha dato un giudizio neutro, definendo “indifferente” l'apporto della componente ESG alla mitigazione del rischio in portafoglio. Nonostante questo e volgendo lo sguardo al futuro, **il 66% degli investitori (erano il 51% l'anno precedente) che hanno risposto al questionario afferma di voler incrementare l'investimento in**

strumenti sostenibili. Andamento dell'inflazione, rialzo dei tassi di interesse, situazione geopolitica, periodo post pandemico e rendimenti 2022 sicuramente al di sotto delle medie e dei *benchmark* hanno portato gli investitori istituzionali in una situazione di stallo e di vigile attesa per quanto riguarda il futuro nel 2023, mentre un cauto ottimismo segna le risposte all'indagine del 2024 con il calo nelle intenzioni di incremento di investimenti ESG dal **68% del 2022 al 51% del 2023 ma con un rimbalzo a 66% nel 2024.** A ogni modo è interessante valutare in quale direzione e verso quali strategie si dirigeranno gli investimenti futuri, riportate nella **figura 1.29.**

Figura 1.29 – Mediante quali strategie pensate di incrementare l'esposizione agli investimenti sostenibili?

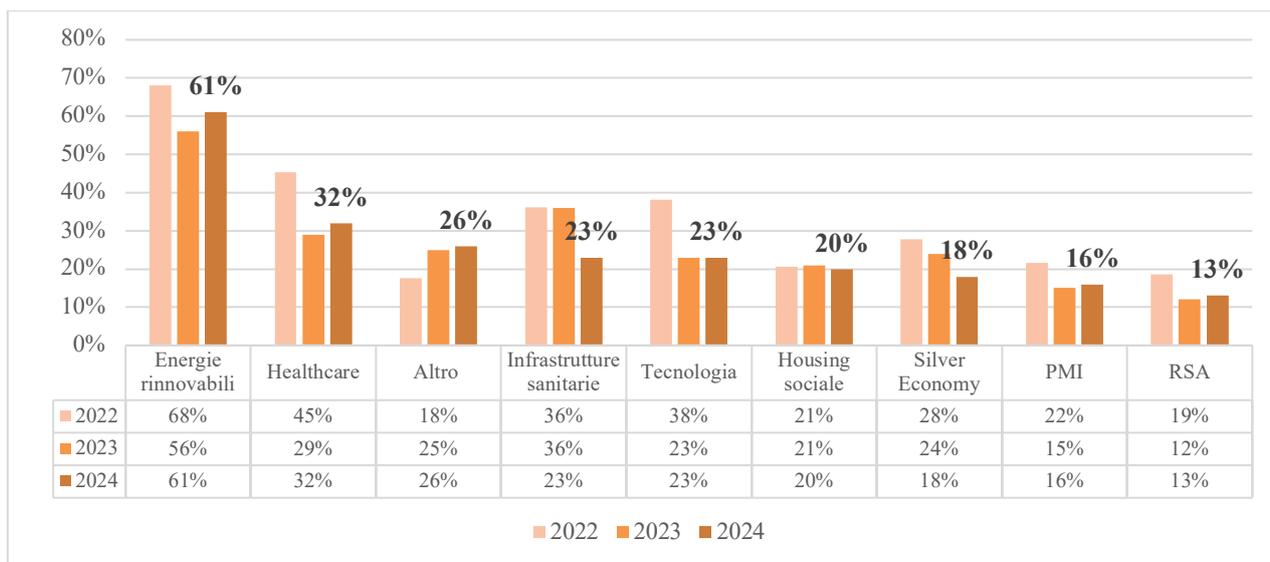


Secondo gli investitori istituzionali, l'aumento dell'esposizione verso investimenti sostenibili avverrà per il **61%** delle preferenze utilizzando la strategia delle *esclusioni*, per il **45%** attraverso la strategia del *best in class* e per il **43%** tramite investimenti tematici. Chiudono la classifica *impact investing* con un **35%**, Convenzioni Internazionali con il **31%** ed *engagement* con il **30%**. Da sottolineare come la strategia dell'*engagement*, anche in prospettiva futura, rimane sempre la meno preferita da parte degli investitori istituzionali.

I due ulteriori aspetti prospettici che si sono voluti indagare sono **la quota di patrimonio alla quale applicare le strategie sostenibili e le modalità di investimento.** Sul primo punto, la stragrande maggioranza con l'**88%** dei rispondenti dichiara di voler rimanere entro il 50% del patrimonio, mentre solo il **9%** si prefigge di applicare strategie di investimento sostenibili tra il 75% e il 100% dello stesso. Per quanto riguarda le modalità di investimento, i rispondenti si dividono abbastanza equamente tra modalità diretta e mandato di gestione, rispettivamente al **56%** e al **44%** delle preferenze.

L'ultima domanda è relativa a specifici settori individuati per indirizzare al meglio i futuri investimenti in chiave ESG; la **figura 1.30** mostra una forte preferenza verso le **energie rinnovabili** con il **61%**, stabilmente al primo posto; seguite dall'**healthcare** con il **32%** e da infrastrutture sanitarie e tecnologia entrambi con il **23%** di preferenze. Rispetto al 2023 scendono le intenzioni di investimento per infrastrutture sanitarie in favore anche dell'opzione "altro" che, con il 26% di risposte, raccoglie ben 32 "suggerimenti": tra i più interessanti, *life science* e *agrifood* anche se molti dichiarano di non aver ancora individuato specifici settori di investimento.

Figura 1.30 – Avete individuato specifici settori dove indirizzare maggiormente i futuri investimenti in chiave ESG?



In questa ultima sezione, sono state inserite cinque domande relative al regolamento 2019/2088 SFDR poi aggiornato dal regolamento 2022/1288 entrato in vigore l'1 gennaio 2023: in particolare, si è voluto valutare il livello di impatto che il regolamento avrà sulle politiche di investimento degli investitori istituzionali, se questo ne modificherà le modalità di attuazione e quale effetto potrebbero generare i nuovi modelli RTS che i collocatori dovranno utilizzare nelle comunicazioni. Infine, è stata oggetto di analisi la percentuale di fondi in portafoglio Art. 8 e Art. 9.

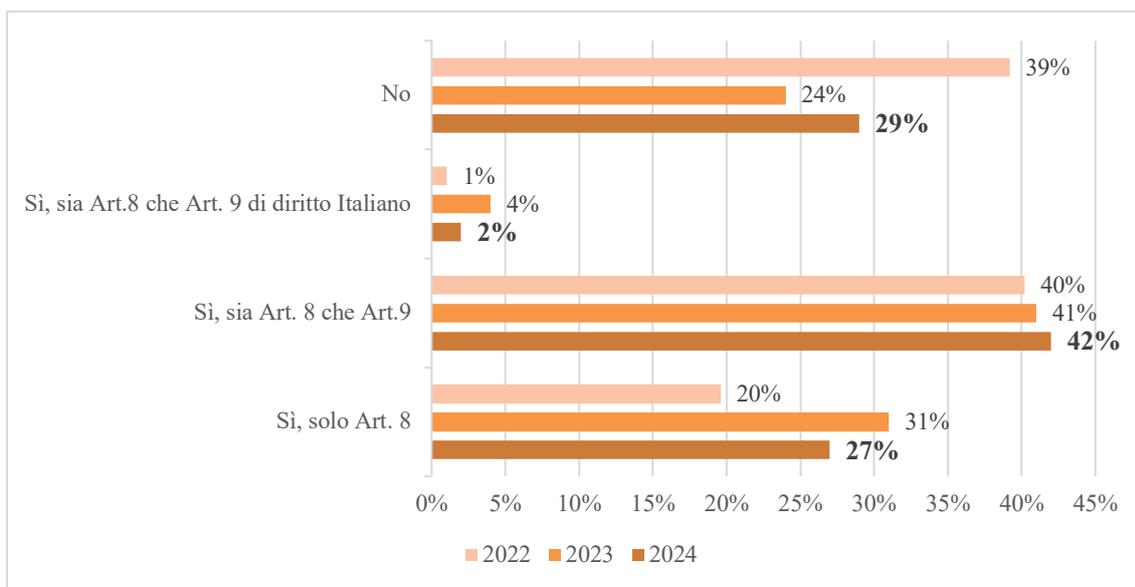
Relativamente alla domanda sull'impatto che avrà la revisione della SFDR, nel **67%** dei casi gli investitori rispondenti valutano **limitato** l'impatto che avrà il regolamento, **contro un 11% - in calo rispetto al 17% dello scorso anno e al 23% dell 2022 - che lo ritiene invece elevato**. Per il 22% degli investitori il regolamento non avrà *nessun impatto*. Le risposte relative alla domanda "**in che modo le novità normative (SFDR) modificheranno la vostra politica di investimento?**" offrono interessanti commenti che meritano un breve approfondimento: **una buona parte dei rispondenti dichiara infatti di non poter sapere gli impatti essendo ancora in una fase di studio e analisi**.

Diversi dichiarano il probabile ricorso ad un supporto consulenziale o il probabile rafforzamento del team dedicato ai temi ESG anche se la maggioranza paventa l'aumento di acquisto diretto fondi e obbligazioni e sottoscrizione in gestione diretta di FIA ESG. Circa il 40% di soggetti virtuosi immagina che le novità normative non modificheranno in nessun modo le politiche di investimento in quanto ciò che prevedono le nuove norme rientra già nelle politiche di investimento di questi investitori. Infine, diversi intravedono comunque aspetti positivi, come ad esempio l'aumento della consapevolezza e quindi della qualità delle scelte effettuate, anche se è manifesta la **necessità di**

maggiori e più completi dati, mentre alcuni vedono aspetti negativi come, per esempio, un'ovvia riduzione dell'universo investibile.

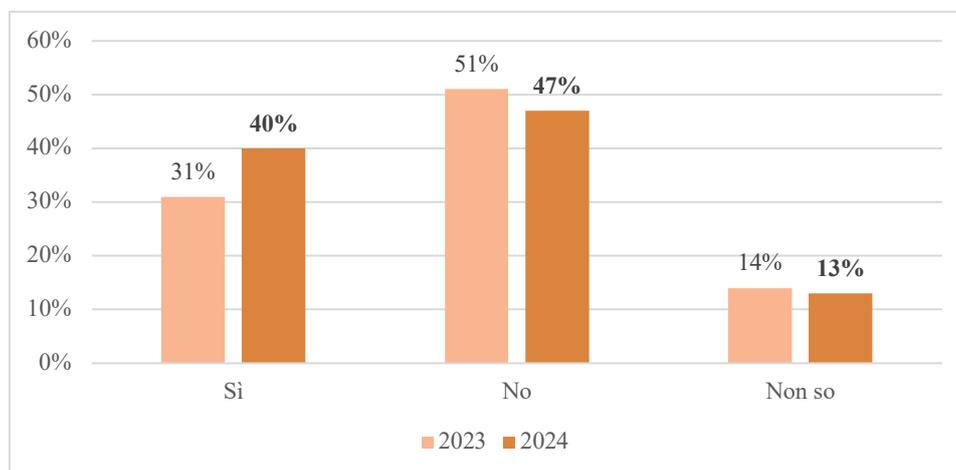
La **figura 1.31** riporta le risposte fornite in merito alla presenza di fondi Art. 8 e Art. 9 all'interno dei portafogli. La percentuale di quelli che dichiarano di non avere in portafoglio questi fondi rimane piuttosto stabile passando dal 24% del 2023 al **29% del 2024**. Anche la quota di chi detiene fondi sia Art. 8 che Art.9 rimane pressochè identica al 42%. Sempre minima infine la percentuale di chi detiene sia **Art.8 che Art. 9 di diritto italiano dal 4% al 2% delle risposte**.

Figura 1.31 - Avete in portafoglio fondi che rispondono agli Art. 8 e Art. 9 della SFDR 2019/2088?



Infine, la **figura 1.32** racconta in maniera chiara di una situazione piuttosto agli albori per quanto concerne l'introduzione degli standard tecnici di dettaglio (*Regulatory technical standards o RTS*): gli RTS impongono alle società di gestione nuovi regolamenti sulla documentazione dei prodotti che diventa dettagliata e standardizzata. Gli RTS impattano in prima battuta i gestori/collocatori ma trasversalmente anche gli investitori; il **60%** dei rispondenti dichiara in ogni caso di **non sapere o di non aver ricevuto alcuna informativa da parte di gestori/collocatori di fondi**. Questo a ulteriore testimonianza di quanto il percorso di uniformazione e semplificazione dei processi sia ancora lontano dall'essere ora e per tutti.

Figura 1.32 – Dall'1 gennaio 2023 entra in vigore la normativa UE 2022/1288 e vengono introdotti i Regulatory technical standards-Rts: avete già avuto indicazioni in merito da parte delle SGR?



2. La disaggregazione per tipologia di investitore istituzionale

Dopo aver commentato i risultati e gli andamenti delle politiche d'investimento sostenibili relative all'insieme degli investitori istituzionali, analizzeremo di seguito gli stessi dati in modo disaggregato per ogni singola categoria d'investitore. Al fine di evitare ripetizioni di concetti sin qui già espressi, in questa parte verranno analizzate solo le peculiarità che differenziano ciascun gruppo di investitori rispetto agli altri, così da evidenziarne caratteristiche e problematiche specifiche.

2.1 I Fondi Pensione Preesistenti

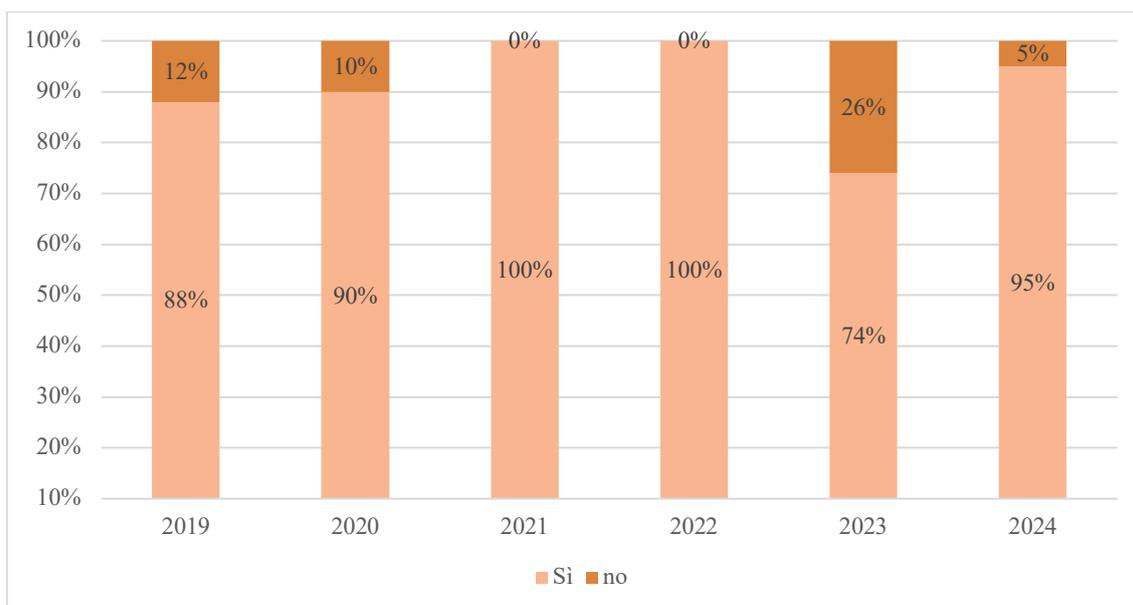
I primi investitori istituzionali analizzati sono i **fondi pensione preesistenti** di seguito FPP, di cui sono state raccolte 21 risposte all'indagine, a fronte delle 19 dell'edizione 2023, delle 18 dell'edizione 2022 e delle 16 del 2021. Dati meglio interpretabili se si tiene conto della variazione nella numerosità della platea di riferimento: come si evince dal Decimo Report Annuale "*Investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l'anno 2022*", si tratta di un comparto che, da anni, vede una riduzione del numero dei fondi operativi, per effetto soprattutto delle operazioni di fusione e acquisizione nel sistema bancario e assicurativo. Nell'ultimo decennio si è infatti assistito alla cancellazione di 170 fondi (-47%), passando dai 361 del 2012 ai 191 del 2022.

Aumenta tuttavia in misura significativa il patrimonio indagato: gli enti partecipanti all'indagine raccolgono un attivo netto totale destinato alle prestazioni di **49,5 miliardi pari al 77% del ANDP del patrimonio degli FPP**, rispetto ai 49 miliardi del 2023, pari al 72,45% del ANDP del patrimonio degli FPP, ai 36,8 miliardi (pari al 56% dell'ANDP) del patrimonio del 2022 e ai 39,3 miliardi del 2021. I fondi con oltre 2 miliardi di euro di patrimonio rappresentano il 33% dei rispondenti contro il 37% del 2023, 28% del 2022, il 38% del 2021. Il 29% supera la soglia del miliardo ed è compreso nella fascia 1-2 miliardi; la superavano il 35% dei rispondenti nel 2020, contro il 57% del 2021, il 28% del 2022 e il 26% nel 2023.

La composizione **del totale investimenti**, escluse le riserve matematiche presso le Compagnie di Assicurazione, è per il 38,7% in titoli di debito (di cui il 24,6% in titoli di Stato), il 21,2% in titoli di capitale, il 22% in OICR/OICVM (di cui il 4,4% in fondi immobiliari), il 3,2% in immobili e partecipazioni in società immobiliari, il 7,4% in polizze assicurative di tipo finanziario e il 6,3% in liquidità. Nel 2022 si rileva una lieve riduzione dei titoli sia di debito che di capitale, una sostanziale stabilità degli investimenti immobiliari e una leggera crescita delle polizze assicurative.

Per quanto riguarda i risultati della gestione dei patrimoni dei FPP, si registra una **ripresa nella soddisfazione in merito alla performance finanziaria (figura 2.1)**, passata dall'88% del 2019 al 90% del 2020 per arrivare addirittura fino alla totalità del 2021 e 2022, per poi subire un calo al 74% nel 2023 e risalire al 95% nel 2024.

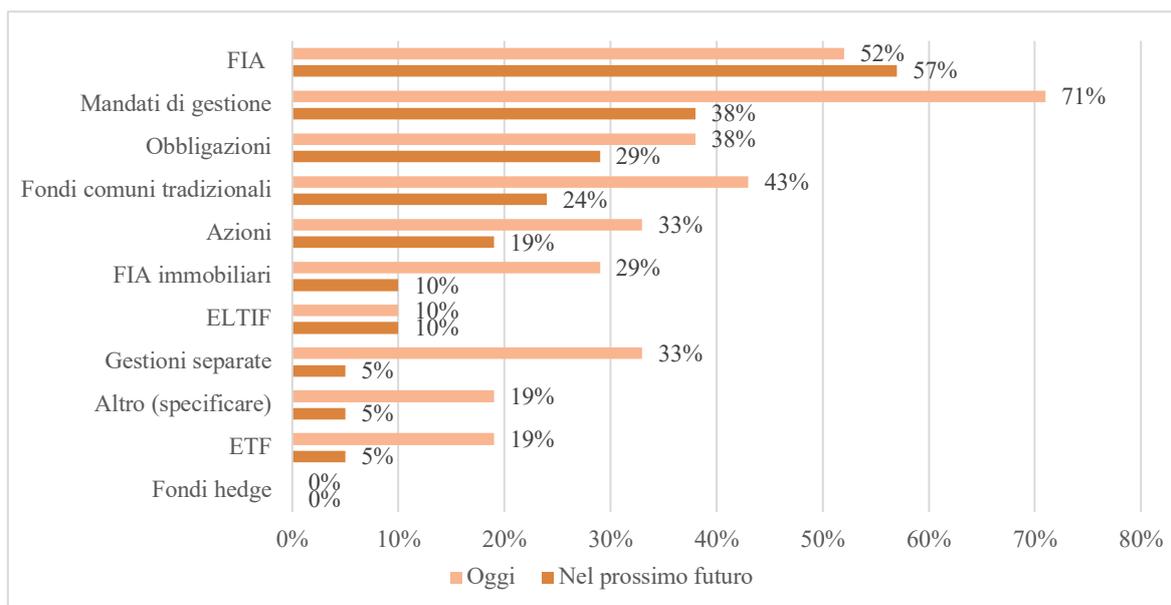
Figura 2.1 – La performance finanziaria ottenuta è soddisfacente?



Per quanto riguarda gli strumenti in cui l'Ente investe o investirà nel prossimo futuro (*figura 2.2*), la situazione appare piuttosto articolata: oggi i FPP indicano i **mandati di gestione** come lo strumento più utilizzato con il 71% delle preferenze (in calo rispetto all'89% delle preferenze nel 2023 e il 75% nel 2022); dall'ultima rilevazione i **FIA mantengono saldamente il secondo posto con il 52%** (erano al 58% nel 2023). D'altra parte, volgendo lo sguardo al futuro, proprio lo strumento dei FIA pare tra quelli che verranno più utilizzati o nei quali si pensa di investire - o aumentare l'esposizione - per ben il 57% dei rispondenti (erano il 68% nel 2023).

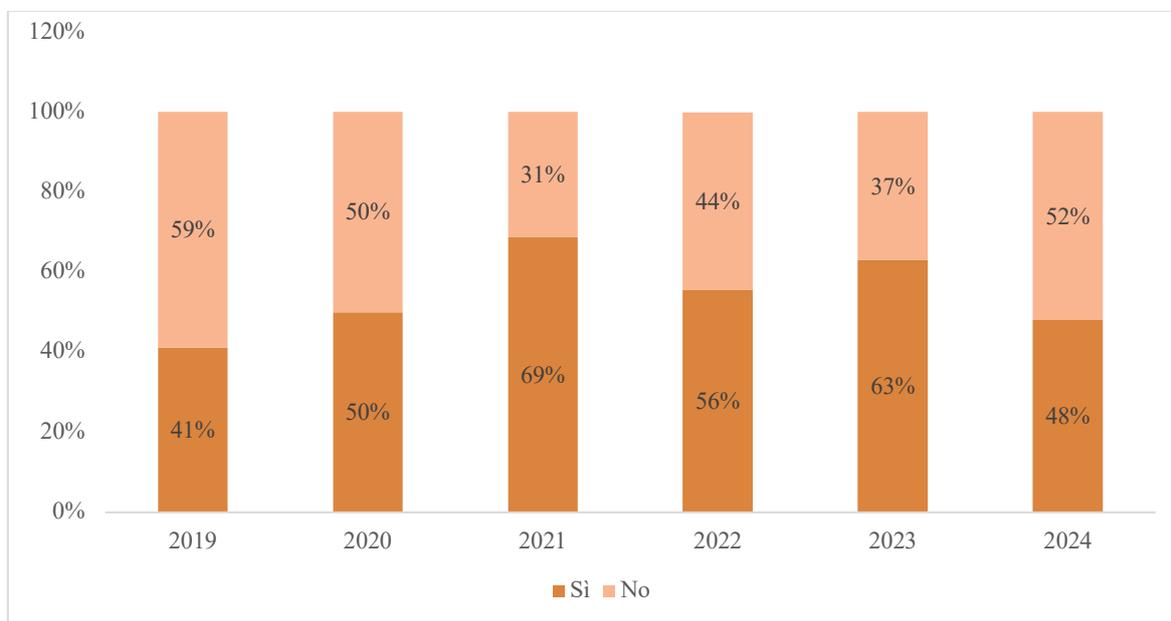
In prospettiva, l'utilizzo del mandato di gestione appare destinato a ridursi: su 21 FPP solo il **38%** (era il 55% nel 2023) **indica nei mandati di gestione** lo strumento in cui investire - o aumentare l'esposizione - in futuro (nella passata rilevazione la metà dei rispondenti li indicava come possibile investimento futuro) in quanto già oggi molti si affidano proprio al mandato di gestione. In generale, **azioni, ETF, fondi comuni tradizionali** vedono uno scarso *appeal* per il futuro. Le **obbligazioni** - oggi utilizzate dal 38% dei rispondenti - scenderanno nelle intenzioni al **29%** nel futuro prossimo; le azioni - oggi al 33% - caleranno al 19%, così come gli ETF che passeranno in chiave prospettica dal 19% al 5% e i fondi comuni tradizionali addirittura dal 43% al 24%. Come anticipato sopra, gli strumenti alternativi di *private market* sembrano invece raccogliere i maggiori interessi da parte dei FPP (si ricorda che nella categoria FIA sono ricompresi *private equity, venture capital, private debt...*).

Figura 2.2 – In quali strumenti investe/investirà l’Ente?



Passando all’ambito sostenibile degli investimenti, la principale informazione ricavata è la diminuzione dei FPP che adottano una politica d’investimento SRI (**figura 2.3**): si è passati dal 41% del 2019 al 69% del 2021, per scendere al 56% nel 2022 e salire al 63% nel 2023 per poi riscendere al 48% nel 2024 che, in valore assoluto, rappresentano 10 FPP sui 21 partecipanti all’indagine. Questo decremento, che appare molto inconsueto, può essere motivato dal fatto che il campione di investitori che partecipa all’indagine si modifica ogni anno.

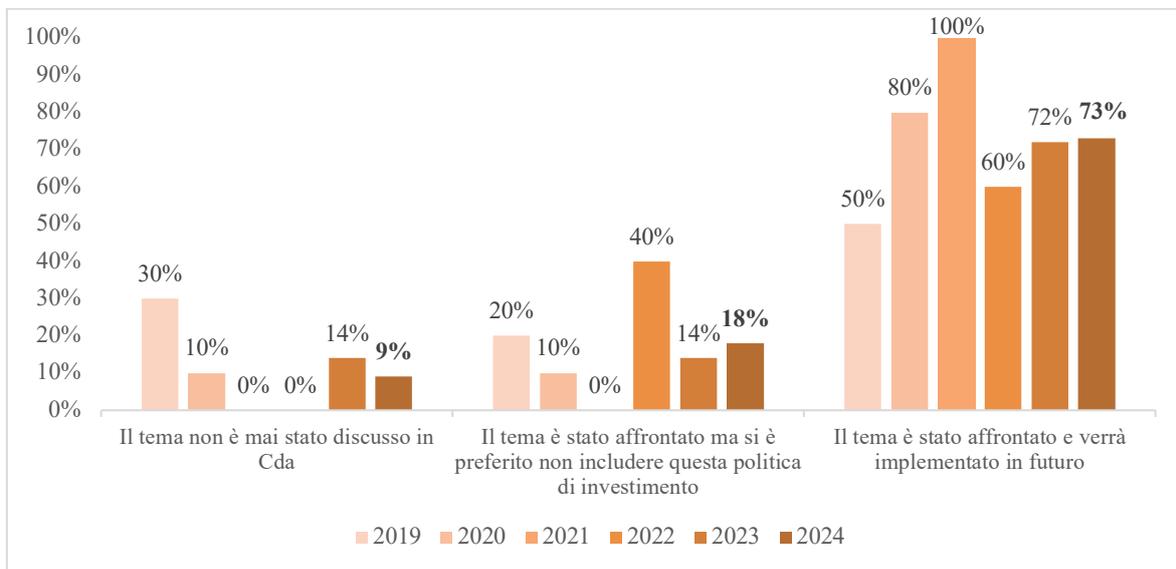
Figura 2.3 – L’Ente adotta una politica di investimento sostenibile SRI?



La buona notizia è che il 91% dei rispondenti che attualmente *ancora* non adottano una politica di investimento sostenibile afferma di averne almeno parlato in CdA, mentre solo il 9% dichiara di non averne mai discusso (**figura 2.4**). Rispetto al 2021, quando la totalità di coloro che non adottavano una politica di investimento sostenibile dichiarava di volerlo fare nel futuro prossimo, e al 2022 quando era un più realistico 60% a dichiarare di voler adottare politiche sostenibili in futuro, **nel 2023 questa percentuale sale e si attesta al 72% e nel 2024 al 73% dei rispondenti, dato sicuramente**

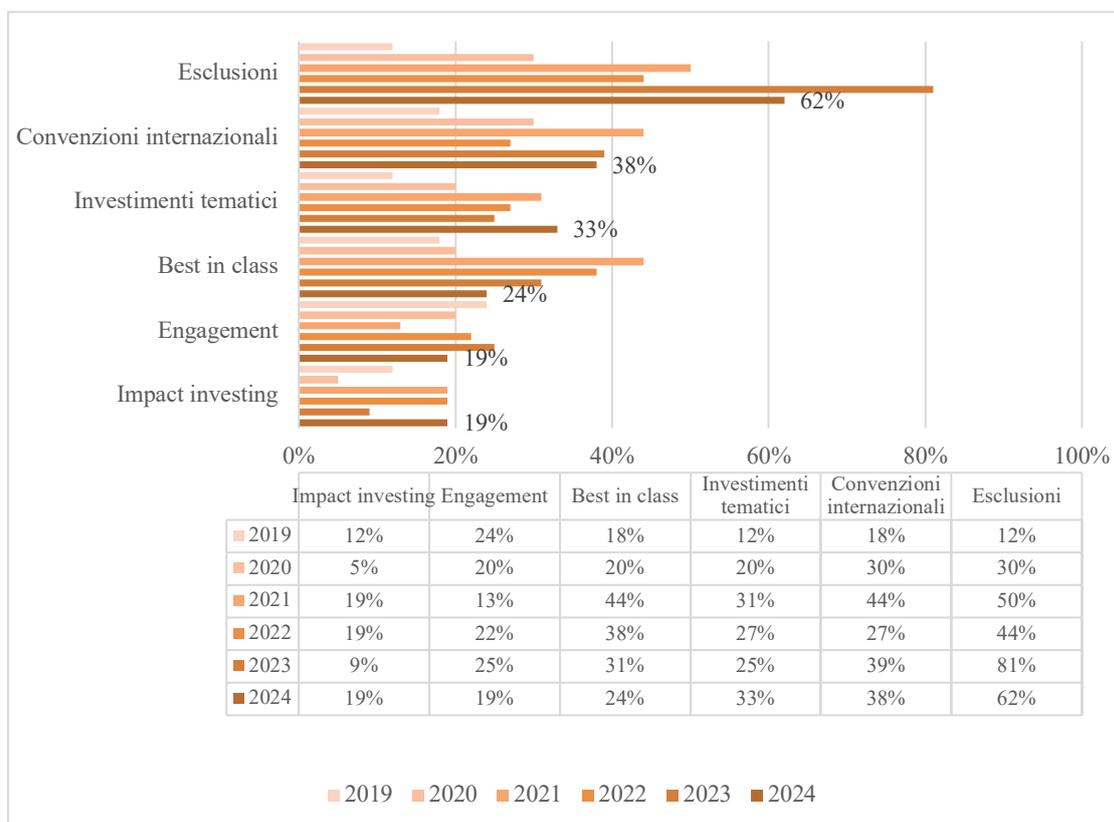
incoraggiante. Ciò significa verosimilmente che il 73% di quel 52% che oggi non adotta formalmente politiche di investimento sostenibile lo farà nel futuro prossimo.

Figura 2.4 – Se no, per quale motivo?



Tra le strategie preferite dai FPP (figura 2.5) ci sono sempre le esclusioni con il 62%, che mantengono saldamente il comando della classifica anche se decresce la percentuale rispetto al 2023 (era l'81% delle scelte). Stabili al secondo posto dal 39% del 2023 al **38%** del 2024 le **convenzioni internazionali**, mentre gli **investimenti tematici** (33%) prendono il terzo gradino del podio a discapito della strategia *best in class* che cala dal 31% del 2023 al 24% del 2024. Chiudono la classifica *engagement* e *impact investing*, entrambi al 19%.

Figura 2.5 – Quali sono le strategie SRI adottate?



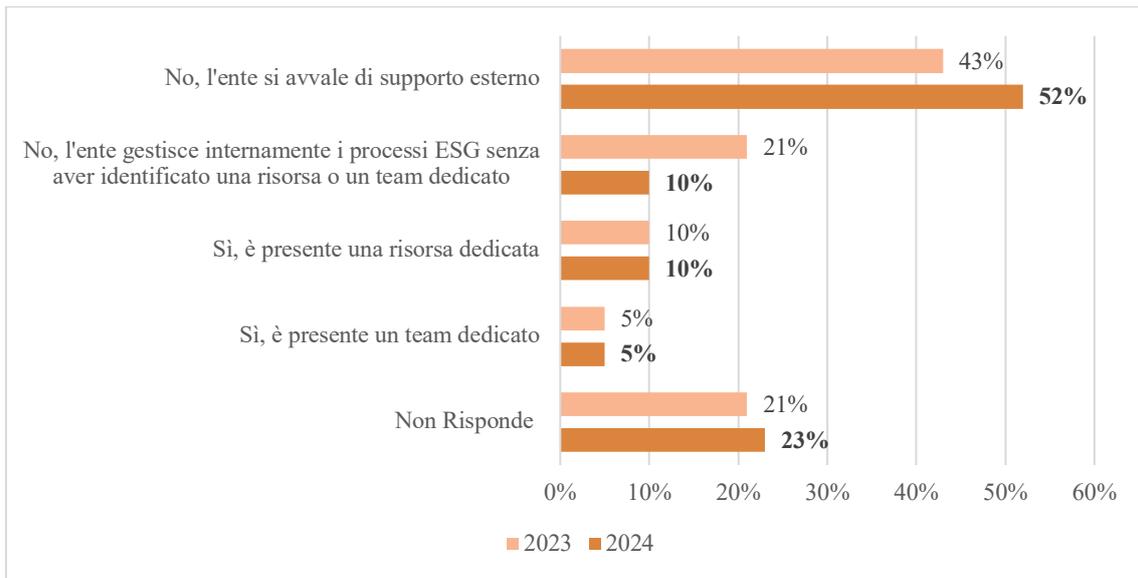
Come si concretizzano le strategie adottate dai FPP? Analizzandole si scopre, ad esempio, che la strategia **esclusioni** si applica per la totalità dei rispondenti al settore degli **armamenti**, seguito dal **gioco d'azzardo** a parimerito con **tabacco** (54%); per quanto riguarda la strategia delle convenzioni internazionali, il 75% dei rispondenti dichiara di ispirarsi agli **UNPRI**, a parimerito ai **principi del Global Compact dell'ONU**. Ben l'**86%** dei rispondenti che utilizza la strategia **investimenti tematici** indica di scegliere fondi relativi all'efficienza energetica, mentre per il 71% i criteri positivi o di inclusione riguardano le attività che impattano sul cambiamento climatico. La metà dei rispondenti che sceglie la strategia *dell'engagement* la applica in modalità *soft*; l'altra metà applica sia la modalità *soft* che la modalità *hard* per il tramite dei gestori.

Guardando invece alle asset class oggetto dei fattori ESG si può notare che il **33%** - in rapida decrescita rispetto al 52% del 2023 - dei FPP li applica all'**azionario** mentre il **29%** applica i fattori ESG **all'obbligazionario**; solo il 10% agli investimenti in *private equity* e in *private debt*, il 19% a investimenti in infrastrutture, mentre chiude questa classifica - in linea con il 2023 - la percentuale di chi applica fattori ESG all'immobiliare con il 5%. Infine, cresce per il 2024 il valore percentuale di chi applica i fattori ESG all'intero patrimonio passando dal 10% del 2023 al 29% del 2024. Il 29% - in diminuzione rispetto al 37% del 2023 - dei FPP acquista direttamente prodotti finanziari che rispondono a criteri ESG: di questi, ben il 71% acquista strumenti di *private equity* e il 57% *fondi comuni tradizionali*. Solo il 14% dei rispondenti dichiara di aver assegnato **specifici mandati di gestione con obiettivi di sostenibilità**, contro il 18% dello scorso anno. Resta inteso, come specificato nel capitolo precedente, che possono comunque essere utilizzati strumenti ESG anche all'interno di mandati tradizionali e non specificatamente sostenibili. Cala in maniera significativa rispetto alla scorsa indagine la propensione ad adottare specifici *benchmark* di sostenibilità per valutare le *performance* degli investimenti, passata dal 44% del 2022 al 21% del 2023 al 10% del 2024. In calo al 38% (dal 47% dello scorso anno) la percentuale dei fondi che **valutano gli impatti delle strategie SRI sul patrimonio** più volte durante l'anno; il 24% li valuta una sola volta durante l'anno, mentre solo il 14% non li valuta mai.

Per quanto riguarda i miglioramenti che hanno portato *ex post* l'utilizzo di strategie di investimento sostenibile, diminuiscono ancora i FPP che registrano **una migliore diversificazione del rischio**, opzione scesa dal 70% del 2022 al 50% del 2023 al **43%** del 2024 confermandosi comunque il beneficio primario riscontrato in linea con i risultati aggregati di tutti gli investitori istituzionali. In calo la percentuale di chi ha avvertito **miglioramenti nella reputazione dell'ente** passata dal 60% del 2022 al 50% del 2023 al **43%** di quest'anno, mentre prosegue il calo del "beneficio" legato **all'aumento dei rendimenti**, che passa dal 50% del 2022 al 7% del 2023 al **5%** di quest'anno, in linea con le tendenze degli ultimi mesi.

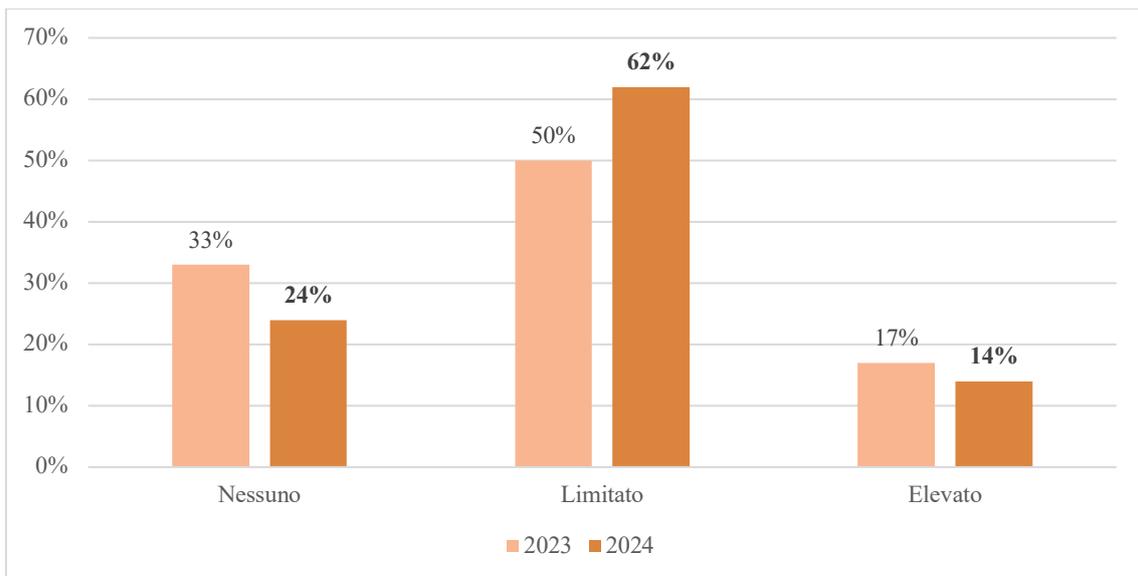
Per quanto riguarda la complessità normativa e l'evoluzione che la stessa sta subendo negli ultimi anni è stato chiesto se e come la *governance* dei fondi fosse preparata ad affrontare modifiche e novità: il **43% ritiene la propria conoscenza buona**, solo il 5% dichiara di ritenerla insufficiente mentre nessuno tra gli investitori la ritiene ottima. A tal proposito quasi l'81% dei FPP dichiara utile approfondire gli aspetti normativi avviando percorsi di formazione interna. A oggi (**figura 2.6**), all'interno della *governance* dei FPP solo nel **10%** dei casi viene inclusa una **figura** o un **team dedicato (5%)** ai temi della sostenibilità; il restante 62% dichiara di gestire i processi ESG senza aver identificato una risorsa o un *team* dedicato (il 23% non risponde); ben il 52% del 62% che non ha risorse interne lo fa in outsourcing. Per quanto riguarda gli *advisor*, il 90% degli intervistati dichiara di avvalersi di un *advisor* finanziario, mentre il 48% (in linea con il 47% del 2023) si avvale anche di *advisor* ESG. Per i FPP, Prometeia è la società di *advisor* maggiormente coinvolta.

Figura 2.6 – All'interno del vostro Ente sono presenti figure con specifiche e certificate competenze per quanto riguarda gli investimenti ESG?



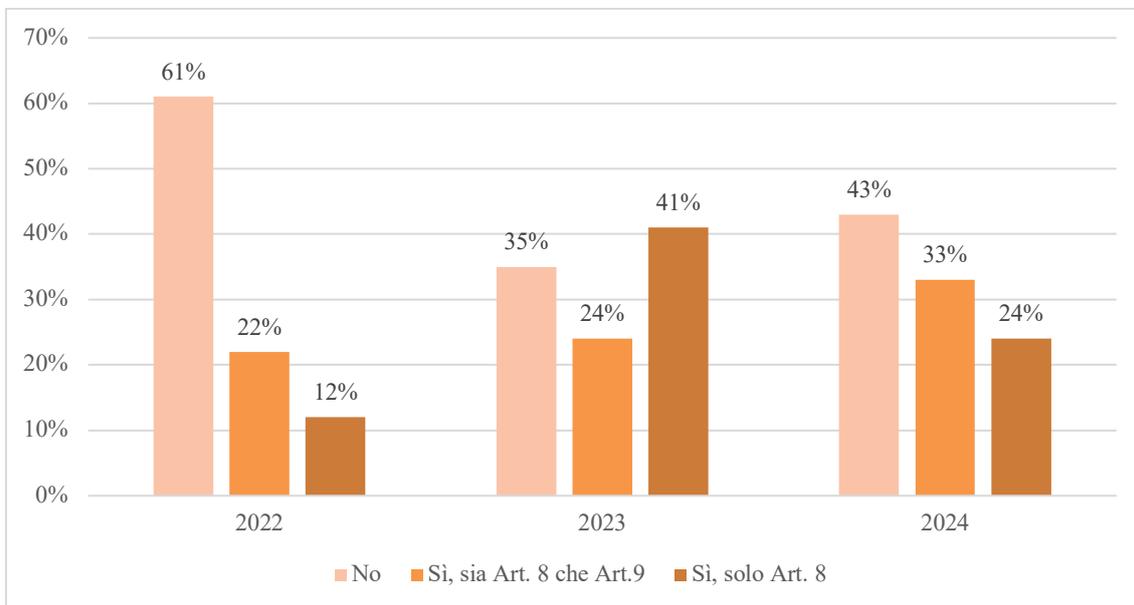
Per il terzo anno consecutivo, sono state inserite domande relative al **regolamento 2019/2088 SFDR, anche alla luce della nuova normativa UE 2022/1288**: in particolare, si è voluto valutare il **livello di impatto** che il regolamento avrà sulle politiche di investimento degli investitori istituzionali, se modificherà le modalità di attuazione della politica di investimento e, infine, se **fossero già presenti in portafoglio fondi classificabili Art. 8 e Art. 9**. Relativamente all’impatto che la normativa avrà sulle politiche di investimento (**figura 2.7**), il **62%** (in aumento rispetto al 47% del 2022 e al 50% del 2023) dei rispondenti dichiara che l’effetto sarà **limitato**, mentre solo per il **14%** (era il 17% nel 2023) sarà **elevato**. Il **24%** (era il 33% nel 2023) non **prevede alcun effetto** dall’entrata in vigore della normativa.

Figura 2.7 – Quale sarà l'impatto sulle vostre politiche di investimento del regolamento 2019/2088 (SFDR) in vigore dal 10 marzo 2021, anche alla luce della nuova normativa UE 2022/1288 in vigore dal 1° gennaio 2023?



Si attesta al **43%** (dopo essere passata dal 61% al 35% negli ultimi due anni) la percentuale dei FPP rispondenti che **non ha in portafoglio fondi che rispondano agli Articoli 8 e 9** (figura 2.8), mentre sale al 33% (in costante crescita dal 22% del 2022 al 24% del 2023) la percentuale di chi dichiara di avere in portafoglio fondi sia Art. 8 che Art. 9. *Nessun fondo pensione preesistente dichiara di detenere un fondo Art.8 o Art.9 di diritto italiano.*

Figura 2.8 – Avete in portafoglio fondi che rispondono agli Art. 8 e Art. 9 della SFDR 2019/2088?



Volgendo uno sguardo al futuro il 57% degli investitori pensa di incrementare ulteriormente gli investimenti sostenibili nel prossimo futuro. Di questi il 75% lo farà attraverso la strategia delle esclusioni, il 33% attraverso le strategie del *best in class* mentre solo il 25% attraverso la strategia dell'engagement. La metà, inoltre, dichiara di non aver ancora individuato specifici settori dove indirizzare i futuri investimenti.

Si ringrazia per aver partecipato all'indagine: Cassa di Previdenza Monte dei Paschi di Siena, Fondo di Accantonamento delle Indennità di Fine Carriera per i Giocatori e gli Allenatori di Calcio, Fondo di Previdenza Mario Negri, Fondo Pensione a Contribuzione Definita del Gruppo Intesa Sanpaolo, Fondo Pensione a Prestazione Definita del Gruppo Intesa Sanpaolo, Fondo Pensione Agenti Professionisti di Assicurazione, Fondo Pensione Crédit Agricole, Fondo Pensione dei Dirigenti dell'Eni – Fopdire, Fondo Pensione Dirigenti del Gruppo Enel – Fondenel, Fondo Pensione Monte dei Paschi di Siena, Fondo Pensione Nazionale per il personale delle Banche di Credito Cooperativo Casse Rurali e Artigiane, Fondo Pensione per il Personale delle Aziende del Gruppo UniCredit, Fondo Pensioni del gruppo Banco Popolare, Fondo Pensione Dirigenti Gruppo Telecom Italia, Fondo Pensioni del Personale Gruppo BNL/BNP Paribas Italia, Fondo Pensioni per il personale Cariplo, Fondo Pensione Dipendenti delle Società Gruppo Zurigo, Previndai, Previndapi, Previbank, Previp.

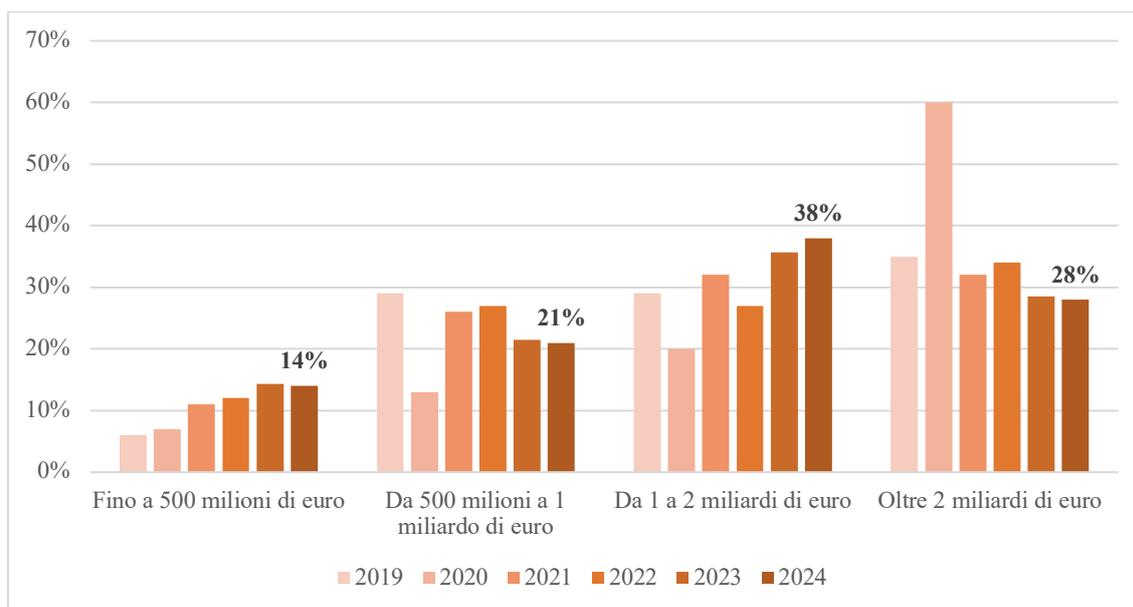
2.2 I Fondi Pensione Negoziali

Passando ai *fondi pensione negoziali* (di seguito FPN), si registra anche per quest'anno un ulteriore incremento del numero di partecipanti, arrivati a 29, con un aumento di un'unità rispetto ai 28 del 2023, ai 26 del 2022 e ai 16 del 2021, **per un totale attivo netto destinato alle prestazioni di circa 59,7 miliardi, il 97,7% dell'ANDP totale**. È possibile dunque affermare che ancora di più quest'anno le risposte fornite dai partecipanti restituiscano un'immagine pressoché completa dell'insieme dei FPN attualmente composto da 33 soggetti.

In linea con le disposizioni di legge, la gestione dei FPN è quasi totalmente esternalizzata a soggetti professionali tramite l'affidamento di mandati di gestione. Guardando alla composizione del patrimonio in gestione ricavabile dai dati tratti dal citato Report Itinerari Previdenziali, la quota più rilevante è costituita dai **titoli di debito** pari al 55% (37% titoli di Stato e 18% obbligazioni *corporate*) e, considerando anche gli investimenti monetari (7,4%), l'ammontare investito in liquidità e obbligazioni raggiunge il 63% delle risorse in gestione.

Tornando alle caratteristiche del campione e alle relative dimensioni patrimoniali (*figura 2.9*) si osserva una leggera flessione dell'incidenza percentuale dei FPN di dimensioni maggiori (sopra i 2 miliardi di euro) che scendono dal 29% al 28%, a favore dell'aumento dei fondi pensione di medie-grandi dimensioni (da 1 a 2 miliardi) in aumento di 2 punti percentuali e che arrivano a pesare per oltre un terzo del campione oggetto d'analisi (38%).

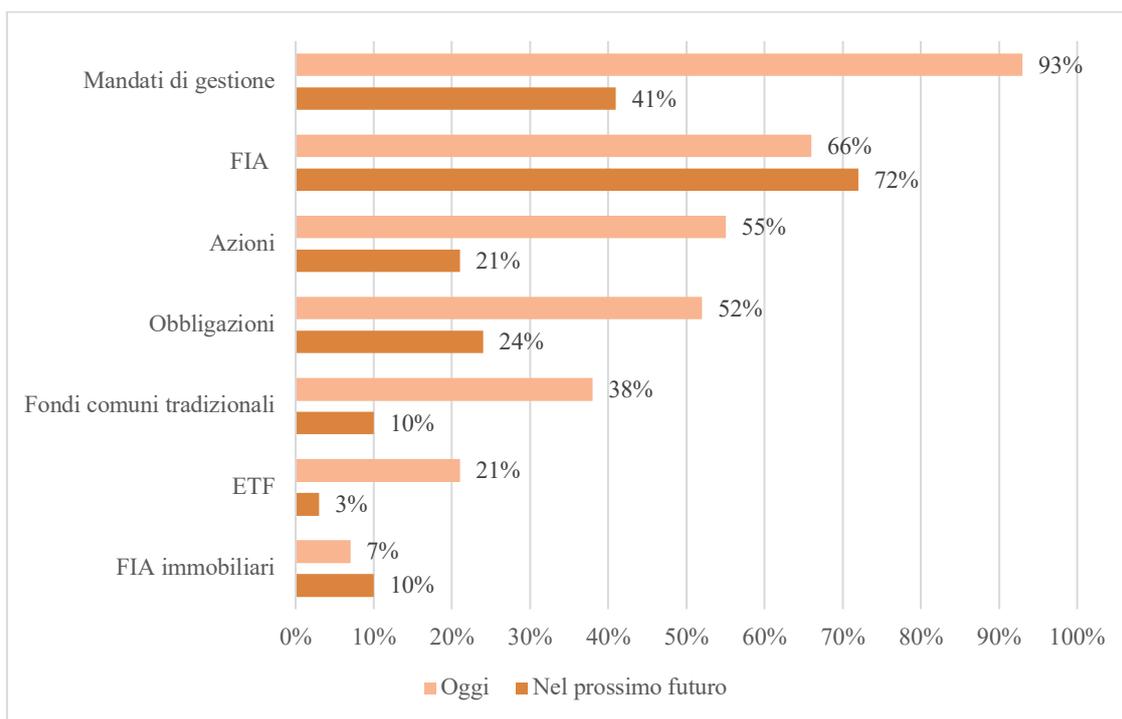
Figura 2.9 – Dimensioni patrimoniali



Per quanto riguarda le modalità e le *asset class* in cui investono i FPN e le intenzioni d'investimento nel prossimo futuro, la situazione vede la grande maggioranza (93%), in leggero aumento rispetto all'89% dell'anno passato, **investire tramite mandati di gestione** (in linea con la richiamata normativa vigente), mentre si registra una ripresa dei Fondi d'Investimento Alternativi (che avevano visto una flessione nel 2023), saliti dal 54% del 2023 al 66% di quest'anno; d'altro canto, si osserva un importante aumento dell'incidenza delle obbligazioni passate nel corso di tre anni dal 37% (2022) al 46% (2023), al 52% nel 2024 con un incremento di quasi 15 punti percentuali. Valori che, se confrontati con gli altri investitori istituzionali, mostrano importanti analogie per l'andamento delle obbligazioni in crescita.

Per il futuro prossimo, come si vede nella figura 2.10, ben il 72% dei FPN si propone di aumentare l'esposizione nei fondi alternativi, mentre il 10% dichiara di volerlo fare nei FIA immobiliari. Due dati in linea con quanto emerso nel Decimo Report nel quale si evidenzia come nel corso degli ultimi anni si stia verificando un aumento progressivo di investimenti in *asset class* alternative (principalmente *private debt*, *private equity* e infrastrutture), sia direttamente sia per il tramite di progetti condivisi. Per quanto riguarda i mandati di gestione, solo il 41% dei rispondenti continuerà a utilizzare questo strumento. Da registrare, infine, l'interesse per azioni e obbligazioni con una lieve preferenza per quest'ultime con rispettivamente il 21% e il 24% delle preferenze. Infine, a livello più generale, sono 18 su 29 (62%) i FPN che sostengono la necessità di rivedere la propria *asset allocation* nel prossimo futuro.

Figura 2.10 – In quali strumenti investe/investirà l'Ente?

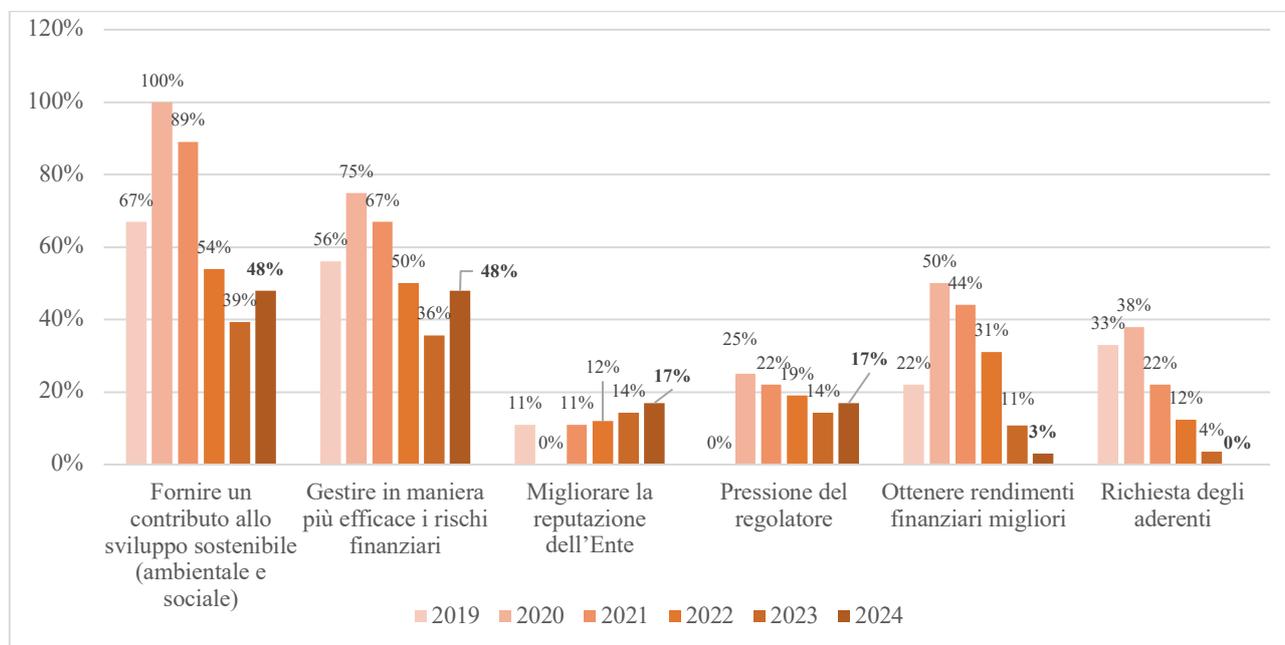


Con l'incremento del numero di FPN partecipanti all'indagine si registra una riduzione di lieve entità nell'incidenza percentuale di soggetti che formalmente adottano una politica SRI, che scende dal 50% al 48%; tuttavia, come già emerso per le altre tipologie di investitori istituzionali, la mancata formalizzazione di una politica di investimento SRI non significa che l'ente non scelga comunque di investire in strumenti sostenibili. Dei 15 soggetti che attualmente non hanno politiche attive oggi il 53% dichiara che le implementerà nel futuro prossimo. Dei 16 FPN che indicano da quanto tempo adottano una politica di investimento sostenibile, solo il 19% lo fa da meno di un anno mentre la maggioranza (il 56%) lo fa in un periodo compreso tra 1 e 5 anni e 25% lo fa da oltre 5 anni. Rispetto alla quota di patrimonio alla quale viene applicata la politica, per 12 FPN (71%) la quota è tra il 75% e il 100%.

Tra le motivazioni alla base dell'adozione di politiche d'investimento sostenibili (**figura 2.11**), la principale si conferma essere anche per quest'anno la volontà di fornire un contributo allo sviluppo **sostenibile ambientale e sociale**, indicata dal **48%** dei rispondenti in crescita rispetto al 39% registrato nel 2023. Con lo stesso numero percentuale di preferenze la motivazione legata alla più **efficace gestione dei rischi (48%)**. Da sottolineare poi come prosegua il calo iniziato nel 2020 (indicato da solo il 3% dei rispondenti) della motivazione "ottenere rendimenti finanziari migliori":

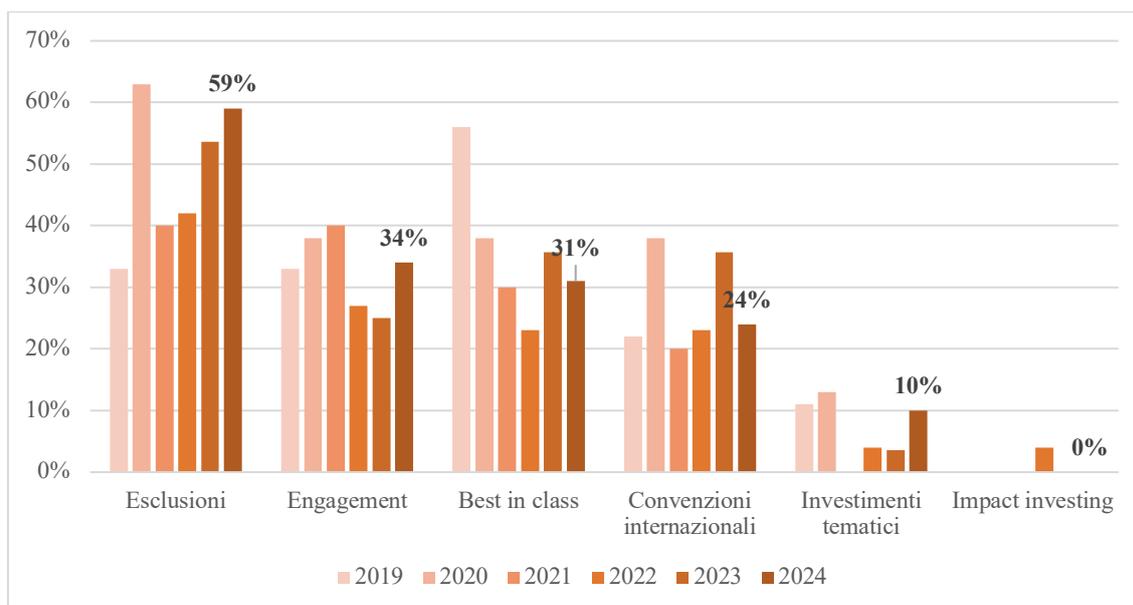
più in generale, i FPN, al pari di altri investitori istituzionali, stanno progressivamente **entrando in una fase più matura**, nella quale non si diventa sostenibili per apparire migliori ma anche e soprattutto per altre e più nobili ragioni. Allo stesso tempo, ed è sicuramente un'altra rilevazione positiva, rimane stabile intorno al 17% la motivazione legata alla **“pressione del regolatore”**.

Figura 2.11 – Quali obiettivi e/o motivazioni hanno spinto l’Ente a introdurre politiche di investimento sostenibili?



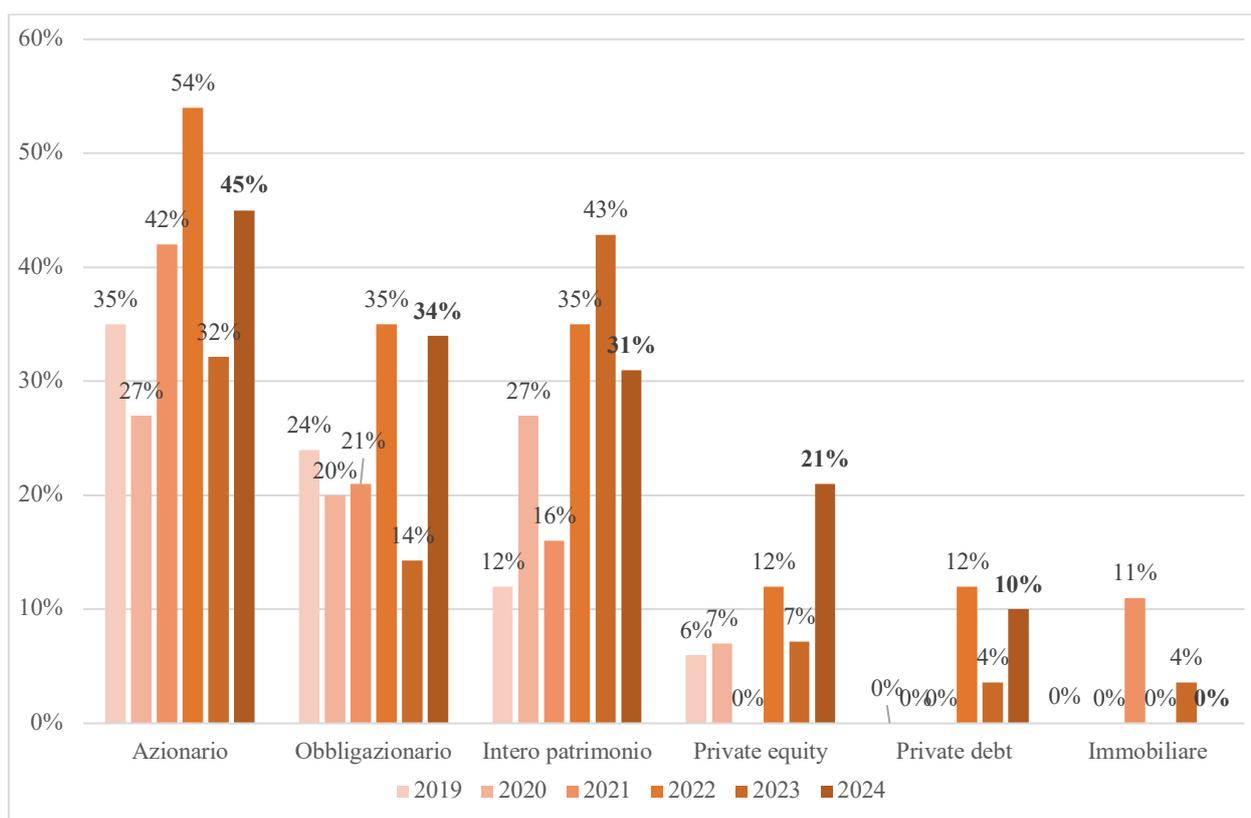
Per quanto riguarda le strategie SRI adottate (**figura 2.12**), si osservano significative variazioni rispetto all’anno precedente. Al primo posto, in costante ascesa, si trovano le **esclusioni con il 59%** delle preferenze (erano il 54% nel 2023 e il 42% nel 2022); seguono, seppur a distanza, **engagement con il 34%** di preferenze e **best in class con il 31%**. Si segnala, infine, il persistente modesto *appeal* per quanto riguarda gli *investimenti tematici* (10%). ma un’importante ripresa per quanto riguarda la strategia dell’*engagement* che passa dal 25% al 34% dopo anni di calo confermando tra i FPN gli utilizzatori maggiori nel panorama istituzionale. **Dati questi che si discostano peraltro significativamente rispetto ai valori aggregati per l’intero panorama degli investitori istituzionali**, tra i quali gli investimenti tematici sono posizionati al secondo posto in termini di preferenze (34%), mentre *l’engagement* si posiziona al sesto posto con il 28% delle preferenze.

Figura 2.12 – Quali sono le strategie SRI adottate?



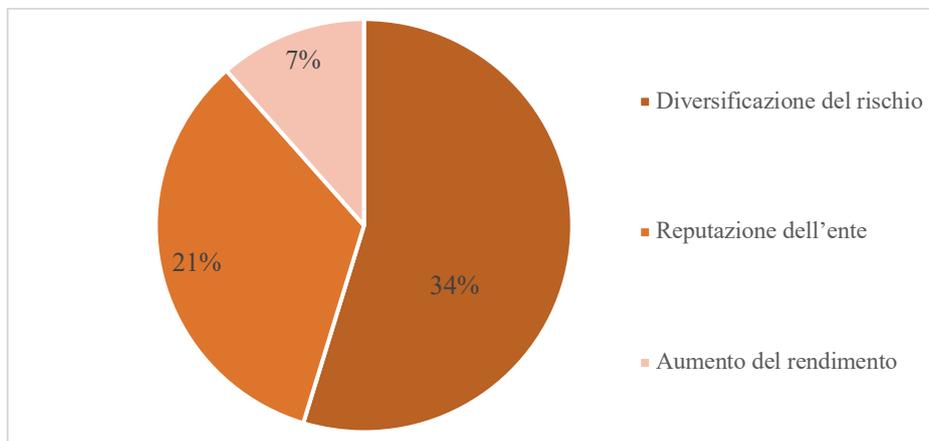
Rispetto alle *asset class* cui vengono applicati i fattori ESG, nel corso dell'ultimo anno si osserva anche un'importante variazione (*figura 2.13*). Per la maggior parte dei FPN (43%) i criteri vengono applicati ai titoli azionari (45%), con un incremento di 13 punti percentuali rispetto allo scorso anno (32%), mentre per il 34% l'attenzione è incentrata sulla componente obbligazionaria con un incremento di 20 punti percentuali rispetto allo scorso anno. Le ulteriori due *classi* alle quali sono maggiormente applicati i criteri sono: intero patrimonio con il 31% delle preferenze e il *private equity* in forte risalita al 21% dopo la caduta del 2023 (era indicato dal 7%).

Figura 2.13 – A quali asset class vengono applicati i fattori ESG?



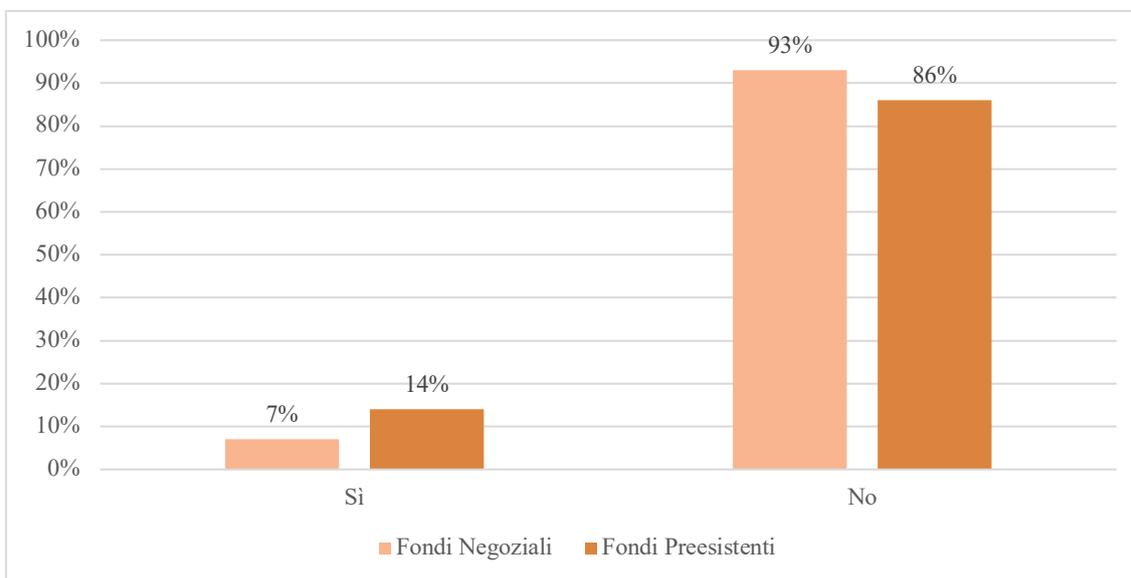
Grazie all'applicazione delle politiche SRI i 29 fondi pensione negoziali rispondenti sostengono di avere tratto un beneficio principalmente rispetto alla diversificazione del rischio (34%) e alla migliore reputazione dell'ente (21%); dati questi in linea con quanto emerso nel capitolo che presenta i risultati aggregati. Più distante in termini di incidenza percentuale la voce relative all'*aumento del rendimento* al 7% (figura 2.14).

Figura 2.14 - L'applicazione delle politiche di investimento SRI ha consentito un miglioramento in termini di...



Ancora contenuta sia per i fondi pensione negoziali sia per i preesistenti *l'assegnazione di specifici mandati di gestione con obiettivi di sostenibilità* (figura 2.15), rispettivamente fermi a quota 7% e 14%, con addirittura il 93% dei rispondenti (in linea con gli anni passati) tra gli FPN che opta per il no.

Figura 2.15 – Sono stati assegnati specifici mandati di gestione con obiettivi di sostenibilità?



Rispetto alla valutazione da parte dei CdA degli impatti delle strategie SRI sul patrimonio oltre la metà dei FPN (69%) afferma che l'analisi viene svolta almeno una volta l'anno; d'altro canto, il 10% dichiara che non viene mai effettuata una specifica valutazione.

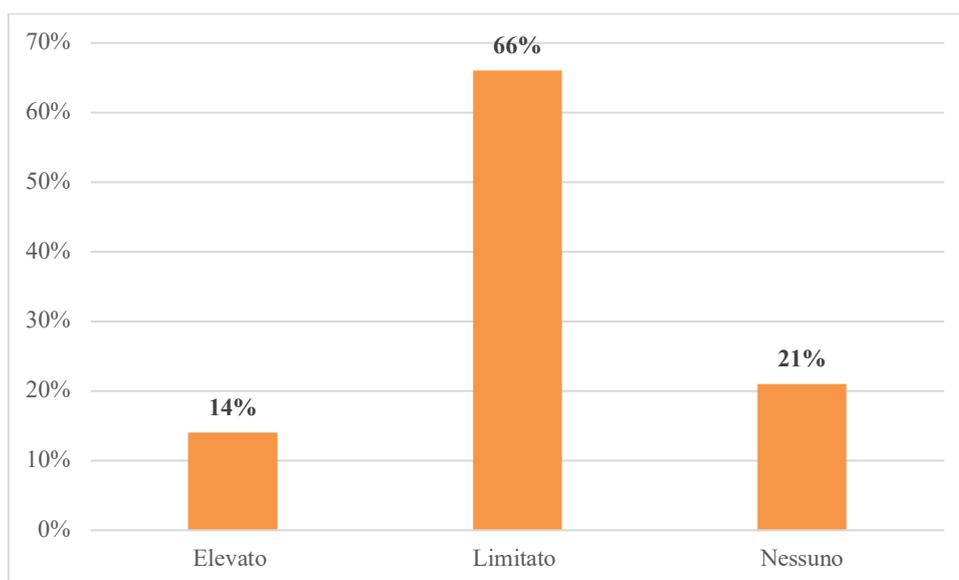
Per quanto riguarda la **trasparenza**, l'incremento del numero di FPN ricompresi nell'analisi ha comportato una lieve flessione nell'incidenza percentuale rispetto a chi pubblica un documento relativo alle politiche sostenibili adottate, che scende ancora dal 65% a 57% a **48%** nel 2024; tuttavia,

se si considera l'andamento in termini di valori assoluti, il numero di FPN che forniscono tale documentazione è sceso di sole 2 unità da 16 a 14.

Anche alla luce delle importanti novità normative introdotte a livello comunitario, quasi l'80% dei FPN è intenzionato ad avviare percorsi di formazione interna per approfondire questi aspetti in tema di finanza sostenibile. Inoltre, poco meno della metà dei FPN (48%) afferma di aver già ricevuto indicazioni da parte delle SGR in merito alle novità legislative previste dalla normativa UE 2022/1288 che introduce standard tecnici di dettaglio (*Regulatory technical standards o Rts*) per le società di gestione. Strettamente legata al tema è la presenza all'interno di ciascun ente di figure in possesso di specifiche e certificate competenze in materia di investimenti ESG. Al momento solo il 10% dei FPN è dotato al proprio interno di una figura o di un *team* con questa specifica formazione; il 17% gestisce internamente i processi ESG senza aver identificato una risorsa o un team dedicato, mentre la maggioranza (59%) non ha risorse interne e si avvale del supporto di un soggetto esterno. Dato che trova conferma nel numero di FPN che si rivolgono a un *advisor* specificamente ESG: 20 enti (pari al 69%), con una forte predilezione per Nummus.info.

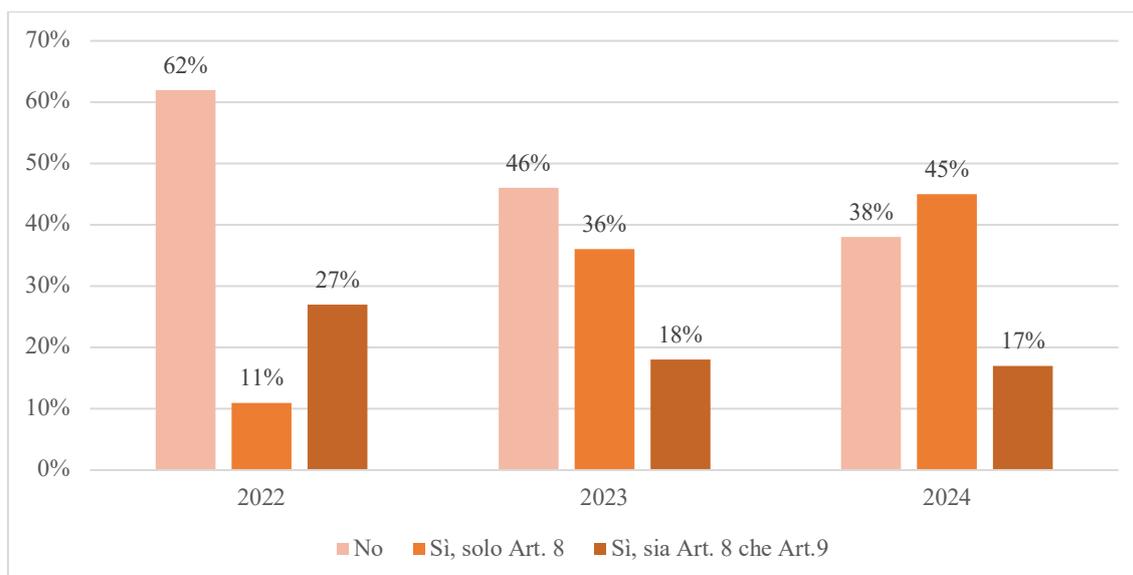
Per quanto riguarda il regolamento 2022/1288, resta invariata rispetto allo scorso anno la percentuale di chi sostiene avrà un impatto limitato (66%), mentre cresce l'incidenza percentuale di chi ritiene sarà nullo; percentuale che passa dal 12% del 2022 al 19% del 2023 al 21% del 2024 (**figura 2.16**).

Figura 2.16 – Quale sarà l'impatto sulle vostre politiche di investimento del regolamento SFDR UE 2022/1288?



Con le riserve che si sono evidenziate in precedenza, è interessante notare la variazione tra lo scorso anno e l'attuale rispetto alla presenza in portafoglio di fondi che rispondono agli Art. 8 e 9 della normativa SFDR (**figura 2.17**). Rispetto al 2022 e al 2023 si riduce sia la percentuale di chi non detiene fondi di questo genere, che passa dal 62% al 46% fino al 38% di quest'anno. Si riduce però contestualmente anche la percentuale di chi possiede fondi sia Art.8 che Art.9 (dal 27% al 18%) fino al 17% di quest'anno. Entrambe le riduzioni vanno a favore dell'incidenza percentuale di chi detiene fondi Art.8, più che triplicata nel corso di due anni, crescendo dall'11% al 36% fino al 45% del 2024. La dinamica in atto sta consentendo ai FPN di riallinearsi con i valori aggregati riportati nel primo capitolo.

Figura 2.17 – Avete in portafoglio fondi che rispondono agli Art. 8 e Art. 9 della SFDR 2019/2088?



Si ringrazia per aver partecipato all'indagine: Agrifondo, Alifond, BYBLOS, Cometa, Espero, Eurofer, Fon.Te., Foncer, Fonchim, Fondaereo, Fondapi, Fondenergia, Fondo Pensione ARCO, Fondo Gomma Plastica, Fondo Pensione Dipendenti Gruppo Enel, Fondo Sanità, Fondoposte, Laborfonds, Mediafond, Pegaso, Perseo Sirio, Prevaer, Prevedi, PreviAmbiente, Previdenza Cooperativa, Previmoda, Priamo, Solidarietà Veneto, Telemaco

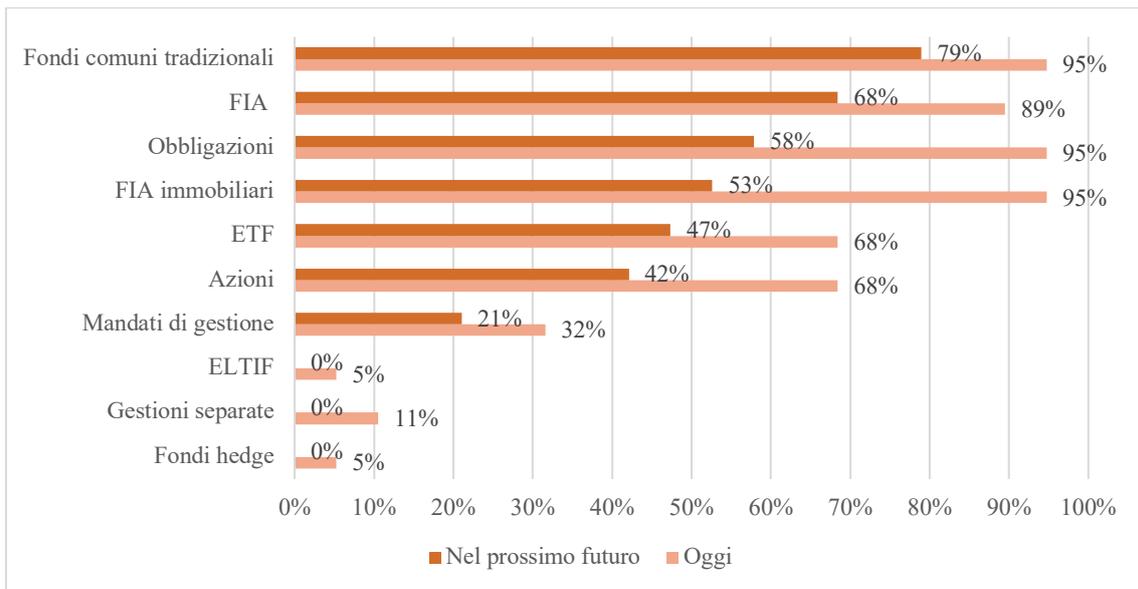
2.3 Le Casse di Previdenza

Anche in questa edizione, hanno partecipato all'indagine tutte le 19 Casse di Previdenza che, a fine 2022, rappresentano **oltre 100 miliardi di euro di attivo**. Più nel dettaglio, 9 Casse gestiscono un patrimonio di oltre 2 miliardi, 6 Casse tra 1 e 2 miliardi e 4 Casse tra 500 milioni e 1 miliardo. Il patrimonio viene gestito prevalentemente in via diretta¹, per oltre l'80% del totale, e solo una quota minoritaria è affidata a soggetti terzi tramite specifico mandato di gestione. Gli investimenti diretti, pari a circa 84 miliardi, sono così ripartiti tra le diverse *asset class*: il 30% è impiegato in OICR azionari, obbligazionari, flessibili, *etc*, mentre il 25% viene investito in FIA con un peso ancora molto significativo della componente immobiliare (64% del totale investito in FIA); la restante quota è ripartita tra investimenti diretti in titoli di debito (11%), titoli di capitale (5,95%), ETF (4,4%), investimenti monetari (8,4%) e immobiliari (2,8%), polizze (0,7%).

La rilevanza di OICR e FIA nel portafoglio delle Casse di Previdenza emerge chiara anche dalle risposte dei partecipanti all'indagine: tutte le Casse, ad eccezione di una, **effettuano attualmente investimenti diretti in OICR tradizionali e in FIA**. Nel prossimo futuro questi due strumenti rimarranno tra i principali in cui investire, rispettivamente per il 79% e il 68% dei rispondenti, mentre i FIA immobiliari scendono al 53%, molto probabilmente anche in considerazione dell'elevata esposizione attuale. Resta significativa anche la percentuale di Casse che investe in titoli obbligazionari (18 Enti su 19), anche se la percentuale di chi pensa di aumentare l'esposizione in futuro scende al 58% dei rispondenti (**figura 2.18**).

¹ Per approfondimenti circa la composizione e la gestione del patrimonio delle Casse di Previdenza si veda il Decimo Report Investitori Istituzionali a cura del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali disponibile per la libera consultazione sul sito www.itinerariprevidenziali.it.

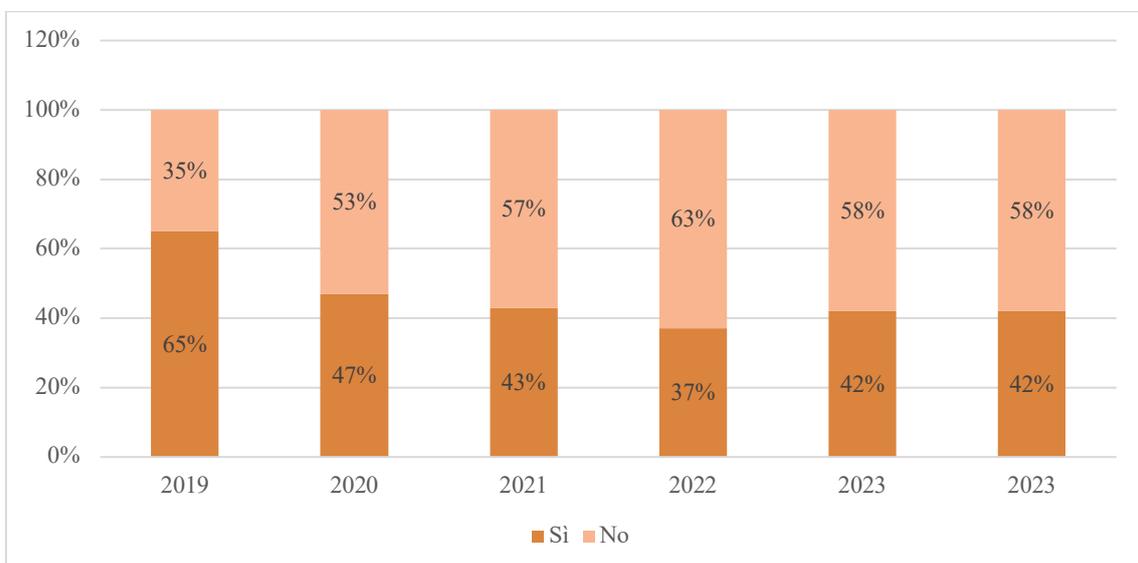
Figura 2.18 – In quali strumenti investe/investirà l’Ente?



A fronte di queste intenzioni, **solo il 42% delle Casse effettuerà una revisione dell’asset allocation nel breve termine** (contro il 53% del 2022 e il 37% del 2023). Fatta eccezione per un rispondente, infatti, la totalità delle Casse esprime un giudizio positivo sulla diversificazione degli investimenti, così come soddisfazione sulla *performance* finanziaria ottenuta: un risultato in linea con quello registrato nelle precedenti indagini e con il giudizio espresso dagli altri investitori. In particolare, la soddisfazione per i rendimenti riflette il recupero registrato dai mercati finanziari nel 2023 dopo i forti ribassi dell’anno precedente. Da ultimo, è significativo segnalare come solo 4 Casse non si avvalgano di uno o più advisor finanziari: tra i più coinvolti, Mangusta Risk, Prometeia e Link Consulting Partners.

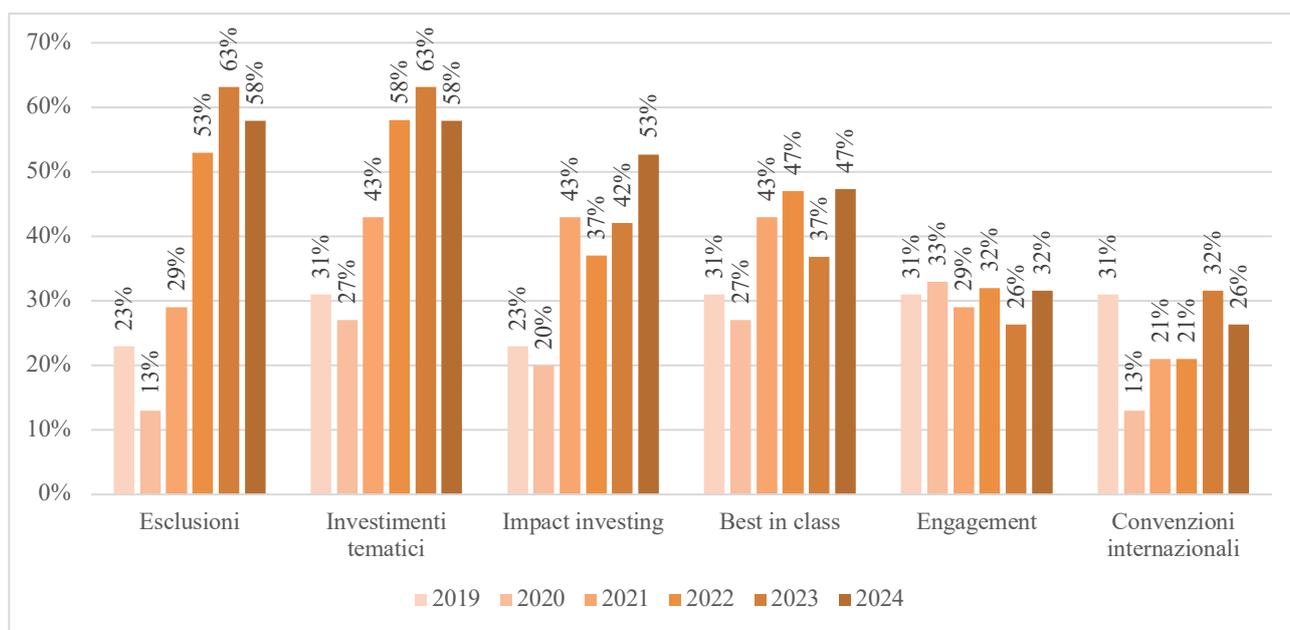
Venendo al cuore dell’indagine, rimane invariata la percentuale di Casse che adotta formalmente una politica di investimento sostenibile, pari al 42% dei rispondenti. Se è vero che rimane preponderante la quota di soggetti che non adottano ancora una *policy* formale, lo è altrettanto che, pur non dotandosi di linee guida formali, molti Enti investono comunque in maniera sostenibile acquistando, ad esempio, prodotti finanziari che rispettano i criteri ESG (**figura 2.19**).

Figura 2.19 – L’Ente adotta una politica di investimento sostenibile SRI?



Importante sottolineare come tutte le Casse che non adottano ancora una politica sostenibile, ad eccezione di una, dopo aver affrontato internamente il tema hanno valutato di implementarla nel prossimo futuro. Le Casse che, invece, seguono una *policy* formale lo fanno principalmente in un arco temporale che comprende gli ultimi 5 anni (2 Enti da più di 5 anni e 3 da meno di un anno). Per il 46% dei rispondenti, inoltre, la politica coinvolge al massimo il 25% del patrimonio mentre solo il 31% la estende a quota compresa tra il 75% e il 100%; il restante 23% si colloca nella fascia intermedia tra il 25% e il 75% del patrimonio.

Figura 2.20 – Quali sono le strategie SRI adottate?



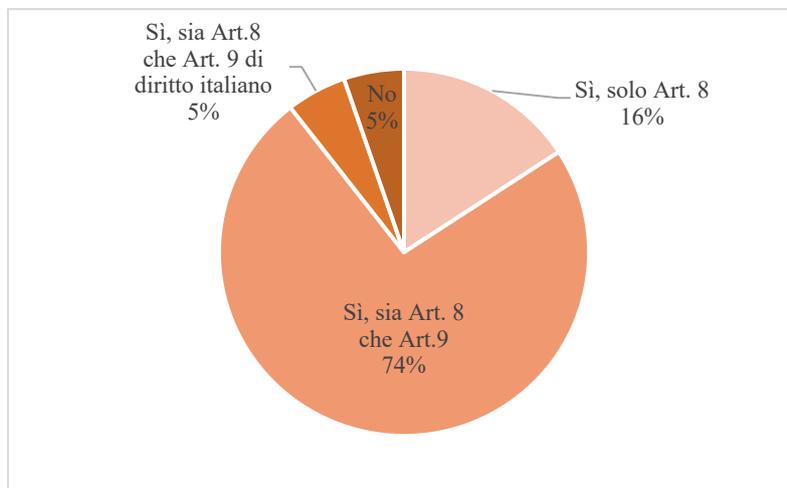
Al fine di perseguire obiettivi di sostenibilità, **le esclusioni e l'investimento tematico** si confermano le strategie maggiormente scelte dalle Casse di Previdenza (*figura 2.20*) a pari merito con il 58% delle risposte, *seppur in calo rispetto all'anno precedente a favore di altre strategie in crescita come impact investing, best in class ed engagement* (nell'ultimo anno in aumento rispettivamente dal 42% al 53%, dal 37% al 47% e dal 26% al 32%).

Entrando più nel dettaglio delle singole strategie, le esclusioni riguardano principalmente i settori della pornografia e delle armi (per il 53% dei rispondenti), del gioco d'azzardo (42%), del lavoro minorile, del tabacco e delle controversie legati a diritti umani, civili e politici (37%); con riferimento agli investimenti tematici, invece, chi applica questa strategia lo fa soprattutto nel campo dell'*efficientamento energetico* (58%), del *cambiamento climatico* (47%) e *salute* (42%). Segue, in ordine di strategia più diffusa, l'*impact investing* che, nel caso delle Casse di Previdenza come per le Fondazioni di origine Bancaria, si concentra per la stragrande maggioranza dei casi (70%) sul *social housing*.

In linea con la modalità di gestione prevalentemente diretta, la maggioranza delle Casse *acquista direttamente prodotti finanziari che rispondono a criteri ESG* (74%). Si tratta per lo più di fondi comuni tradizionali (nell'86% dei casi) e FIA legati al settore infrastrutturale (71%), fondi di *private equity* e energie rinnovabili (rispettivamente 64% e 57%). Al contrario, solo quattro Casse assegnano specifici mandati di gestione con obiettivi di sostenibilità e, di queste, tre adottano un *benchmark* di sostenibilità per valutarne i risultati.

Tra i prodotti che rispondono ai criteri ESG, tutte le Casse, ad eccezione di una, dichiarano di avere in portafoglio fondi ex. art. 8 o art. 9 della SFDR 2019/2088: il 16% solo art. 8 (era il 21% nel 2023) e il 74% sia art. 8 che art. 9. Tra questi ultimi, si riscontra una minor presenza di fondi di diritto italiano rispetto all'anno precedente.

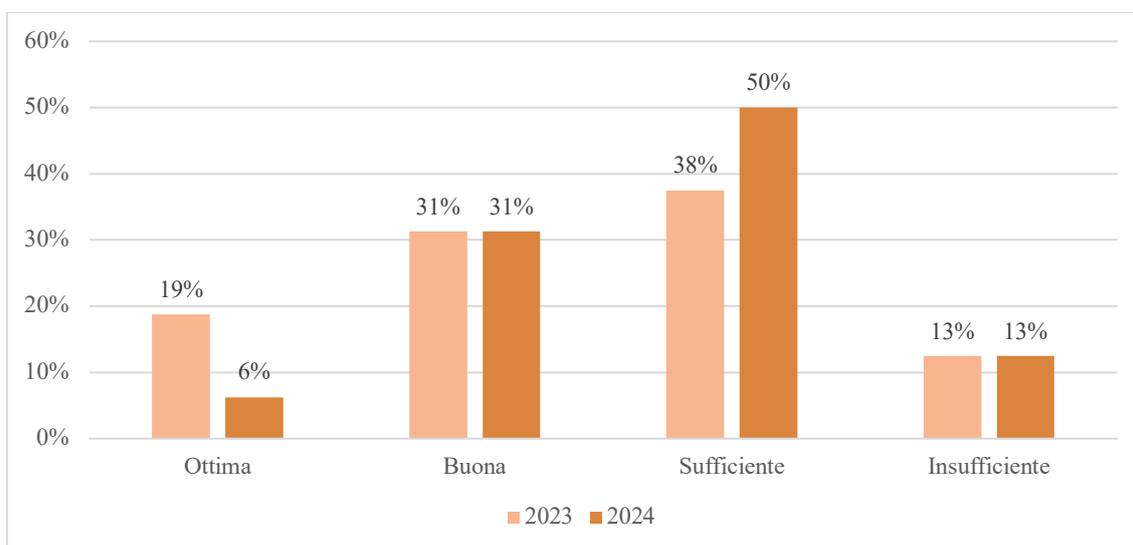
Figura 2.21 – Avete in portafoglio fondi che rispondono agli Art. 8 e Art. 9 della SFDR 2019/2088?



Venendo alla valutazione degli investimenti, la maggioranza delle Casse valuta in Consiglio di Amministrazione gli impatti delle strategie SRI sul patrimonio: nello specifico, il 37% lo fa più volte durante l'anno e il 21% una volta all'anno. Per quanto riguarda l'esito della valutazione, in riferimento agli effetti generati dall'investimento sostenibile, il 42% degli enti rispondenti ne ha **tratto beneficio in termini di reputazione** e il 37% riscontra un **miglioramento della diversificazione del rischio** mentre nessuno segnala un aumento del rendimento (nel 2023 solamente il 5% del campione), in linea con quanto rilevato a livello aggregato.

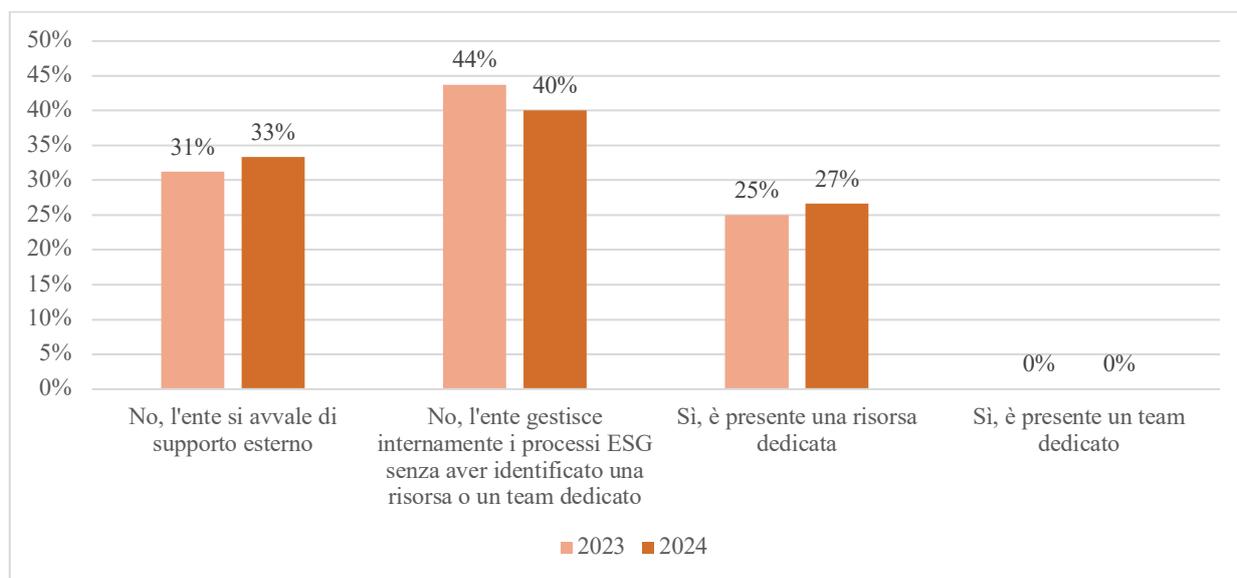
In tema di trasparenza, tutte le Casse che adottano formalmente una politica di sostenibilità, ad eccezione di una, pubblicano un documento che ne illustra le caratteristiche. Tutte le Casse valutano mediamente buona la propria conoscenza della normativa in tema di finanza sostenibile (insufficiente anche quest'anno solo per il 13%) ma ritengono utile approfondire gli aspetti normativi avviando percorsi di formazione, anche se il 65% non ha ancora preso misure in questo senso.

Figura 2.22 – Conoscenza delle tematiche ESG



Considerata anche la complessità della tematica e la rapida evoluzione della normativa, è stato poi chiesto se all'interno dell'Ente è previsto un supporto esterno e/o interno per la gestione degli investimenti ESG (**figura 2.23**): in linea con i risultati registrati l'anno scorso, la maggior parte delle Casse gestisce internamente i processi ESG senza aver identificato una risorsa o un *team* dedicato (40%); il 33% si avvale di supporto esterno, come uno specifico *advisor* ESG, solo il 27% ha individuato una risorsa interna dedicata mentre nessun Ente ha un team dedicato. È tuttavia da evidenziare come, al confronto con gli altri investitori istituzionali, la quota del 27% colloca le Casse al secondo posto della classifica per soggetti che dedicano almeno una risorsa interna all'implementazione delle tematiche ESG, subito dopo le Compagnie di Assicurazione che si posizionano al vertice con il 68% dei rispondenti.

Figura 2.23 – Supporto nella gestione delle tematiche ESG



Infine, in linea con le risultanze aggregate, tutte le Casse, ad eccezione di una, dichiarano di voler incrementare l'esposizione agli investimenti sostenibili nel prossimo futuro, prevalentemente tramite gestione diretta (acquisto di strumenti che rispondano ai criteri ESG). Più nello specifico, i futuri investimenti dovrebbe orientarsi verso **il mondo delle energie rinnovabili (84%), dell'healthcare e delle piccole e medie imprese (42%) e della Silver Economy (32%)**.

Si ringrazia per aver partecipato all'indagine: Cassa Forense, Cassa Geometri, CDC (Cassa Dottori Commercialisti), CNN (Cassa Nazionale del Notariato), CNPR (Cassa Nazionale di Previdenza ed Assistenza a favore dei Ragionieri e Periti Commerciali), ENPAB (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza a favore dei biologi), ENPACL (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza per i Consulenti del Lavoro), ENPAF (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza Farmacisti), Fondazione ENPAIA (Ente Nazionale di Previdenza per gli Addetti e per gli Impiegati in Agricoltura), ENPAP (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza per gli Psicologi), ENPAPI (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza della Professione Infermieristica), ENPAV (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza Veterinari), EPAP (Ente di Previdenza e Assistenza Pluricategoriale), EPPI (Ente di Previdenza dei Periti Industriali e dei Periti Industriali laureati), FASC (Fondo Agenti Spedizionieri e Corrieri), Fondazione ENASARCO, Fondazione ENPAM (Ente Nazionale di Previdenza ed Assistenza dei Medici e degli Odontoiatri), INARCASSA Cassa Nazionale di Previdenza ed Assistenza per gli Ingegneri ed Architetti Liberi Professionisti), INPGI (Istituto Nazionale di Previdenza dei Giornalisti Italiani).

2.4 Le Fondazioni di origine Bancaria

È utile evidenziare in prima battuta che, con riferimento ai temi della sostenibilità economica, sociale e ambientale, le Fondazioni agiscono con la consapevolezza determinata dalla loro stessa *mission* istituzionale di perseguire esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico. La sostenibilità nella gestione del patrimonio e nell'orientamento dell'attività delle Fondazioni è stata incorporata anche nella Carta delle Fondazioni elaborata da Acri nel 2012, dove si sancisce che *“nelle decisioni di impiego del proprio patrimonio vengono esclusi gli investimenti che presentino connessioni con situazioni di violazione dei diritti dell'uomo e delle norme di tutela dell'ambiente e del patrimonio storico, artistico e culturale, a tal fine ispirandosi a principi elaborati da organismi nazionali e sovranazionali”*.

Cresce anche quest'anno la partecipazione all'indagine da parte delle Fondazioni di origine Bancaria (di seguito FoB), arrivando a 37 rispondenti (+ 1 rispetto al 2023, + 10 rispetto al 2022 e + 21 rispetto al 2021), per un totale attivo **di 36,5 miliardi di euro, corrispondenti al 77% del totale di tutte le 86 FoB** (47,6 miliardi nel 2022, ultimo anno disponibile). In particolare, l'11% delle FoB rispondenti gestisce un patrimonio che supera i 2 miliardi di euro, il 14% compreso tra 1 e 2 miliardi, l'8% tra i 500 milioni e il miliardo e il 68% fino a 500 milioni.

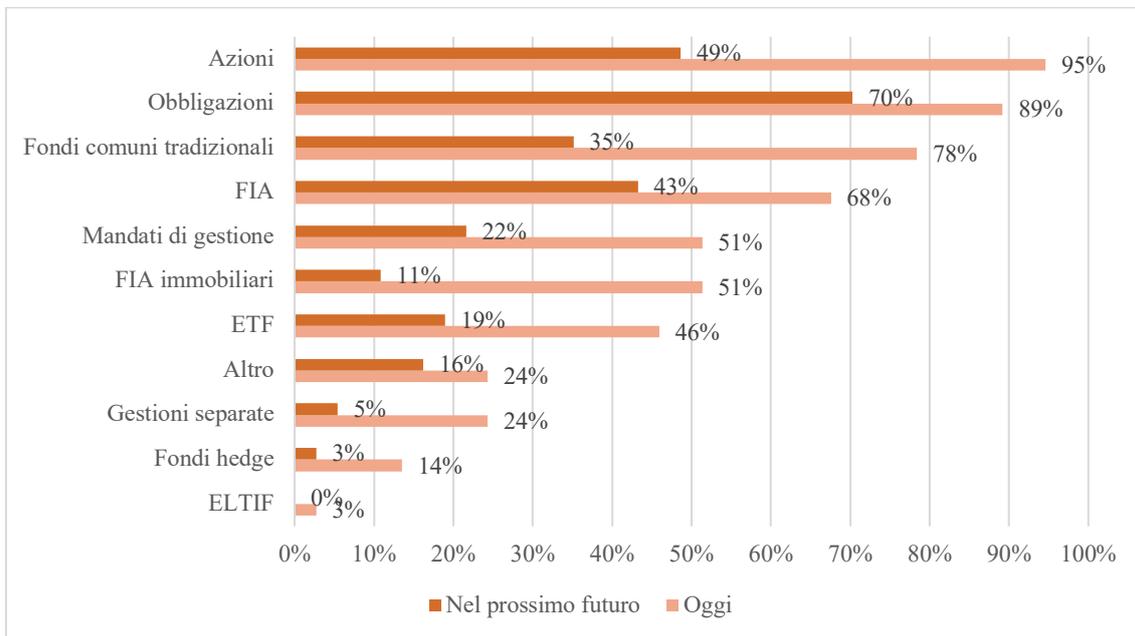
Come risulta dal Decimo Report dedicato agli investitori istituzionali italiani, una quota importante del patrimonio delle Fondazioni, per il 2022 circa il 24%, è investita direttamente nella banca conferitaria e il 4% è suddiviso tra Cassa Depositi e Prestiti e Fondazione con il Sud. Oltre agli investimenti istituzionali, le Fondazioni investono direttamente il 71% del totale attivo del campione analizzato (pari a circa 29 miliardi), mentre il restante 1% circa è affidato a gestori terzi tramite mandato. La gestione degli investimenti è molto cambiata nel corso degli ultimi anni, a favore di una sempre maggiore diversificazione, anche in virtù del fatto che le Fondazioni, a differenza degli altri investitori, non hanno raccolto nuova e, per adempiere ai loro scopi sociali ed erogare risorse sul territorio, devono necessariamente conservare e accrescere il proprio patrimonio.

I risultati dell'indagine confermano questa tendenza: aumenta anche quest'anno **la soddisfazione relativa alla diversificazione degli investimenti del patrimonio** con il 68% dei rispondenti che la considera buona oppure ottima, nonostante il calo rispetto all'83% del 2023 e a fronte del 78% del 2022, dell'81% del 2021, del 69% del 2020 e del 78% del 2019. **Risultato in linea con la soddisfazione della performance finanziaria**, positiva per oltre il 90% dei rispondenti, a conferma dei riflessi positivi dovuti all'andamento dei mercati finanziari del 2023.

Più nel dettaglio, **quali sono, e quali saranno nel prossimo futuro, gli strumenti nei quali investono, e investiranno, maggiormente le Fondazioni (figura 2.24)?** Anche in questa edizione dell'indagine, le FoB dimostrano di **avere un portafoglio molto diversificato** su tutte le *asset class*. Per le Fondazioni rispondenti, gli strumenti di investimento maggiormente utilizzati sono oggi rappresentati dalle **azioni** (95%), seguite da **obbligazioni** (89%) e **fondi comuni d'investimento** (78%). Le FoB dichiarano inoltre di servirsi di strumenti passivi, in particolare ETF, nel 46% dei casi. A differenza degli altri investitori censiti, il 24% del campione specifica di utilizzare veicoli dedicati a una o più enti, come ad esempio SICAV o SIF di diritto lussemburghese (indicati nella figura come categoria “altro”). Se si approfondiscono le intenzioni di investimento futuro delle Fondazioni partecipanti all'indagine, la fotografia che ne deriva in termini di *asset class* privilegiate vedono uno scambio al vertice della classifica tra azioni e obbligazioni, a dimostrazione di come queste ultime nelle prospettive dei rispondenti (il 70%) potranno continuare a offrire buoni rendimenti; seguono i FIA, che vengono privilegiati dal 43% delle FoB e i fondi comuni d'investimento (35%). Gestioni separate e fondi *hedge*, rispettivamente fermi a quota 5% e 3%, sono destinati a restare marginali nelle future

intenzioni di investimento. Come per fondi pensione e casse di previdenza, risulta **significativo il ricorso all’advisor finanziario**: 35 Fondazioni su 37 si avvalgono della consulenza di una società specializzata.

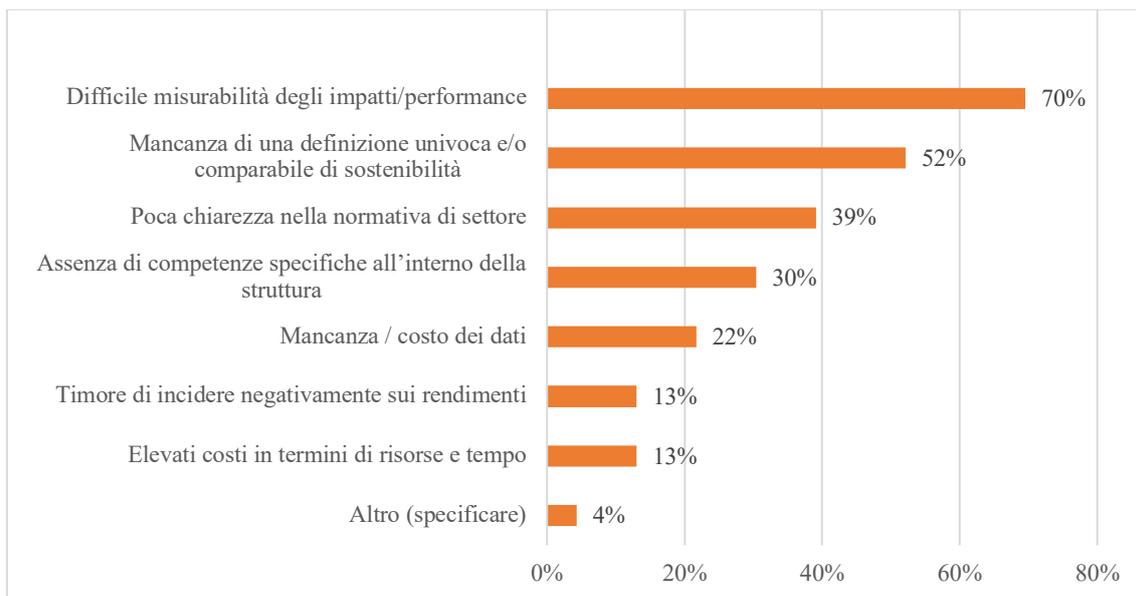
Figura 2.24 – In quali strumenti investe/investirà l’Ente?



Passando al tema portante dell’indagine, il 43% dei rispondenti dichiara di aver adottato una politica di investimento SRI (il 36% nel 2023, il 48% nel 2022 e il 31% nel 2021). Solo quattro Fondazioni ammettono, tuttavia, di non averne mai discusso in CdA, mentre tutte le altre dichiarano che il tema è stato affrontato e verrà implementato in futuro.

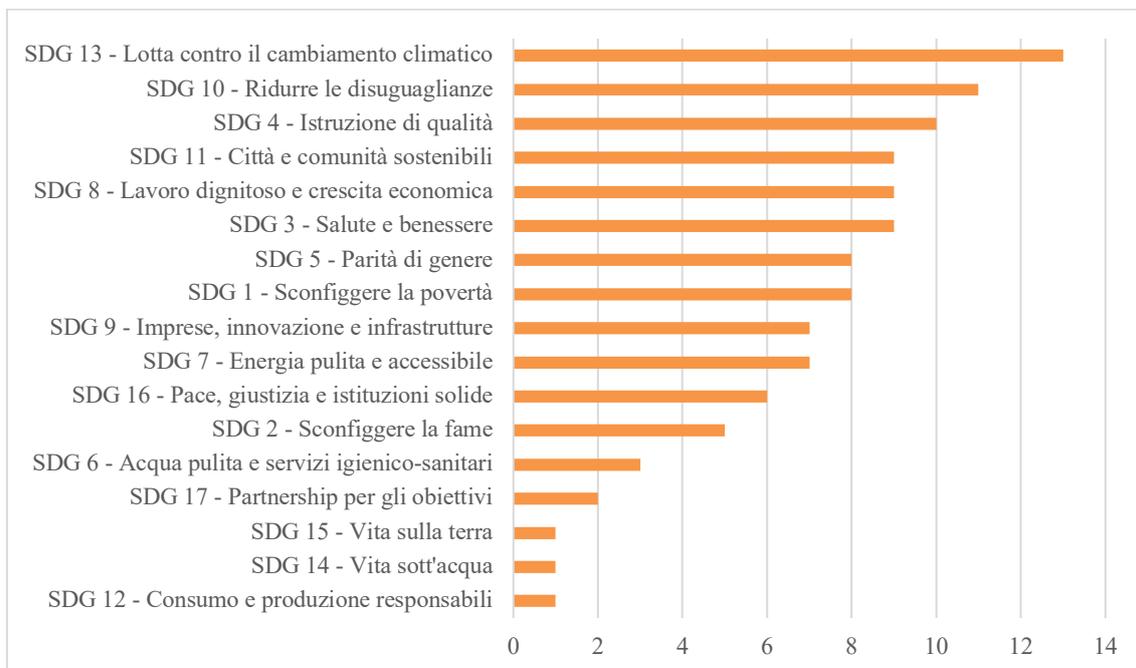
Come evidenziato a livello aggregato, anche per le Fondazioni – che tra gli altri investitori del campione rappresentano la categoria che adotta in misura minore una *policy* formale - il principale ostacolo all’implementazioni di politiche di investimento sostenibile è la difficile misurabilità degli impatti e delle *performance*, con il 70% delle risposte (**figura 2.25**); segue la mancanza di una definizione univoca e/o comparabile di sostenibilità (52%) e poca chiarezza nella normativa di settore (39%) mentre spaventa meno l’idea di doverci dedicare tempo e risorse (solo 13% delle risposte).

Figura 2.25 – Le principali barriere all’implementazione di politiche di investimento sostenibile



I principi generali a cui si ispirano maggiormente le Fondazioni che adottano formalmente una politica sostenibile continuano a essere gli SDGs, votati da 12 rispondenti (8 lo scorso anno), seguiti da UNPRI, dalle Convenzioni Internazionali in materia di diritti umani, risorse umane e tutela ambientale e dal programma *Global Compact* dell’ONU. Più nel dettaglio (**figura 2.26**), gli SDGs ritenuti più rilevanti sono SDG 13 - Lotta contro il cambiamento climatico, seguito da SDG 10 – Ridurre le disuguaglianze, SDG 4 - Istruzione di qualità e, a parimerito, SDG 3 Salute e Benessere e SDG 8 – Lavoro dignitoso e crescita economica, in linea con la particolare attenzione che le Fondazioni da sempre rivolgono alle tematiche sociali e ai territori di riferimento.

Figura 2.26 – Gli SDGs di maggior ispirazione per le Fondazioni

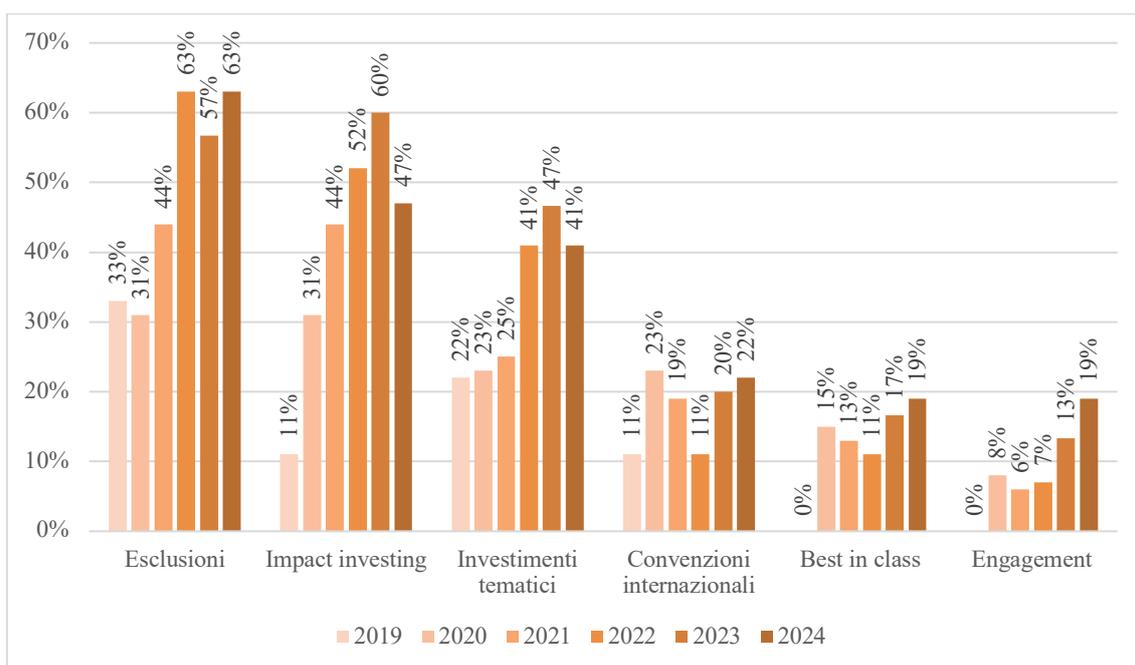


La priorità per le tematiche ambientali trova conferma anche nell'importanza affidata ai criteri ESG: nelle scelte di politica sostenibile, risulta preponderante la lettera E (*Environmental*) dell'acronimo, con 10 Fondazioni che attribuiscono il valore massimo, segue la S (*Social*) con 6 voti e infine la G (*Governance*) con solo 4 voti.

In generale, va rilevato come le Fondazioni, soggetti non sottoposti alla stessa vigilanza o normativa stringente di Casse di Previdenza o fondi pensione, siano più libere nella gestione dei loro patrimoni e si rivelino attente alla tematica della sostenibilità, applicando criteri ESG ai propri investimenti anche in assenza di politiche formali. Approfondendo le motivazioni alla base delle scelte di investimento sostenibile, le FoB rispondenti alla *survey* dichiarano di farlo **per contribuire allo sviluppo sostenibile** nel 49% dei casi, **per migliorare la reputazione dell'ente** nel 35% e per una **migliore gestione del rischio** nel 27%; ragioni che trovano poi effettivo riscontro nella valutazione ex post (si veda la **figura 2.29**). Da sottolineare infine che solo **l'8% sceglie gli investimenti sostenibili per "ottenere rendimenti finanziari migliori", in calo rispetto all'11% dello scorso anno.**

Per quanto riguarda le strategie adottate (**figura 2.27**), le esclusioni ritrovano la prima posizione in classifica con il 63% dei rispondenti. Diminuisce l'*impact investing*, pur rimanendo la seconda strategia più diffusa (47% nel 2024), mentre tornano ai livelli del 2022 **gli investimenti tematici**, che si attestano al 41% nelle preferenze. Stabili convenzioni internazionali e *best in class* (rispettivamente 22% e 19%), a differenza dell'*engagement* che prosegue nel suo percorso di crescita arrivando al 19%

Figura 2.27 – Quali sono le strategie SRI adottate?



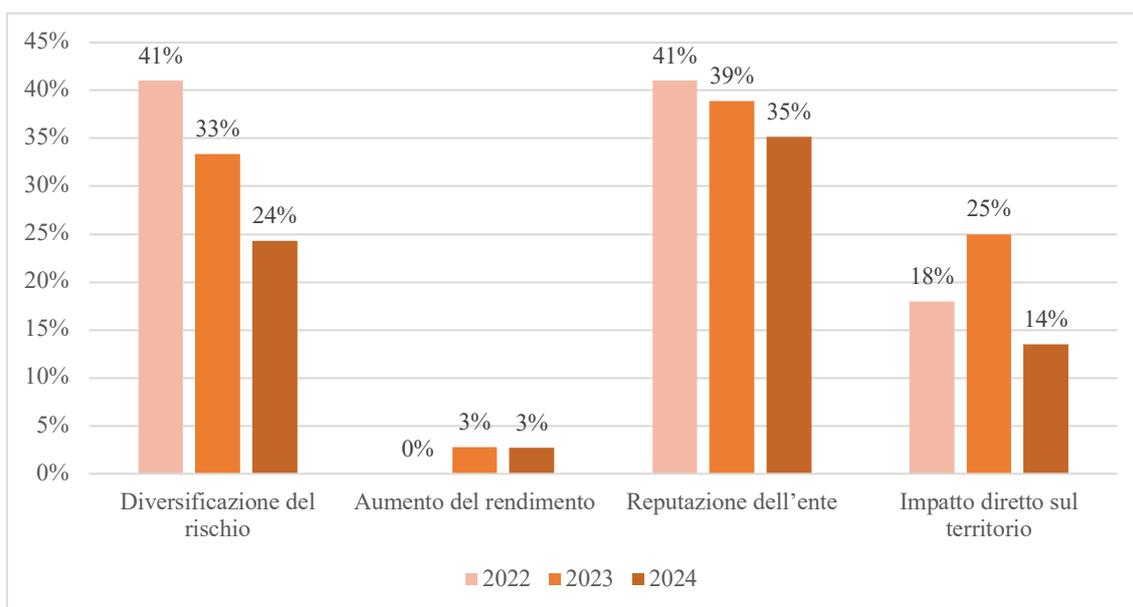
Passando ai settori ai quali le strategie vengono applicate, le esclusioni si concentrano soprattutto sui settori delle armi (in crescita negli ultimi due anni, dato significativo considerati i conflitti in corso), pornografia, lavoro minorile e gioco d'azzardo; **l'impact investing riguarda invece l'ambito del social housing per tutte le Fondazioni che lo utilizzano**, un settore storicamente presidiato da questa categoria di investitori; seguono a distanza settori quali *microfinanza* e *green o social bond*. **Efficienza energetica e salute** sono poi indicati dall'85% di chi dichiara di utilizzare gli investimenti tematici, seguiti da **cambiamento climatico** (77%) e **immobiliare sostenibile** (46%).

In linea con una gestione finanziaria prevalentemente diretta (solo l'1% dell'attivo delle Fondazioni viene affidato a gestori terzi tramite mandato), **solo il 16% assegna specifici mandati di gestione con**

obiettivi di sostenibilità, peraltro in calo rispetto al 19% dello scorso anno. Dal lato opposto, il 41% dei rispondenti afferma di acquistare direttamente prodotti finanziari che rispondono a criteri ESG. Si tratta principalmente di: **fondi comuni tradizionali, fondi private equity e fondi infrastrutturali**. Nella valutazione degli investimenti, **solo il 22% dei rispondenti adotta benchmark di sostenibilità**.

Per quanto concerne la valutazione, il 60% delle Fondazioni rispondenti effettua un'analisi sulla politica di investimento ESG in CdA almeno una volta all'anno (il 47% una volta e il 13% più volte, percentuale – quest'ultima – che rispetto all'anno scorso si dimezza). Da queste valutazioni emergono effetti positivi in termini di reputazione dell'ente (in discesa dal 39% del 2023 al 35%) e diversificazione del rischio (in calo di quasi 10 punti percentuali rispetto allo scorso anno). Calo certificato anche dalle risposte alla domanda “Durante le turbolenze dei mercati finanziari, la componente ESG ha mitigato il rischio complessivo di portafoglio?”: per il 59% dei rispondenti l'aver incluso strategie di investimento sostenibili non ha contribuito a mitigare il rischio di portafoglio in situazioni di mercato particolarmente critiche. Infine, anche quest'anno in un solo caso si rileva un aumento del rendimento conseguente all'applicazione delle politiche di investimento sostenibile.

Figura 2.28 – L'applicazione delle politiche di investimento SRI ha consentito un miglioramento in termini di...



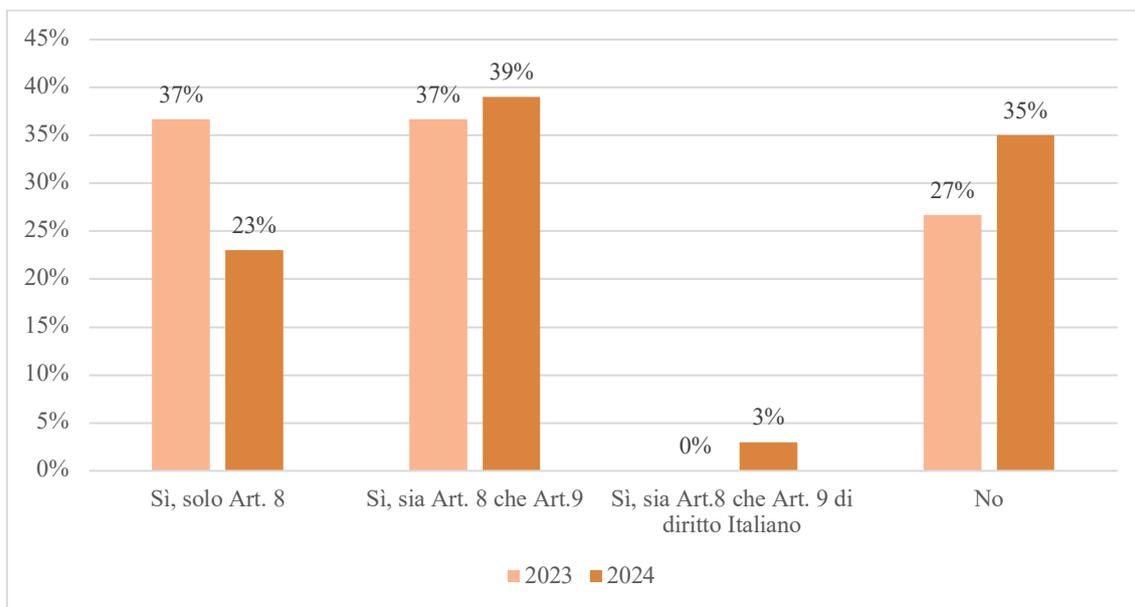
Come richiamato in precedenza, nelle scelte di investimento e/o nelle valutazioni, le Fondazioni vengono affiancate nella quasi totalità dei casi da un *advisor finanziario* (tra quelli maggiormente citati Prometeia, Cambridge, Mercer, Banca Finnat, Nextam e Stepstone) ma solo il 23% si avvale di un supporto specifico per gli aspetti di sostenibilità. Peraltro, molto spesso è lo stesso *advisor finanziario* che fornisce consulenza anche in merito alle tematiche ESG.

Guardando al futuro, aumenta la percentuale delle Fondazioni che immaginano di incrementare la propria esposizione agli investimenti sostenibili, dal 31% al 43%, soprattutto nel settore delle energie rinnovabili (con il 62% delle rispondenti), dell'*housing* sociale e dell'*healthcare* (rispettivamente per il 38% e il 34%). Le intenzioni future sembrano seguire un approccio prudentiale: nel 78% dei casi, l'incremento previsto riguarda solo una porzione di patrimonio compresa tra lo 0 e il 25%.

Per quanto riguarda la normativa UE 2022/1288 in vigore dal 1° gennaio 2023, la totalità dei rispondenti dichiara che l'impatto nel prossimo futuro sarà nullo (35%) o limitato (65%) sulle politiche di investimento. Si riduce il peso dei prodotti che rispondono ai criteri determinati dalla

citata normativa: calano dal 73% al 65% i rispondenti che hanno in portafoglio fondi Art. 8 e/o Art. 9. Nello specifico, il 39% delle Fondazioni (**figura 2.29**) possiede fondi che rispondono agli Art. 8 e Art. 9 (stabile rispetto al 37% del 2023); scende al 23% la percentuale di soggetti che detengono solamente fondi Art. 8 (37% nel 2023) mentre aumenta, di contro, dal 27% al 35% la percentuale di chi non ha in portafoglio fondi così classificati. Tale calo può essere determinato, da un lato, dalla riduzione dell'offerta da parte delle società prodotte e, dall'altro, dalla riclassificazione operata.

Figura 2.29 – Avete in portafoglio fondi che rispondono agli Art. 8 e Art. 9 della SFDR 2019/2088?



Si ringrazia per aver partecipato all'indagine: Fondazione Banca del Monte di Lombardia, Fondazione Banca del Monte di Lucca, Fondazione Banco di Napoli, Fondazione Cariparma, Fondazione Cariplo, Fondazione Carispezia, Fondazione Cassa dei Risparmi di Forlì, Fondazione Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno, Fondazione Cassa di Risparmio di Biella, Fondazione Cassa di Risparmio di Bologna, Fondazione Cassa di Risparmio di Calabria e di Lucania, Fondazione Cassa di Risparmio di Civitavecchia, Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo, Fondazione Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana, Fondazione Cassa di Risparmio di Fano, Fondazione Cassa di Risparmio di Firenze, Fondazione Cassa di Risparmio di Lucca, Fondazione Cassa di Risparmio di Mirandola, Fondazione Cassa di Risparmio di Modena, Fondazione Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo, Fondazione Cassa di Risparmio di Perugia, Fondazione Cassa di Risparmio di Pesaro, Fondazione Cassa di Risparmio di Prato, Fondazione Cassa di Risparmio di Salernitana, Fondazione Cassa di Risparmio di Trieste, Fondazione Cassa di Risparmio di Viterbo, Fondazione Compagnia di San Paolo, Fondazione CRT, Fondazione De Mari CR Savona, Fondazione del Monte di Bologna e Ravenna, Fondazione di Piacenza e Vigevano, Fondazione di Sardegna, Fondazione di Venezia, Fondazione Friuli, Fondazione Monte dei Paschi di Siena, Fondazione Tercas, Fondazione Varrone – Cassa di Risparmio di Rieti.

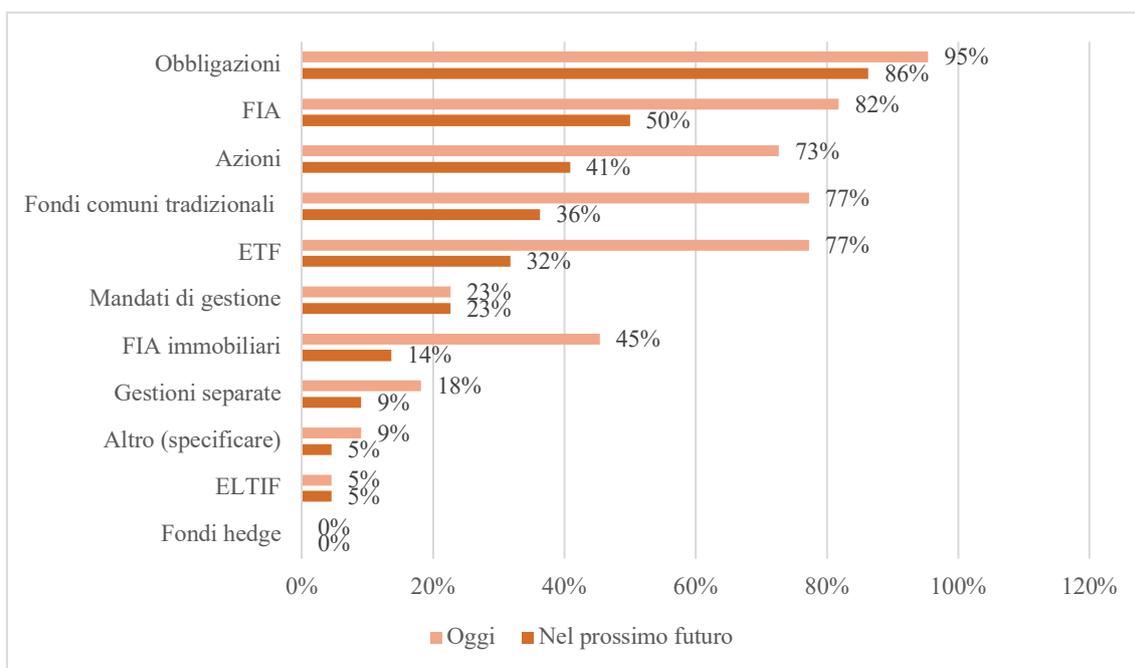
2.5 Le Compagnie di Assicurazione

Tra gli investitori istituzionali un ruolo di primo piano, non solo per la dimensione del loro patrimonio, ma anche per la loro stessa funzione oltreché per la natura dei loro investimenti, è rivestito dalle Compagnie di Assicurazione. **Aumenta anche quest'anno il numero di rispondenti** (tra

imprese e gruppi assicurativi)² **che giunge a 22, + 1 rispetto alla rilevazione 2023**. Il campione in esame rappresenta circa 325 miliardi di euro di investimenti e pesa per il 46% sul totale della classe C (rami Vita, esclusi i prodotti *Linked* e rami Danni), pari a circa 700 miliardi.

Dal punto di vista degli investimenti finanziari, migliora la diversificazione del patrimonio investito che viene ritenuta come buona o ottima dalla totalità delle Compagnie rispondenti. Dato avvalorato dal fatto che tutte le imprese, con un'unica eccezione, risultano soddisfatte della performance *finanziaria* ottenuta. Come ragionevole aspettarsi, tra le forme di investimento principali delle Compagnie si confermano nuovamente **le obbligazioni** - scelte da 21 rispondenti su 22, risultato questo in linea con quanto emerso nell'ultimo Report sugli investitori istituzionali italiani, nel quale si riscontrava un'incidenza superiore al 78% degli investimenti totali del settore Vita, classe C – e i **FIA** che salgono al secondo posto (82%). Tra le altre forme di investimento “preferite” si riscontrano i **fondi comuni** e gli **ETF**, utilizzati entrambi dal 77% dei rispondenti, seguiti dalle **azioni** scelte dal 72% del campione. Osservando le intenzioni future di investimento, **le Compagnie si dirigono in prevalenza** verso le obbligazioni, sulla scia del mutato contesto dei rendimenti dei titoli di Stato, tornati ad avere rendimenti importanti dopo diversi anni. Seguono, seppur con percentuali significativamente più contenute, i FIA (50%), le azioni (41%) e i fondi comuni (36%).

Figura 2.30 – In quali strumenti investe/investirà l'Ente?



Dal punto di vista degli investimenti sostenibili, le Compagnie sono di gran lunga la categoria più sbilanciata in favore dell'adozione di una politica SRI, **utilizzata da 18 imprese o gruppi su 22 (82%)**. Non solo, le Compagnie che ancora non la adottano dichiarano che lo faranno in futuro. Rilevazione che, insieme all'elevata incidenza percentuale registrata dai “Sì”, corrobora l'idea che anche in futuro saranno sempre di più le Compagnie che adotteranno ufficialmente una politica di investimento SRI. Riguardo alle motivazioni che spingono questa categoria di investitori a introdurre una politica SRI, **è interessante notare come tutte le Compagnie rispondenti abbiano dichiarato di farlo per gestire in maniera più efficace i rischi** (nessun altro investitore risulta così unanime nella volontà di raggiungere un obiettivo). Come si avrà modo di vedere in seguito, peraltro, la diversificazione del

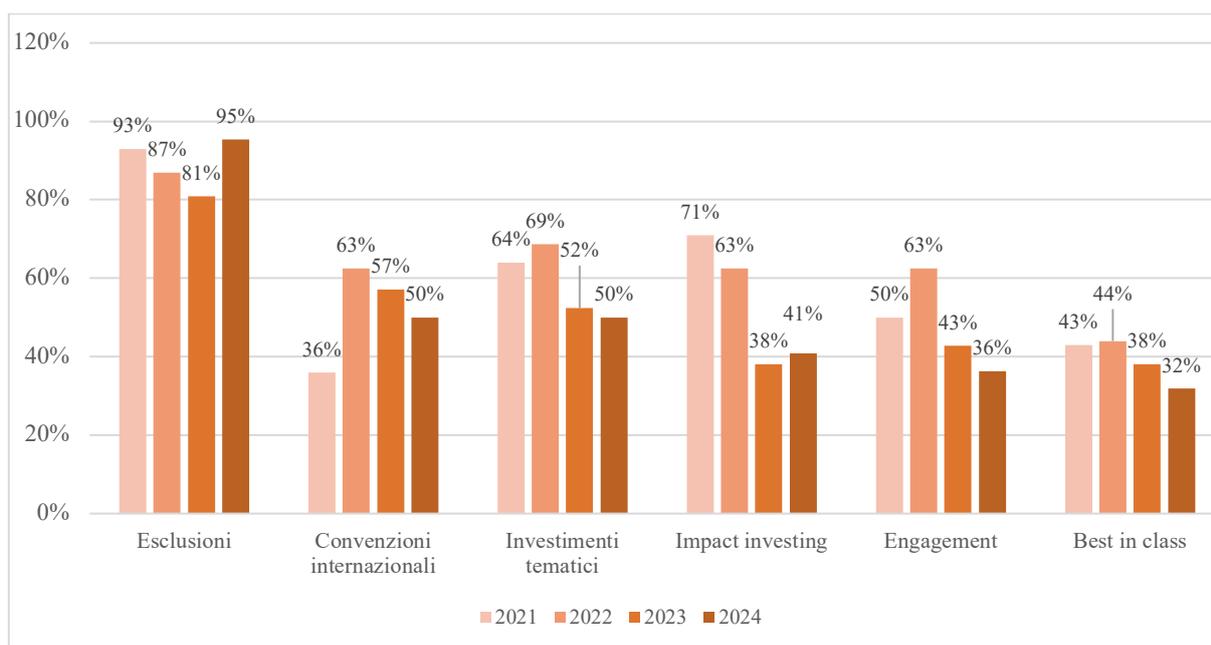
² Scomponendo il numero di rispondenti per singola società si arriva a un totale di imprese rappresentate pari a 26.

rischio è il principale riscontro che le compagnie dichiarano di ottenere dalle valutazioni ex post dell'applicazione della politica SRI.

Scendendo ancora più nel dettaglio, nel 56% dei casi l'adozione della politica sostenibile si ispira ai documenti dello UNPRI e al programma *Global Compact* dell'ONU, seguono con il 50% delle preferenze le Convenzioni Internazionali in materia di diritti umani, risorse umane e tutela ambientale sottoscritte in sede ONU, OCSE, ecc. e l'Accordo di Parigi COP21. Inoltre, il 95% dei rispondenti attua politiche di investimento sostenibile da almeno un anno (il 75% da 1 a 5 anni e il 20% da più di 5 anni), a riprova che nel settore è presente una posizione abbastanza matura sul tema. Oltre alla diffusa attenzione per la materia è significativa anche la quota di patrimonio cui viene applicata la strategia sostenibile, che supera il 75% in 10 casi su 19 rispondenti e che, se si allarga l'orizzonte a chi la applica ad almeno metà del patrimonio, si supera il 70% dei casi: dato ancora più rilevante in considerazione delle ingenti risorse gestite. Per quanto riguarda la libertà data al gestore nella selezione degli investimenti ESG, il 58% dei rispondenti dichiara di lasciarne molta, seppur all'interno di linee guida dettate dal CdA.

Passando alle strategie utilizzate (**figura 2.31**), quelle di cui si avvalgono maggiormente le Compagnie di Assicurazione sono: le esclusioni adottate da 21 Compagnie su 22 (95%), in crescita rispetto al trend registrato nelle precedenti rilevazioni, le convenzioni internazionali e gli investimenti tematici con il 50% delle preferenze.

Figura 2.31 – Quali sono le strategie SRI adottate?



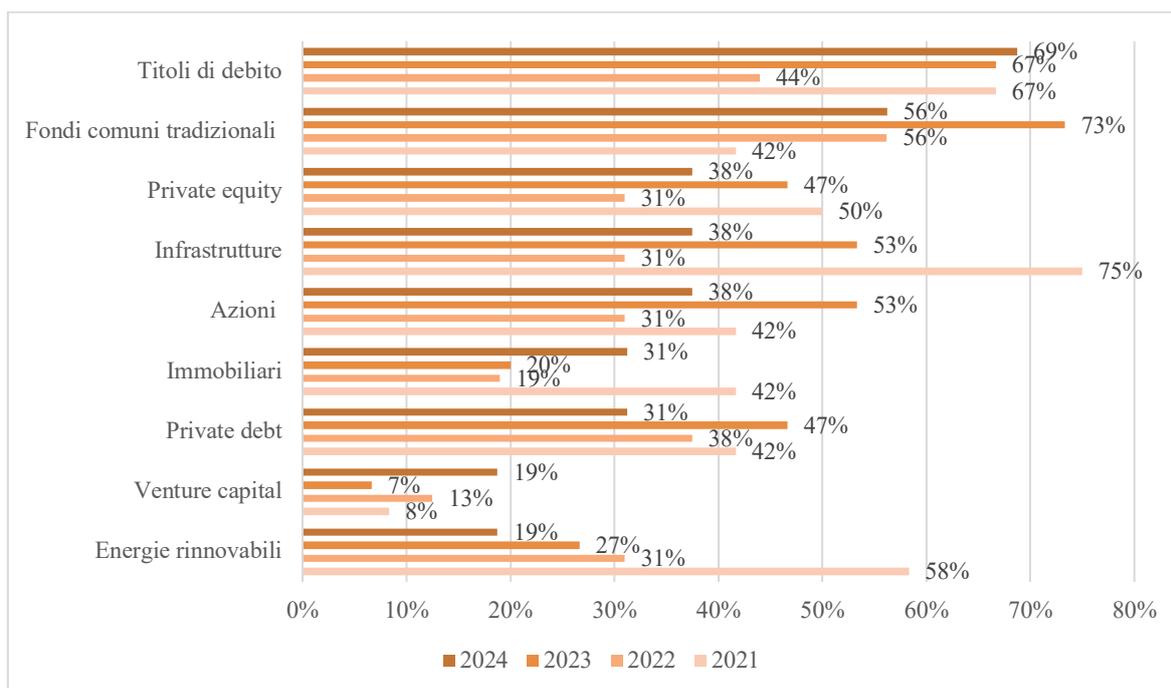
Come già rilevato anche per altre categorie di investitori, le strategie più attive come *engagement*, *impact investing* e *best in class* si collocano nella parte bassa della classifica per diffusione. Per chi impiega la strategia delle esclusioni, è il settore delle armi quello maggiormente escluso (86%), seguito dai settori che sfruttano il lavoro minorile (52%); il settore energetico la fa invece da padrone quando si analizzano **gli investimenti tematici** (79% efficienza energetica e cambiamento climatico ma anche mobilità sostenibile con il 57%). L'ambito prediletto tra coloro i quali adottano l'*impact investing*, invece, è quello dei *green* o *social bond*, scelti dalla totalità dei rispondenti (con un'unica eccezione). Da notare poi come le Compagnie utilizzino maggiormente l'*hard engagement* rispetto

agli altri investitori analizzati: nel 64% dei casi procedono con questa strategia mediante interventi in assemblea, esercizio del diritto di voto, ecc.

Anche quando procedono all'acquisto diretto di strumenti finanziari le Compagnie di Assicurazione si mostrano particolarmente attente al tema della sostenibilità, sono infatti 15 i rispondenti (68%) che scelgono prodotti che rispondono a criteri ESG. Inoltre, il 59% delle imprese assicuratrici rispondenti dichiara di non avvalersi di un *advisor* ESG nella scelta dei prodotti finanziari (tra quelli citati, MSCI e Nummus), dato in linea con l'utilizzo di *advisor* non specificamente ESG, di cui si avvalgono 10 Compagnie su 22 e che, in alcuni casi, coincide con l'*asset manager* di gruppo.

Rispetto alle tipologie di strumenti ESG acquistati, in linea con l'*asset allocation* rappresentata in **figura 2.30**, tornano al primo posto i titoli di debito, scelti dal 69% delle imprese o gruppo rispondenti (**figura 2.32**); seguono in termini di diffusione di utilizzo i fondi comuni tradizionali, che per il solo settore Vita nell'anno 2022 - sulla base di quanto emerso dall'ultima edizione del Report sugli investitori istituzionali - è arrivato ad avere un'incidenza percentuale sull'intera *asset allocation* di circa l'11% (quasi 96 miliardi di euro); il *private equity*, le infrastrutture e i titoli azionari si collocano al terzo posto con il 38% delle preferenze. Le differenze percentuali tra gli anni in analisi sono da ricondurre, oltre che a una diversa strategia nell'*asset allocation*, anche alla variazione nella composizione del campione dei rispondenti.

Figura 2.32 – Quale tipologia di prodotti che rispondono ai ESG acquistate direttamente?

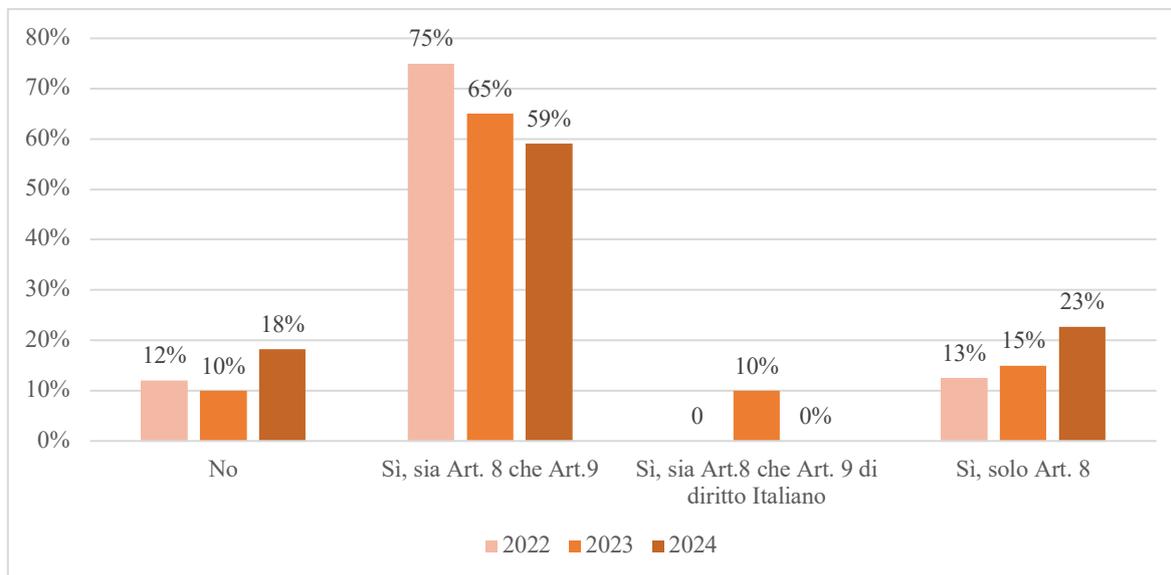


Rispetto alla tipologia maggiormente prediletta dalle Compagnie di Assicurazione, ovvero i titoli di debito, vengono applicate principalmente le **esclusioni** per selezionare i *corporate bond* da includere in portafoglio (nell'86% dei casi) e le **convenzioni internazionali** per i titoli di Stato (nel 60% dei casi). Per quanto riguarda i fondi comuni tradizionali, invece, emerge come la strategia utilizzata in misura maggiore per la selezione sia ancora una volta quella delle **esclusioni** (47%), seguita da quella del **best in class**, adottata dal 42% tra imprese o gruppi che acquistano questo genere di strumento.

Un focus specifico meritano gli investimenti detenuti in portafoglio e che rispondono agli Art. 8 o 9 della normativa SFDR. In controtendenza rispetto alle risultanze aggregate, emerge chiaro il calo della numerosità di fondi così classificati all'interno del portafoglio: da un lato, aumenta al 18% la

percentuale di chi non possiede questa tipologia di strumenti e, dall'altro, cala la quota dei possessori di fondi sia Art. 8 sia Art. 9 (dal 75% del 2022 al 59% del 2024) a fronte di un aumento al 23% per i soli Art. 8, probabilmente per effetto della già citata opera di riclassificazione operata dai gestori (figura 2.33).

Figura 2.33 – Avete in portafoglio fondi che rispondono agli Art. 8 e Art. 9 della SFDR 2019/2088?



Strettamente legata al tema è la normativa UE 2022/1288, entrata in vigore il 1° gennaio 2023 e che va a integrare proprio il regolamento 2019/2088 (SFDR), prevedendo l'introduzione di standard tecnici di dettaglio (*Regulatory technical standards o Rts*). A questo proposito, aumenta al 59% la percentuale di Compagnie che dichiarano di avere ricevuto dalle società di gestione del risparmio l'apposita documentazione sui prodotti come previsto dal regolamento, mentre il 27% afferma di non avere ancora ricevuto nulla; dato significativamente positivo soprattutto se raffrontato con quanto dichiarato dalle altre tipologie di enti, per i quali il 60% afferma o di non sapere oppure di non aver ancora ricevuto informazioni in merito da parte di gestori/collocatori. Inoltre, lo scenario normativo in continuo aggiornamento ha fatto sì che il 73% tra imprese o gruppi assicurativi che hanno partecipato all'indagine ritenga opportuno avviare percorsi di formazione interna per approfondire le novità introdotte. E ciò nonostante il 64% del campione definisca "buona" la conoscenza della materia da parte degli organi interni, a testimonianza di quanto sia complessa e in rapida evoluzione la normativa in tema di finanza sostenibile.

Per quanto riguarda la valutazione interna degli impatti SRI sul patrimonio, 17 tra imprese e gruppi ne svolgono un'analisi almeno una volta l'anno all'interno del proprio CdA: una percentuale (77%) più elevata rispetto al valore medio riscontrato per gli altri investitori istituzionali (63%); addirittura, il 32%, in aumento rispetto al 21% del 2023, ha una frequenza di valutazione superiore durante l'anno. Viceversa, sono soltanto 3 i rispondenti che dichiarano di non farlo mai. I due impatti maggiori dell'applicazione delle politiche di investimento SRI sono relativi alla **diversificazione del rischio**, che ha tratto beneficio per il 74% dei casi, e alla **reputazione dell'ente** (68%). Inoltre, le Compagnie si stanno dotando sempre di più al loro interno di figure con competenze specifiche rispetto agli investimenti ESG, infatti il 68% (in aumento rispetto al 52% dello scorso anno) ha una risorsa se non addirittura un intero *team* dedicato; invece, tra chi è attualmente privo di una *expertise* interna su questi temi il 43% tende a usufruire di un supporto esterno, mentre il restante 57% gestisce internamente i processi ESG senza aver identificato una risorsa o un *team* dedicato. Valori questi che si discostano significativamente da quelli rilevati a livello macro per l'intero panorama degli

investitori istituzionali, per i quali la percentuale di chi è dotato di figure interne è solo del 25%, mentre la metà degli enti si avvale di un supporto esterno. Anche rispetto al tema della trasparenza le Compagnie si rivelano particolarmente attente: se nella precedente *survey* i due terzi dei rispondenti rispondevano in maniera affermativa, in questa rilevazione tutte le compagnie che adottano una politica SRI pubblicano un documento che illustra le caratteristiche della politica SRI (a livello aggregato la percentuale è ferma al 46%). La medesima attenzione si riscontra nella redazione di un documento di rendicontazione delle strategie, prassi che coinvolge l'84% delle Compagnie contro il 34% rilevato per l'intero campione.

Infine, l'82% delle imprese assicuratrici rispondenti dichiara di voler incrementare la propria esposizione agli investimenti sostenibili nel prossimo futuro e i settori verso cui dovrebbero essere indirizzate maggiori risorse si confermano in linea con quelli indicati lo scorso anno: al primo posto sempre il mercato delle **energie rinnovabili**, indicato da 15 Compagnie (68%) e, a seguire, l'**healthcare** con 10 preferenze (45%) e le **infrastrutture sanitarie** con 8 preferenze (36%).

Si ringrazia per aver partecipato all'indagine: Assicuratrice Milanese, Generali Italia, Athora Italia, AXA Italia, Banco Bipiemme Vita, BNP Paribas Cardif Vita, Credem Vita, Crédit Agricole Vita, GAMALIFE, Groupama Assicurazioni, Gruppo Assimoco, ITAS Vita, Società Reale Mutua di Assicurazioni, HDI Assicurazioni, Helvetia Vita, Intesa Sanpaolo Vita, Mediolanum Vita, Net Insurance, REVO Insurance, Sara Assicurazioni, UnipolSai Assicurazioni, Zurich Investments Life.

3. Le esperienze ESG degli investitori istituzionali

Allo scopo di offrire una fotografia non solo quantitativa ma anche qualitativa circa il livello di attenzione del mercato istituzionale verso la sostenibilità e, in particolare, dell'integrazione dei criteri ESG nei portafogli dei principali player italiani, questo terzo capitolo si propone di dialogare direttamente con investitori e operatori di mercato, raccogliendone best practices, spunti di riflessione ed expertise. Un insieme di esperienze che, senza trascurare l'impulso in arrivo dalla normativa di settore, soprattutto a livello europeo, oltre a "dare vita" ai numeri emersi dalla quinta edizione della survey, vuole essere da stimolo - attraverso la messa a sistema di metodologie e competenze - a un'ulteriore crescita e sensibilizzazione di tutti gli attori coinvolti.

3.1 Linee Guida ISR: non solo parole

All'interno di un contesto - innanzitutto regolamentare – ancora in evoluzione, come implementare politiche di investimento sostenibile nei portafogli istituzionali, mantenendo al contempo un occhio di riguardo anche nei confronti dei rendimenti finanziari? Organizzazione interna, selezione dei gestori e selezione dei prodotti i pilastri dell'azione del Fondo Pensione a Contribuzione Definita Intesa Sanpaolo

di Claudio Graziano, Presidente Fondo Pensione a Contribuzione Definita Intesa Sanpaolo

La nostra politica di investimento mira a perseguire combinazioni di rischio e rendimento efficienti in un dato arco temporale e che consentano di massimizzare le risorse destinate alle prestazioni tenendo nella massima considerazione i principi delineati nel Codice Etico, allocando le risorse secondo criteri di sostenibilità sociale e ambientale, indirizzandole verso investimenti sostenibili che contemperino interessi quali la conservazione dell'ambiente naturale, la salute, il lavoro, il benessere dell'intera collettività e la salvaguardia del sistema di relazioni sociali.

In considerazione di una crescente sensibilità alle tematiche ESG e della forte attenzione posta dal Gruppo Intesa Sanpaolo, negli ultimi tre anni abbiamo dedicato molte risorse per **l'implementazione concreta delle nostre Linee Guida sugli investimenti Socialmente Responsabili** sia con riferimento ai mandati di gestione che nella selezione di OICVM e prodotti di *private market* o FIA. In un contesto in continua evoluzione non solo sul fronte normativo, le direttrici su cui ci siamo mossi sono state l'organizzazione interna, la selezione dei gestori e quella dei prodotti.

Organizzazione interna

La forte determinazione alla implementazione delle Linee Guida ISR del Fondo ci ha portato a creare **una struttura dedicata alle Politiche ESG** all'interno dell'Area Investimenti, per presidiare le numerose tematiche, sviluppare proposte evolutive e valutare le implicazioni delle scelte, anche avvalendosi del supporto di un *advisor* ESG, dando quindi una forte spinta al percorso di implementazione delle Linee Guida ad esempio individuando concreti criteri per il monitoraggio sulla loro corretta implementazione con riferimento a tutto il portafoglio del Fondo, sia nella componente societaria (*equity e corporate*), sia nella componente governativa, sia in quella di *private market*. L'importante produzione di informazioni e progettualità ha reso opportuno lo svolgimento con cadenza trimestrale di una **Commissione finanza monotematica sulle tematiche ESG** per analizzare gli esiti dei monitoraggi, discutere le proposte di nuove iniziative, monitorare quelle in corso.

Selezione dei gestori

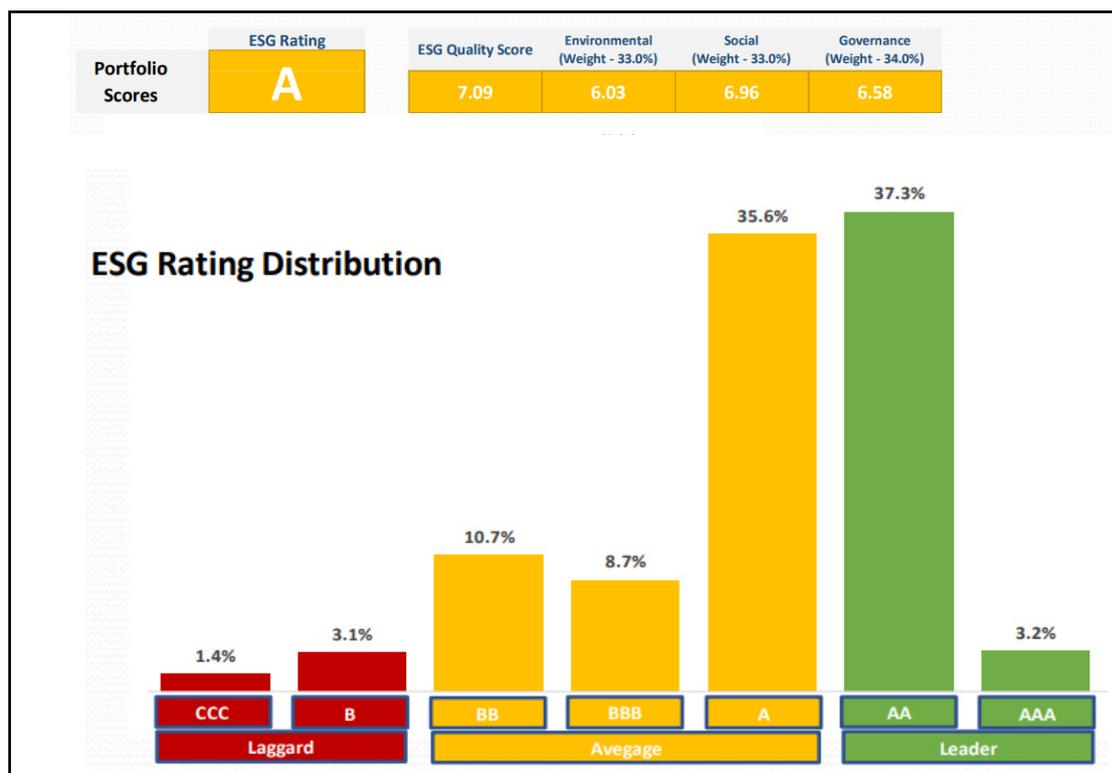
I gestori dei nostri mandati vengono individuati attraverso un processo di selezione che riserva sempre maggiore spazio alla raccolta di informazioni relative alla integrazione degli aspetti ESG nel proprio processo di investimento; particolare attenzione viene poi data sia alla reportistica prodotta che alla organizzazione interna e alla disponibilità a confronti con il Fondo. Per i nominativi che entrano in *short list* è prevista un'audizione in cui vengono ulteriormente approfondite le tematiche ESG con particolare riferimento alle attività di *engagement* svolte dai partecipanti alle gare e uno degli aspetti più delicati che viene verificato è la flessibilità dei gestori di recepire e integrare le nostre Linee Guida ISR nella costruzione dei portafogli, siano essi a gestione attiva che passiva.

Selezione dei prodotti

Le Linee Guida del Fondo prevedono l'applicazione di varie strategie di investimento sostenibile e responsabile pertanto, ad esempio, mentre per i singoli mandati di gestione in titoli escludiamo dall'universo investibile singoli emittenti, settori o anche Paesi in caso di gravi controversie per violazione di Convenzioni o Trattati Internazionali, ci piace evidenziare la possibilità di investire in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intenzione di **generare un impatto socio-ambientale positivo e misurabile**, assieme a un ritorno finanziario (il cosiddetto *impact investing*). Nel tempo abbiamo infatti investito direttamente in oltre 50 prodotti di *private market* o FIA circa il 10% della esposizione per ogni comparto del Fondo, raggruppabili nelle categorie Infrastrutture e Rinnovabili, *Private Equity* e *Private Debt*, *Real Estate*; una diversificazione degli investimenti che ci ha consentito di ottimizzare il rapporto rischio/rendimento dei comparti.

Oltre ai ritorni finanziari attesi, dopo una valutazione iniziale degli strumenti, probabilmente primi in Italia, con il nostro *advisor* abbiamo effettuato **una valutazione ESG dei soggetti emittenti dei prodotti di *private market*** in cui siamo investiti, in base alle *policy* e procedure, agli impegni assunti e alle integrazioni nel prodotto finanziario, ai KPI di sostenibilità, alla gestione dei fattori ESG presenti in portafoglio, alle attività di monitoraggio e *reporting*. Il risultato ottenuto è stato molto soddisfacente: circa il 57% dei prodotti FIA è classificato artt. 8 e 9 della normativa SFDR e il *rating* medio calcolato su tutto il portafoglio di *private market* è stato pari ad A, con oltre il 40% dei prodotti collocato nella categoria leader AA e AAA, seguito da 36% nella categoria A. Questo risultato assume ancora maggior valore considerando che alcuni prodotti con valutazioni inferiori sono stati creati ben prima dell'entrata in vigore della normativa SFDR quando le caratteristiche di sostenibilità non erano una priorità.

Figura 3.4 – Valutazione ESG soggetti emittenti prodotti di private market



Fonte: Commissione finanza ESG - Report ESG Fondo Pensione a contribuzione definita del Gruppo Intesa Sanpaolo

Passando dal lato degli investimenti a quello dell'offerta, **anche al fine di sensibilizzare i nostri iscritti alle tematiche ESG**, il Fondo propone il comparto **Dinamico Futuro Responsabile** classificato art. 8 della normativa SFDR che presta particolare attenzione **al cambiamento climatico** che investe in prodotti il cui obiettivo è di avere valutazioni ESG superiori all'indice di riferimento e *carbon emission* più contenute, incorporando non solo l'integrazione dei fattori ESG ma anche la definizione di un obiettivo relativo preciso. Il Fondo ha inoltre deciso di prioritizzare alcuni PAI per questo comparto, quali i PAI 1 e 4 (attenzione al cambiamento climatico), il PAI 10 (Global Compact delle Nazioni Unite) e il PAI 14 (Trattato internazionale sulle armi non convenzionali) che sono monitorati periodicamente sia sui singoli strumenti di investimento che di comparto. Il nostro *advisor* ci supporta inoltre con simulazioni sul profilo ESG del comparto prima di modificare gli investimenti sottostanti. A fine anno la valutazione ESG del prodotto è risultata superiore rispetto al relativo *benchmark* di riferimento mentre l'impronta di carbonio è stata inferiore di circa il 24%. Il comparto è stato inoltre analizzato in relazione all'allineamento verso i 17 SDG's posizionandosi positivamente rispetto agli indici di riferimento.

Conclusioni

La concreta verifica sulla implementazione delle Linee Guida ISR del Fondo, il dialogo continuo con i nostri gestori, la conoscenza profonda delle caratteristiche dei prodotti in cui investiamo, ci hanno portato a ottenere risultati importanti. Nei mandati di gestione in titoli tutti gli emittenti in cui siamo investiti rispettano le convenzioni e i Trattati internazionali di riferimento per il Fondo; relativamente ai settori controversi, i nostri gestori adattano i loro portafogli modello alle Linee Guida ISR del Fondo anche in presenza di mandati caratterizzati da una gestione passiva.

Le valutazioni ESG di tutti i comparti hanno un *rating* superiore o pari a quello dei rispettivi *benchmark* di riferimento, così come migliori sono le carbon footprint complessive fino anche al 24% del comparto Dinamico Futuro Responsabile, questo grazie anche alla integrazione delle variabili ESG nel processo di investimento proprio di ogni gestore e delle caratteristiche specifiche di alcuni investimenti. I prodotti di *private market* selezionati, oltre a voler favorire il processo di transizione verso un abbattimento delle *carbon emission*, restano per noi fondamentali per ottenere la diversificazione dei nostri portafogli, una maggiore decorrelazione dai principali indici finanziari azionari e obbligazionari, un’ottimizzazione della rischiosità complessiva dei comparti.

Gli obiettivi raggiunti sono per noi un punto di partenza, vogliamo migliorare la nostra Politica di Impegno che vogliamo sia sempre meno “explain” e ci veda sempre più impegnati nell’attività di *engagement* in particolare collettivi con attenzione, ad esempio, alla riduzione delle emissioni e al rispetto dei diritti umani. Una forte attenzione all’implementazione dei principi del PRI, di cui siamo ovviamente firmatari, ci consentirà di affinare i nostri processi verso una sempre maggiore attenzione alle tematiche ambientali, sociali e di *governance* che influiscono sulle *performance* dei nostri investimenti a vantaggio dei nostri iscritti.

3.2 Il percorso verso la sostenibilità di Pegaso

I fondi pensione investono principalmente su mandato e hanno delle incombenze differenti rispetto ad altri attori (quali assicurazioni e Casse di previdenza) appunto per la loro natura: una riflessione sugli elementi dell’identità ESG ricercati nella selezione del gestore

di Massimo Giusti, Vice Presidente Fondo Pensione Pegaso

La selezione dei gestori per assegnare un mandato è un processo codificato dal legislatore e dalla prassi e impegna dalle decisioni preliminari alla partenza del mandato circa 6 mesi. Si seleziona una strategia di gestione ma prima ancora si seleziona un gestore a cui affidare un mandato di gestione, valutando una serie di aspetti che potrebbero non sempre essere rilevanti qualora potessimo selezionare un veicolo di investimento.

Fra gli aspetti che stiamo sempre più pesando nel tempo ***è la capacità del gestore di integrare efficacemente i temi della sostenibilità nel processo di gestione delle risorse finanziarie***, tanto più ora che il fondo pensione ha deciso di configurare tutti i comparti del fondo pensione in base all’art. 8 del SFDR. Se nelle precedenti selezioni ci siamo concentrati esclusivamente su come veniva effettuata l’integrazione nella gestione proposta e sulle principali iniziative a cui il gestore aderiva a livello internazionale, nelle selezioni in corso abbiamo ampliato l’analisi includendo il tema dell’identità ESG del gestore.

Indagare l’identità ESG significa ampliare l’area di indagine, ***approfondendo aspetti non solo legati alla singola strategia, ma ai comportamenti del gestore a 360°***: ad esempio, se si considera la tematica della *Diversity & Inclusion*, non rileva soltanto come viene integrata nella selezione dei titoli o nelle azioni di *engagement* o di *proxy voting*, ma anche come viene sviluppata all’interno della società di gestione.

Dopo l’identità ESG degli emittenti e quella dei gestori, sarà importante ragionare sulla nostra identità ESG di investitori così da poterle allineare sempre più in modo coerente.

Il ruolo di SFDR per i fondi pensione contrattuali

Anche il tema normativo viene approcciato da un fondo pensione da un'altra angolazione. SFDR, insieme al recepimento di *Shareholder Rights*, è una normativa che ha posto i fondi pensione davanti all'esigenza di non poter più procrastinare se e in che modo il fondo pensione intenda considerare la dimensione della sostenibilità nella gestione finanziaria delle risorse degli iscritti. Probabilmente le istanze normative hanno preceduto quelle che potevano essere le istanze degli utenti finali, ancora non così attenti a queste tematiche aldilà di un interesse generico, dando un impulso significativo all'agire dei fondi pensione.

Noi come Pegaso avevamo anticipato questo trend, avviando la riflessione con alcuni anni di anticipo e ciò ci ha consentito di accostarci a queste tematiche gradualmente, proseguendo il percorso che avevamo avviato e cercando di comprendere come farlo, senza avere fretta di raggiungere un obiettivo senza averlo compreso.

Ci siamo prefissati 3 anni fa l'obiettivo di rendere conformi tutti i comparti di Pegaso all'art. 8 di SFDR e quest'anno lo raggiungeremo, consapevoli che la normativa non ci aiuta molto, dal momento che non è stata concepita per un fondo pensione che ha una pluralità di gestori e di tipologie di mandati. **Si tratta di un passaggio, non di un traguardo**, e quindi siamo consapevoli che adesso il livello di difficoltà sale e dobbiamo impegnarci sempre di più per crescere come investitori sostenibili.

L'identità ESG di Pegaso: le iniziative intraprese su azionariato attivo e *soft engagement*

Dopo l'esperienza apripista di Cometa, Assofondipensione ha sviluppato un progetto condiviso sin dalla partenza con 13 fondi pensione, fra cui Pegaso, di esercizio congiunto dell'esercizio del diritto di voto.

Con il supporto *del proxy advisor Frontis Governance*, nel 2024 i fondi pensione eserciteranno il diritto di voto in un centinaio di emittenti europei, sulla base della politica di voto e delle linee guida che sono state discusse e approfondite. Siamo convinti che questo costituirà un rilevante passaggio evolutivo nella nostra identità ESG.

Sul versante del *soft engagement*, Pegaso ha fatto da sempre leva sulle capacità di strutturazione e aggregazione dei grandi *network* di investitori impegnati sul fronte della responsabilità, come ad esempio il Forum della Finanza Sostenibile che promuove la conoscenza in tali ambiti grazie ai suoi gruppi di lavoro, ma sempre più sta supportando gli investitori nello sviluppare azioni efficaci di dialogo attivo, come quella con il Governo Italiano di cui Pegaso è capofila con Cometa, o anche quella del dialogo durante la *Digital Sustainability Week* in Borsa Italiana.

3.3 La sostenibilità nella gestione del patrimonio per l'ENPAP

Da diversi anni l'ENPAP, l'Ente Nazionale di Previdenza ed Assistenza per gli Psicologi, ha integrato nella sua gestione del patrimonio investimenti sostenibili e responsabili

di Riccardo Rasi, Direttore Finanza ENPAP

L'Ente ritiene che una gestione finanziaria orientata a Investimenti "Sostenibili" e "Responsabili" consenta di ***migliorare il profilo di rischio/rendimento dell'investimento nel medio e nel lungo periodo.*** Ritiene, inoltre, che tale approccio risponda, anche da un punto di vista etico, ***alle "sensibilità professionali" proprie della categoria professionale delle psicologhe e degli psicologi*** che, in quanto iscritte/i all'Ente, sono gli *stakeholder* di riferimento.

L'Ente ha quindi intrapreso una serie di impegni e di iniziative, di cui si riportano i principali passi:

- adozione e pubblicazione, nel febbraio 2019, del primo documento “I Principi di Investimento Sostenibile e Responsabile dell’ENPAP” (“Principi SRI”), soggetto a revisioni almeno triennali;
- adesione, nel febbraio 2019, ai “Principi di Investimento Sostenibile” delle Nazioni Unite (“UN PRI”);
- adesione, nel novembre 2019, all’iniziativa “Climate Action 100+”;
- ottenimento della classificazione “Articolo 8” ai sensi della normativa SFDR per il comparto dedicato all’Ente “PSY ENPAP” all’interno della SICAV “Luxembourg Selection Fund” nel 2023;
- nel corso degli ultimi anni ha messo in atto attività continuative di investimento con un risvolto sociale positivo (ad esempio, *private equity “impact”, senior living e student housing*) e di engagement (ad esempio, richiesta di trasparenza circa le attività delle cosiddette “banche armate”).

I Principi SRI dell’ENPAP prevedono l’integrazione di tali principi durante l’intero processo di investimento e più nello specifico:

- nella selezione dei gestori e degli strumenti finanziari gestiti, tenendo conto di come il gestore implementa nel proprio processo di investimento le tematiche ESG;
- nel monitoraggio del portafoglio, provvedendo alla verifica periodica della struttura in termini di “*rating ESG*” per tutti gli strumenti finanziari misurabili;
- nella rendicontazione agli “*stakeholder*”, provvedendo alla rendicontazione annuale della qualità complessiva degli investimenti dal punto di vista della loro “responsabilità sociale” e “sostenibilità” nei confronti dei propri iscritti e della collettività;
- con la “Proattività”, coniugando la propria azione con quella degli altri investitori e delle organizzazioni internazionali al fine di incentivare la diffusione e il continuo miglioramento delle pratiche ESG.

In concreto, i Principi SRI limitano gli investimenti dell’Ente e dei gestori individuati dall’Ente stesso attraverso **criteri di “esclusione” e criteri di “inclusione”**.

L’utilizzo combinato di tali criteri permette di identificare il cosiddetto “universo investibile” ovvero l’insieme degli strumenti finanziari che ENPAP può prendere in considerazione nel proprio processo di investimento. Mediante i criteri di “esclusione” l’Ente individua un «elenco» di imprese, settori produttivi, Paesi che intende escludere dal proprio «universo investibile». Le motivazioni che portano alla individuazione di tali criteri sono **di carattere etico**, ovvero rispondono a principi e valori che sono ritenuti fondanti nella propria azione di investitore istituzionale; **non sono negoziabili** neanche di fronte alla prospettiva di un profilo di rischio/rendimento ottimale (ad esempio, violazione dei dritti civili, delle libertà politiche o coinvolgimento in attività di riciclaggio e terrorismo o in settori quali armi non convenzionali, gioco d’azzardo e pornografia).

Unitamente ai criteri di esclusione, i gestori incaricati dall’Ente devono concentrare gli investimenti (per almeno il 95%) in titoli di capitale, di debito o quote di fondi comuni con un “*rating ESG*” soddisfacente (facendo tipicamente riferimento ai principali *ESG rating provider*, come MSCI o Moody’s).

L'ENPAP è a tutt'oggi fortemente impegnato ad assicurare politiche di investimento sostenibili e responsabili e, al contempo, a raggiungere obiettivi di rendimento tali da poter contribuire alla migliore adeguatezza delle pensioni future delle proprie Iscritte e dei propri iscritti.

3.4 Fondazione Perugia, la sostenibilità come linea guida del futuro

Investimenti, progetti, eventi ed iniziative culturali: i principi ESG al centro delle attività degli enti filantropici di origine bancaria e della loro azione in favore della comunità di riferimento

di Fabrizio Stazi, Direttore Generale Fondazione Perugia

La **sostenibilità**, l'**innovazione** e la **transizione verde** sono tutti valori entrati a far parte in maniera irrinunciabile della pianificazione di Fondazione Perugia e di tutti gli enti filantropici di origine bancaria.

Un nuovo paradigma

Nel nostro ultimo piano triennale, del resto, abbiamo scelto di attenerci in pieno agli obiettivi dell'**Agenda ONU 2030 per lo sviluppo sostenibile**, impegnandoci a declinare tutti i nostri interventi e i nostri finanziamenti nel segno della sostenibilità. È stata questa una decisione necessaria, oltre che convinta, per una realtà che intenda proiettarsi nel futuro. L'incerto scenario internazionale e l'urgenza di ripensare le basi del vivere civile ci impongono di rimodulare costantemente le nostre attività: **non solo “seguire l'onda” dell'ambientalismo e della responsabilità sociale, ma aprire la strada della nuova fase e sperimentare percorsi condivisi**. Alle clausole di stile e ai manifesti di buona volontà devono inevitabilmente seguire azioni concrete, misurabili e monitorabili.

La politica sugli ESG

L'impegno di Fondazione Perugia in tal senso è testimoniato, in primo luogo, dalla sua **Politica sugli ESG**, approvata ufficialmente dal **Comitato di Indirizzo** nel novembre del 2022. Un documento che delinea l'approccio alle tematiche ambientali, sociali e di *corporate governance* dell'ente, e soprattutto definisce le modalità di implementazione delle stesse. Tali linee guida - che comprendono il **cambiamento climatico**, la **biodiversità** e l'**equità sociale** - sono recepite anche da **tutti i soggetti esterni** alla Fondazione e coinvolti nell'attività di gestione del patrimonio, dal consulente finanziario agli *asset manager*, fino alla *Management Company* di Fondaco Pinturicchio, il veicolo dedicato ai nostri investimenti.

Per garantire i Principi ESG seguiamo un approccio basato sui **quattro pilastri** dell'Agenda ONU: **Integration, Stewardship, Investments e Screening**. Rispetto al cambiamento climatico, in ossequio all'Accordo di Parigi - che mira a un limite di 1.5°C della temperatura media globale e a una "appropriata transizione" - nelle nostre scelte di investimento ci impegniamo a considerare anche i rischi ambientali.

Il ruolo del partenariato

Al fine di accelerare la “transizione verde”, inoltre, nel 2022 la Fondazione ha siglato un **protocollo d'intesa con la Regione Umbria sulle Comunità Energetiche Rinnovabili (CER)**. Ma si può citare anche il sostegno a diversi progetti di **“turismo lento”** e **mobilità sostenibile**, nonché alla **ricerca in ambito agroalimentare**. Tutte iniziative rese possibili soltanto grazie alla **collaborazione fra enti diversi**, requisito indispensabile per determinare un vero cambiamento. Di particolare rilievo, poi, è stato il coinvolgimento della Fondazione in iniziative di **housing sociale** dal forte valore etico, tese

cioè a ridurre il disagio abitativo e incentivare l'inclusione, rispettando al contempo i criteri dell'edilizia sostenibile.

Arte e cultura

La promozione del territorio attraverso arte e cultura, come è noto, è parte integrante della missione delle Fondazioni e della loro azione a beneficio della comunità di riferimento. **Anche in quest'ambito cruciale stiamo lavorando per ripensare l'impatto di ciascuna operazione**, sia propria che di terzi. Il nostro ultimo bando per supportare gli eventi culturali, ad esempio, prevede come requisito indispensabile per l'erogazione del finanziamento proprio la loro sostenibilità ambientale. Non solo: entrambe le mostre d'arte che abbiamo programmato nei nostri Palazzi per il 2024 sono espressamente dedicate alla natura e al rispetto per il Pianeta, mentre da tempo siamo attenti a garantire il recupero degli allestimenti. Ciascuna esposizione è accompagnata da laboratori di sensibilizzazione per bambini e ragazzi.

Il dialogo con le imprese

Anche se le Fondazioni possono sostenere economicamente solo enti pubblici e organizzazioni del Terzo Settore, negli ultimi anni abbiamo approfondito il nostro dialogo anche con il **mondo profit**, in particolare ideando un nuovo e innovativo bando in **cofinanziamento**: l'obiettivo primario è proprio puntare sull'effetto moltiplicatore **e spingere le imprese verso la solidarietà e la responsabilità sociale**, invitandole a prestare un'attenzione maggiore al bene comune.

3.5 Transizione: andare alla fonte del problema

I transition bond (TB) sembrano essere la soluzione più "tailor made" per gestire quest'area di mercato che vorrebbe prender parte al cambiamento in quanto i TB colmano il divario tra i progetti già "verdi", finanziabili con green bond, e quelli che risultano comunque fondamentali per la decarbonizzazione accelerata dell'economia

di Emilio Pastore, Head of Finance and Treasury HDI Assicurazioni Spa

Come passaggio dai sistemi basati sulle energie da combustibili fossili tradizionali ad alternative a bassa emissione di carbon fossile, **la transizione energetica è il concentrato di tutto quanto di materiale e valoriale si possa fare per la sostenibilità**, in quanto il settore dell'energia è responsabile di circa il 75% delle emissioni di gas a effetto serra in tutto il mondo.

Siamo entrati in una fase evoluta della sostenibilità che, oltre a richiedere un'accelerazione sui programmi e gli obiettivi da raggiungere, richiede anche **un cambio di strategie** che portino a un superamento di posizioni intransigenti, purché trovino compensazione e soddisfazione in risultati più ambiziosi e concreti. In tutto questo, le diverse regolamentazioni non aiutano un processo sano e uniforme e le differenze tra le norme applicate nei vari Paesi rendono più difficile procedere in modo correlato.

Il problema più rilevante, purtroppo, è che i maggiori effetti distorsivi e i **"non passi in avanti"** si concentrano nei mercati di quelle imprese, piccole e medie, oggi maggiormente inquinanti, che non hanno a disposizione le risorse per il cambiamento, che non hanno accesso alle emissioni di green bond e che il mercato sta escludendo dai radar dei nuovi investimenti; **società che la transizione proprio non hanno le possibilità di farla, pur volendo.**

Per semplificare, due imprese operanti nello stesso settore e mercato, nate in momenti diversi, una con dipendenza dai sistemi e dalle energie tradizionali e una nata più recentemente con sistemi

avanzati ed accesso ad energie rinnovabili e capitali *green*, oggi possono incidere diversamente sul cambiamento. Paradossalmente, l'impatto maggiore lo può dare la prima, molto più della seconda, in quanto, uscendo da un modello certamente superato, ma ancora per un qualche anno economicamente stabile, può consentire quell'impatto di risparmio di Co2 che è ciò di cui maggiormente si sente la necessità. Attenderne il fallimento, a vantaggio dei nuovi *competitor* più sostenibili, implica distruzione di valore, tempi lunghi e perdita di posti di lavoro che molti Paesi, la maggior parte finanziariamente fragili, non possono sopportare.

Esistono, infatti, tante iniziative, non classificabili come green, ma non meno coraggiose e di impatto, che potrebbero svolgere un ruolo cruciale nel ridurre l'impronta climatica di un'azienda.

E allora, come possono gli investitori istituzionali superare i purismi delle *esclusioni* e incoraggiare comportamenti virtuosi nelle imprese la cui attività strategica non è ancora compatibile con i finanziamenti verdi? Innanzitutto, serve concretezza, orientamento al risultato, visione e i *transition bond* (TB) sembrano essere la soluzione più "*tailor made*" per gestire quest'area di mercato che vorrebbe prender parte al cambiamento in quanto colmano il divario tra i progetti già "verdi", finanziabili con *green bond*, e quelli che risultano comunque fondamentali per la decarbonizzazione accelerata dell'economia.

Tutto così facile? Certamente no. Per passare all'azione, per mantenere il rigore nell'approccio sostenibile, per garantire obiettivi sostenibili misurabili, è assolutamente necessario:

- predisporre una serie di verifiche preliminari sugli emittenti per comprendere il legame tra una o più operazioni da finanziare e la strategia di transizione complessiva;
- stabilire linee guida comuni all'intero mercato dei *transition bond*;
- fissare un quadro di riferimento che delinea i criteri di idoneità per l'uso dei proventi di questi titoli;
- individuare il grado minimo di miglioramento energetico che bisogna ottenere e di emissioni di CO₂ da risparmiare;
- definire metodi standard di misurazione e rendicontazione condivisi.

Qualcuno dovrebbe assumersi la responsabilità di fare da garante e compiere le azioni atte a creare un contesto di fiducia in cui sia agevole operare senza rischi di trasparenza.

Se il mercato di chi oggi porta la responsabilità maggiore dei danni recati all'ambiente intende davvero compiere una svolta trasparente e accedere ai capitali, questi sono solo i primi passi per conquistare la fiducia degli investitori senza mettere a rischio la loro reputazione e l'impegno di anni. Una fiducia non dovuta, non gratuita, non scontata, che va guadagnata.

Con la giusta struttura, i *transition bond* possono imporsi come il miglior mezzo di contrasto al cambiamento climatico, andando alla fonte del problema, accelerando una soluzione ormai ineludibile ma senza distruggere valore, con ricadute positive per tutti, sperabilmente anche per il Pianeta.

4. Le esperienze ESG del mercato

In continuità con il precedente, dedicato alle esperienze degli investitori istituzionali italiani, questo quarto capitolo si propone di “dare vita” ai risultati emersi dalla sesta edizione dell’indagine con case history e buone pratiche di fabbriche prodotte e gestori, anche al fine di favorire la messa a sistema di competenze e metodologie e, lungo questa via, una crescita sempre più consapevole dell’intero comparto.

4.1 L’advisory di sostenibilità a supporto della visione strategica

Supportare ogni giorno gli investitori istituzionali, capitali pazienti chiamati per loro stessa natura a operare con orizzonti temporali di medio-lungo termine, impone di interrogarsi costantemente sul ruolo che i temi ESG possono avere sull’operare degli investitori e sul ruolo che loro stessi possono avere per contribuire alle trasformazioni necessarie per realizzare uno sviluppo sostenibile ed equo per tutti. L’advisory di sostenibilità non può dunque che essere inserita nella visione strategica degli investitori ed essere sviluppata secondo un approccio modulare, che copre l’intero processo investimenti

di Alessandra Franzosi, Head of ESG Prometeia Advisor Sim

Nell’attuale contesto storico-economico è fondamentale tener conto dei fattori ESG per meglio comprendere rischi e opportunità degli investimenti e per abbracciare **una visione moderna dei doveri fiduciari** degli investitori istituzionali.

È importante però trovare un come, lavorando in *partnership* con i clienti. In tal modo vengono identificate soluzioni costruite secondo il criterio di **materialità**, sia essa finanziaria, di impatto o che tenga conto delle preferenze di sostenibilità dei beneficiari e secondo il criterio di **proporzionalità**, con soluzioni calate in modo efficiente all’interno delle organizzazioni per massimizzarne l’efficacia da un punto di vista di costi-benefici.

L’*advisory* di sostenibilità deve essere inserita nella visione strategica degli investitori e sviluppata secondo un approccio modulare, che copra l’intero processo investimenti.

Figura 4.1 – Caratteristiche e importanza di un approccio modulare



Fonte: Prometeia Advisor Sim

Il supporto agli investitori istituzionali che intendono dotarsi della **Politica di Sostenibilità e/o della Politica di Impegno** è un'attività focale disegnata sulle caratteristiche del singolo investitore poiché le *policy* devono rappresentare la sintesi dei sistemi valoriali, degli obiettivi di sostenibilità perseguiti, della *governance* di cui ci si vuole dotare, degli impatti sul portafoglio investimenti.

L'integrazione dei fattori ESG **nella costruzione delle asset allocation strategiche e tattiche** si sta progressivamente irrobustendo: la generazione di scenari è opportuno che tenga conto delle implicazioni di lungo termine derivanti dal cambiamento climatico attraverso l'incorporazione degli scenari NGFS (*Network for Greening Financial System climate scenarios*) e che sia capace di incorporare l'utilizzo di *benchmark* con tilt ESG. Gli *asset owner* stanno sempre più considerando l'introduzione di tilt ESG ex-ante: l'*advisor* è chiamato a lavorare con il cliente per il design ottimale dei propri portafogli partendo dai semplici screening negativi, integrando le caratteristiche ambientali e sociali ritenute opportune o dandosi obiettivi espliciti di natura ambientale o sociale.

Il **monitoraggio del rischio ESG** è attuato mediante una reportistica sempre più sofisticata, che incorpora una pluralità di indicatori (gli score E, S, G, la *carbon intensity* e l'esposizione agli SDGs e ai PAI) selezionati coerentemente con gli obiettivi delineati nella Politica di Sostenibilità. Si sta mutuando dai modelli finanziari di VaR (*Value at Risk*) la strumentazione per valutare il contributo dei fattori ESG al profilo di rischio del portafoglio: si tratta di metodologie nuove e ancora in rapida evoluzione, che stanno richiedendo un importante investimento in conoscenze e modelli, ma destinate a consolidarsi.

L'SFDR ha richiesto ai gestori di attivi una maggiore e più profonda **trasparenza** di sostenibilità, grazie alla quale è stata ulteriormente calibrata la modalità di integrazione dei temi ESG nella **valutazione di prodotti e gestori**. Le case e i prodotti di investimento sono monitorati con regolarità attraverso un apparato metodologico in grado di considerare congiuntamente i temi rilevanti per la valutazione della performance finanziaria e di sostenibilità.

La Mifid II Review ha al contempo imposto la **profilatura dei clienti** sulla base delle diverse sensibilità di sostenibilità, al fine di addivenire a un concetto di adeguatezza completo e integrato. Il questionario Mifid deve essere integrato al fine di considerare le eventuali preferenze ESG del cliente: è il combinato dell'integrazione da un lato dei fattori ESG nelle metriche relative alla selezione di strumenti e prodotti finanziari e dall'altro nella profilazione del cliente che consente di arrivare a una **visione completa di adeguatezza**, sottoposta in modo continuativo ad aggiornamento, per tener conto delle mutate condizioni tanto nell'offerta quanto nella domanda di investimenti.

Il dialogo costante con i clienti consente di individuare insieme **le aree di sviluppo per il futuro**: la crescita delle attività di engagement e di azionariato attivo, la modulazione degli *assessment* di sostenibilità per tener conto delle specificità di *asset* liquidi e illiquidi, la necessità di sviluppare una modellistica volta a quantificare l'impatto dei rischi ESG dei portafogli nei vari orizzonti temporali i temi su cui lavorare nei prossimi mesi.

Infine, **la coerenza**. L'*advisor*, soprattutto se vigilato, è per primo chiamato a dotarsi di un presidio di sostenibilità che - come messo in luce da Banca d'Italia nel Piano d'Azione sui Rischi Climatici e ESG - deve coprire le aree della *governance*, della strategia, dell'organizzazione, del monitoraggio dei rischi e della relativa informativa al mercato.

4.2 Il modo in cui guardiamo oltre i livelli di emissioni esistenti può essere la chiave per investire in modo sostenibile

Uno degli obiettivi più comuni della sostenibilità nell'investimento azionario è quello di investire denaro in aziende che promettono di dare un contributo significativo al processo di decarbonizzazione a livello globale. Limitare il riscaldamento ben al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali sarebbe immensamente vantaggioso per il benessere globale e una testimonianza di ciò che si può ottenere quando la società si prefigge un obiettivo comune e riteniamo che gli investitori azionari abbiano un ruolo significativo da svolgere in questo processo

a cura di Templeton Global Climate Change Team, gruppo Franklin Templeton

In termini di obiettivi di sostenibilità, la nostra principale preoccupazione è quella di avere un impatto attraverso le *holding* nel nostro portafoglio.

L'importanza dell'impatto

Se un'azienda sta creando un impatto significativo sulla mitigazione del cambiamento climatico attraverso i suoi prodotti e servizi, le sue emissioni esistenti sono più comprensibili. Ci concentriamo sull'impatto netto delle aziende. Riteniamo che per affrontare seriamente il cambiamento climatico, sia imperativo adottare **una view a lungo termine** e identificare le aziende che saranno determinanti per la riduzione delle emissioni. A volte concentrandosi sui livelli di emissioni esistenti si rischia di non essere lungimiranti e di trascurare proprio le attività che potrebbero essere fondamentali per un futuro più verde.

Impatto attraverso il coinvolgimento

Detenendo in portafoglio società in transizione che potrebbero avere elevati livelli di intensità di carbonio, siamo in grado di esercitare la nostra influenza attraverso un impegno attivo. In generale, si tratta di aziende che stanno già orientando la loro attività verso alternative più ecologiche o a basse emissioni di carbonio nei rispettivi settori, ma che potrebbero essere ancora in corso d'opera. Parte del nostro ruolo di investitori attivi è quello di **contribuire ad accelerare questo processo e di responsabilizzare il management nel raggiungimento di questi obiettivi**.

Ad esempio, abbiamo partecipazioni in quattro società di materie prime che riteniamo svolgano un ruolo enorme nella transizione verde. Per raggiungere lo zero netto saranno necessari una quantità significativamente maggiore di litio, rame, alluminio e nichel. Di recente, nell'ambito del nostro impegno societario guidato da analisti di ricerca e gestori di portafoglio, abbiamo spinto queste società a collaborare con l'iniziativa *Science-Based Targets* per fissare obiettivi di decarbonizzazione significativi prima dell'introduzione di linee guida formali.

Vantaggi finanziari ed etici

Per essere chiari, le emissioni esistenti di una determinata azienda sono una considerazione importante, ma ciò che conta di più per noi è quante emissioni sono state evitate dal lavoro di ciascuna azienda. Concentrarsi semplicemente sulle società a più basse emissioni spesso distoglierebbe gli investitori proprio dai settori che possono decarbonizzare la nostra economia. Se da un lato questo potrebbe essere un incentivo moderatamente utile per le aziende a decarbonizzare le proprie attività, dall'altro non contribuisce alla transizione nel modo in cui può farlo un portafoglio attivo e impattante, alla ricerca di soluzioni di decarbonizzazione.

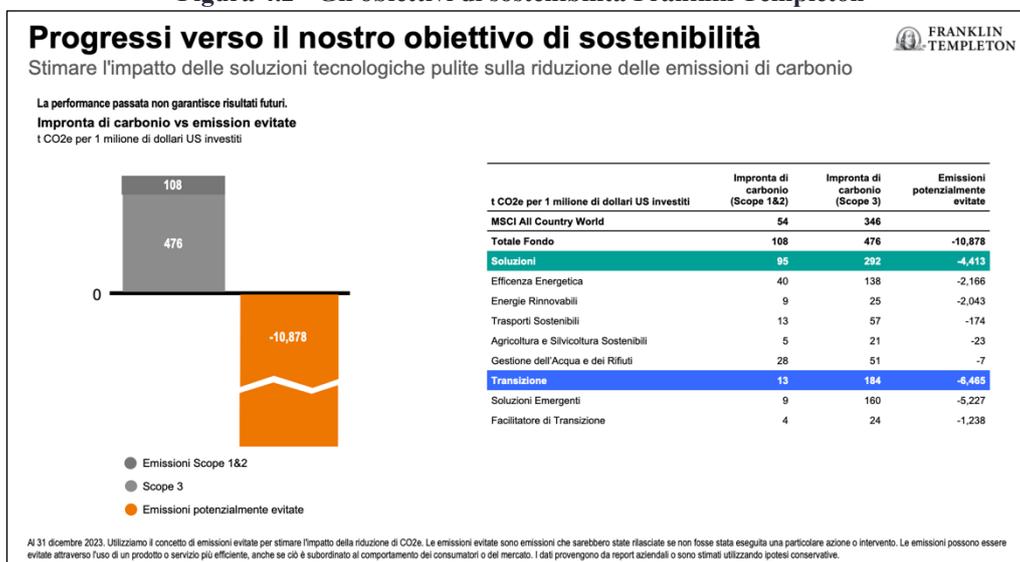
Al contrario, se tutti volessero avere tali società nel proprio portafoglio, aumenterebbe il costo del capitale per le aziende i cui prodotti non sono essi stessi a basse emissioni di carbonio, ma che sono

necessari ad altri nella trasformazione. Pertanto, riteniamo che abbia senso essere sovrappesati in alcuni settori che possano avere un'elevata impronta di carbonio, come i servizi di pubblica utilità, i materiali e l'industria, ma che contribuiscano a rendere altri settori meno energivori. Attraverso i prodotti e i servizi forniti dalle nostre aziende, la quantità stimata di "emissioni evitate" è più di 10 volte superiore (in tonnellate di Co2 equivalente per 1 milione di dollari di investimento, a fine dicembre 2023) rispetto alle emissioni di queste stesse aziende.

Riteniamo che questo sia **l'approccio pragmatico, ma anche finanziario**: la domanda di beni e servizi per consentire la trasformazione è altamente probabile che cresca nel tempo. Quindi abbiamo sia un incentivo finanziario che un incentivo etico, legato alla decarbonizzazione.

Di seguito è riportata una valutazione dell'impronta di carbonio della strategia rispetto alle emissioni evitate, in cui mostriamo le potenziali emissioni evitate rispetto alle emissioni *Scope 1, 2 e 3* per la strategia¹.

Figura 4.2 - Gli obiettivi di sostenibilità Franklin Templeton



¹ Per ulteriori approfondimenti: <https://www.franklintempleton.it/articoli/2023/equity/utilizzare-il-concetto-di-avoided-emissions-per-costruire-un-portafoglio-sul-cambiamento-climatico>

4.3 Che cos'è il capitale naturale e perché ci deve interessare tutti

L'entità della perdita di biodiversità e del degrado degli ecosistemi è allarmante ed è necessaria un'azione urgente per preservare le specie e gli ecosistemi vulnerabili che sono alla base della nostra economia, della nostra società e rendono possibile la vita umana

di Adrienn Sarandi, Global Head of ESG Solutions & Strategic Janus Henderson Investors

Il capitale naturale è lo stock mondiale di risorse naturali rinnovabili e non rinnovabili, in particolare geologia, atmosfera, luce solare, suolo, aria, acqua e organismi viventi. Dall'aria che respiriamo al cibo che mangiamo, ***le risorse del capitale naturale ci forniscono gratuitamente beni e servizi inestimabili.***

Fattori e impatto della perdita della biodiversità

L'entità e la velocità del deterioramento degli ecosistemi terrestri e marini del mondo sono impressionanti. Secondo le stime, circa il 70% delle specie animali è scomparso dal 1970 e un milione di specie è attualmente a rischio di estinzione². La situazione è altrettanto preoccupante nelle acque della Terra. Ogni anno scarichiamo otto milioni di tonnellate di plastica in mare, circa un camion della spazzatura al minuto. Le barriere coralline e gli ecosistemi marini si stanno trasformando in sterili lande desolate a causa dell'inquinamento e dell'aumento della temperatura del mare.

Il cambiamento climatico e il degrado della natura sono anche profondamente interconnessi e si rafforzano a vicenda; per esempio, la deforestazione riduce la biodiversità e la capacità del pianeta di assorbire carbonio, aggravando così la crisi climatica.

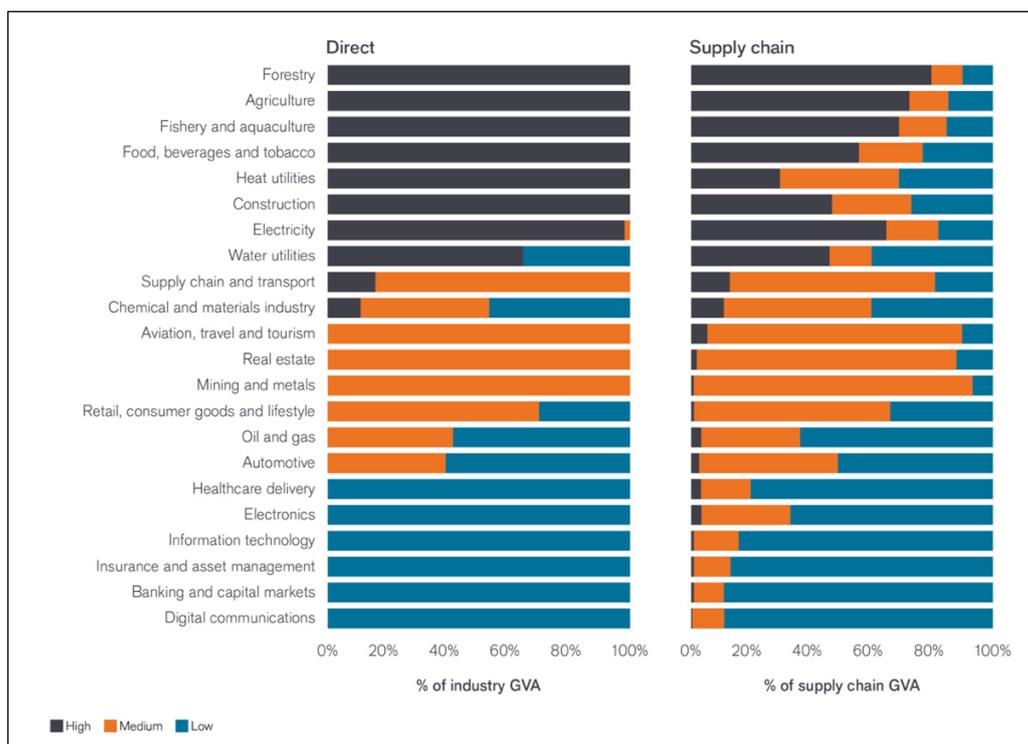
Perché ci stanno a cuore?

Come il cambiamento climatico, la perdita di biodiversità rappresenta ***un rischio sistemico per intere economie e un rischio per le singole aziende:*** oltre la metà del PIL globale dipende in misura moderata o elevata dalla natura e dai suoi servizi, il che significa che il degrado degli ecosistemi potrebbe compromettere materialmente il funzionamento della società e dell'economia globale.

Sistemi sociali e ambientali sani sono fondamentali per il funzionamento dei sistemi economici. Il divario tra le richieste dell'umanità alla natura e la capacità di quest'ultima di fornirle si sta ampliando e minaccia **la sopravvivenza degli ecosistemi essenziali alla base dei settori economici chiave**, come mostrato nel grafico qui sotto.

² [Fondo Mondiale per la Natura \(2022\): “Declino medio del 69% delle popolazioni di animali selvatici dal 1970, dice il nuovo rapporto del WWF”](#)

Figura 4.3 - Dipendenza dei settori dalla natura



Fonte: PwC

Il punto di vista e l'approccio di Janus Henderson

In Janus Henderson, riteniamo che l'entità e la gravità dei danni alla natura e i suoi numerosi impatti a catena rappresentino **rischi significativi e finanziariamente rilevanti a lungo termine per alcuni settori ed emittenti**. L'analisi mostra che questi rischi sono concentrati nei settori che dipendono in misura maggiore dalla natura, tra cui l'agricoltura, la silvicoltura e la pesca; le utenze idriche e termiche, l'industria alimentare e delle bevande; l'industria mineraria; i trasporti e l'edilizia.

I rischi sono pluri-dimensionali, e alcune aziende avranno un'esposizione maggiore agli impatti fisici del degrado della natura, e altre ai rischi di transizione dovuti ai rischi politici e normativi. Anche rischi di contenzioso, **danni reputazionali e il cambiamento della domanda dei consumatori** presentano rischi significativi, ma anche **potenziali opportunità per le aziende di guadagnare quote di mercato**.

Integrando i rischi finanziariamente rilevanti associati al declino del capitale naturale, gli investitori hanno l'opportunità di **riconoscere precocemente i rischi sistemici** e di **allocare il capitale verso soluzioni che favoriscano un'economia più sostenibile** e, in definitiva, **di costruire portafogli più resilienti** e di contribuire al ripristino della natura, impegnandosi con le aziende a ridurre il loro impatto dannoso sulla biodiversità e a formulare soluzioni innovative.

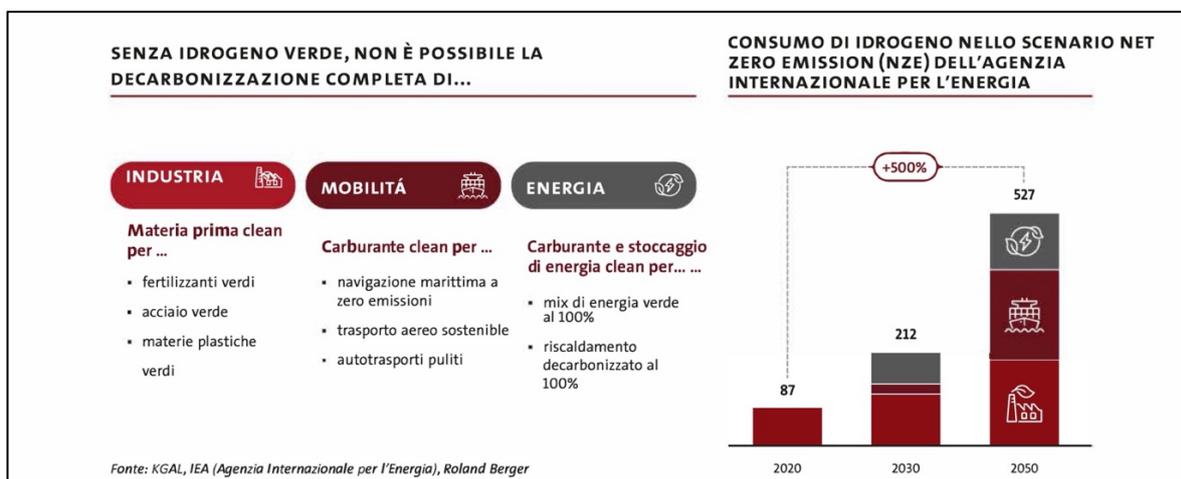
4.4 Idrogeno verde: creare un mercato investibile per l'elemento più abbondante al mondo è la chiave per raggiungere il Net Zero

Le opportunità di investire nell'idrogeno verde (GH₂) sono agli inizi poiché gli investitori stanno ancora esplorando la domanda futura e il ruolo di tecnologie concorrenti. Ma le prospettive sono enormi

di Thomas Engelmann, CFA, CAIA, Head of Energy Transition KGAL

L'idrogeno verde è *al centro della lotta contro il cambiamento climatico, in particolare per i settori difficili da decarbonizzare, come l'acciaio, il cemento e l'industria chimica*. L'idrogeno è classificato come "verde" quando viene prodotto mediante elettrolisi alimentata da energia rinnovabile. Nelle aree in cui il solare e l'eolico forniscono il costo energetico più basso in Europa, come la Svezia settentrionale e la Spagna meridionale, la produzione di idrogeno verde sta già iniziando a diventare competitiva in termini di costi. Questo è simile a quanto abbiamo visto in passato con lo sviluppo dell'energia solare. La scala è ciò che conta di più, in questo contesto. **Dobbiamo portare volume nel mercato dell'elettrolisi per ridurre i costi.**

Figura 4.4 – Il ruolo cruciale dell'idrogeno nel processo di decarbonizzazione



Fonte: KGAL, Agenzia Internazionale per l'Energia, Roland Berger

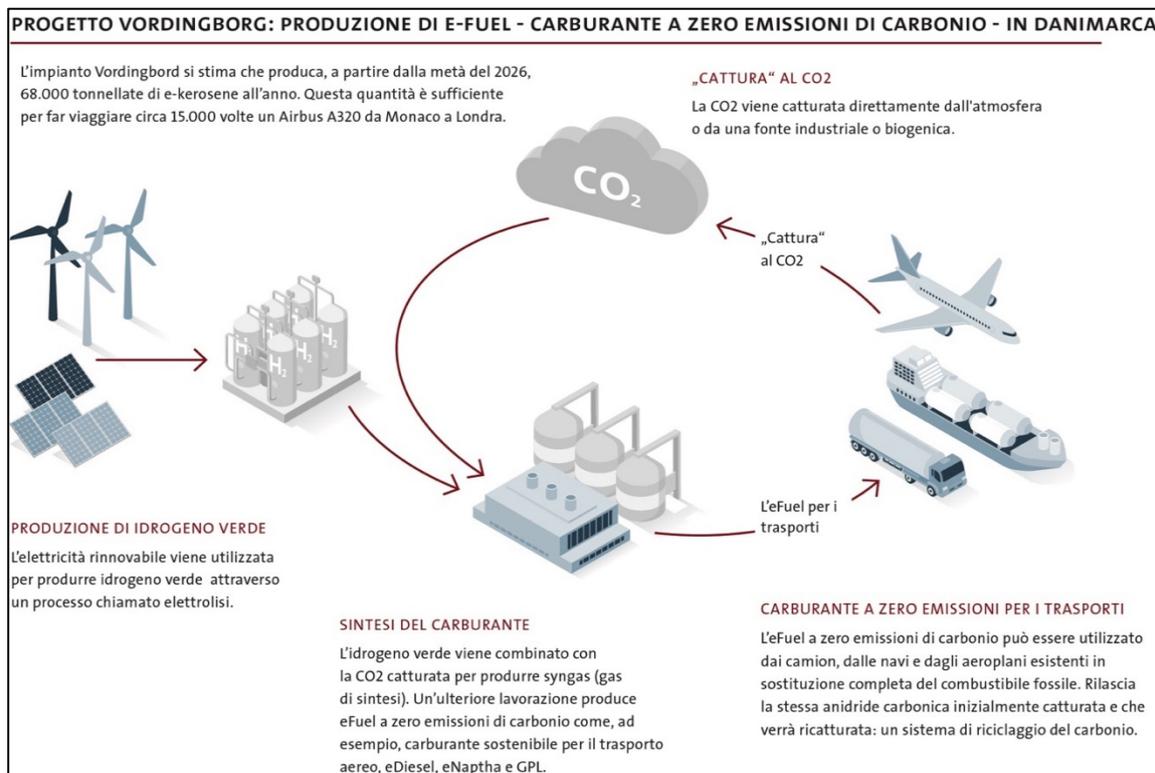
Tre fattori chiave della domanda

Tuttavia, i prezzi dell'energia elettrica sono solo uno dei fattori che determinano la domanda di idrogeno verde. Vediamo i tre fattori principali: ***innanzitutto, i clienti stanno esaminando attentamente l'impronta di carbonio globale dei propri fornitori***. Prendiamo ad esempio l'acciaio. L'acciaio più economico è quello con il carico di CO₂ più pesante, proveniente dalla Cina. Per i clienti basati in Europa questa opzione è sempre più inaccettabile. L'Europa, a sua volta, incoraggia l'idrogeno verde e il suo utilizzo nell'industria siderurgica locale. Questa dinamica si sta diffondendo anche in altri settori.

Il secondo fattore riguarda l'indipendenza dell'approvvigionamento energetico. L'idrogeno verde ha un ruolo significativo da svolgere nel garantire l'indipendenza e la sicurezza energetica. ***Il terzo fattore sono i vantaggi economici derivanti dalla decarbonizzazione***. Il prezzo della CO₂ non diminuirà mai, almeno non in Europa, dove la regolamentazione continuerà a far aumentare le tasse sulle emissioni. Prendiamo ad esempio il settore della mobilità. Qui vediamo una forte spinta verso l'adozione dei veicoli elettrici. Ma nei trasporti pesanti, nella navigazione marittima e nell'aviazione,

l'elettrificazione non è attuabile. È qui che gli *e-fuels* (carburanti a impatto zero) basati sull'idrogeno hanno un ruolo da svolgere.

Figura 4.5 – L'impianto Vordingborg



Fonte: KGAL

I programmi di sovvenzione governativa, in particolare le tariffe *feed-in* dell'UE, hanno svolto un ruolo fondamentale nel ridurre il costo dell'energia eolica e solare negli ultimi due decenni. Vediamo forti segnali che la Commissione Europea e i governi nazionali adotteranno una politica altrettanto proattiva per lo sviluppo dell'idrogeno verde. La Banca Europea dell'Idrogeno creerà una catena del valore completa dell'idrogeno nell'UE, insieme al *Net-Zero Industry Act*. Ne trarranno vantaggio le industrie che prenderanno decisioni tempestive per reindirizzare o concentrarsi sull'implementazione di tecnologie pulite.

L'impegno verso la *Carbon Neutrality* è il motore chiave della domanda di GH₂

Le prospettive commerciali per l'idrogeno verde e i prodotti *Power-to-X* (PtX significa convertire l'elettricità verde in idrogeno, sotto forma di gas, carburante, ammoniaca ecc., tramite elettrolisi) sono strettamente legate all'impegno globale per limitare il riscaldamento globale e dipendono dal livello di ambizione di raggiungere il *Net Zero*. **Uno studio del 2021 del gruppo di ingegneria danese Ramboll ha stimato l'investimento globale richiesto per queste tecnologie tra 375 miliardi di euro e 1.418 miliardi di euro di spese in conto capitale su Power-to-X.** Il calo dei prezzi che abbiamo osservato nel mercato solare negli ultimi 20-30 anni preannuncia uno sviluppo incoraggiante.

L'accordo COP-28 sottolinea la necessità di decarbonizzare le nostre economie e getta le basi per una nuova era di attuazione dell'Accordo di Parigi. Dal punto di vista degli investitori, ciò aumenta ulteriormente le possibilità di aumentare l'adozione dell'idrogeno verde poiché l'accordo prevede di triplicare la capacità di energia rinnovabile e raddoppiare i miglioramenti nell'efficienza energetica entro il 2030. **I tempi per gli investimenti nell'idrogeno verde non sono mai stati così favorevoli.**

4.5 L'evoluzione dei rating ESG: cosa è cambiato negli ultimi 14 anni?

Facciamo il punto sulla qualità dei dati che alimentano gli score ESG

di Silvio Corgiat Mecio, Senior Quantitative Strategist Solutions LGIM

Di recente abbiamo pubblicato uno **studio di riferimento sui dati ESG a lungo termine**³, che approfondisce le diverse sfaccettature sull'evoluzione della reportistica ESG nel corso degli ultimi 14 anni, ovvero da quando in Legal&General Investment Management abbiamo creato il nostro *rating* ESG proprietario denominato “LGIM ESG score”.

Si potrebbe obiettare che il mondo ESG, così vasto ed eterogeneo, renda concretamente **difficile misurare con coerenza i progressi delle aziende in chiave di sostenibilità**. Tuttavia, la creazione di un *rating* ESG⁴ consente di mappare da diversi anni alcuni degli indicatori sui quali il nostro team di *Investment Stewardship* si concentra nel dialogo con le società, con gli organismi di regolamentazione e gli enti governativi e l'utilizzo di un punteggio o *rating* **ha il merito di facilitare l'integrazione di diverse metriche, che spesso si presentano in forme e ordini di grandezza differenti**.

Il risultato principale della ricerca è molto chiaro: **a livello globale e aggregato, i punteggi del nostro LGIM ESG score per le aziende che compongono l'indice MSCI ACWI sono aumentati del 50% dal 2009**. Cosa si cela, tuttavia, dietro ai dati? In questa sede vogliamo condividere alcuni spunti per sfatare preconcetti ampiamente diffusi sul tema ESG.

Sulla **disponibilità di dati ESG relativi alle aziende**, abbiamo riscontrato come tutti i *benchmark* azionari abbiano registrato negli ultimi 14 anni miglioramenti significativi nella mappatura dei dati, con una copertura che è a oggi del 95-100% a livello globale.

Sebbene i mercati sviluppati offrano una copertura più elevata rispetto ai mercati emergenti, è interessante notare come siano questi ultimi ad aver registrato i miglioramenti più marcati nella messa a disposizione di dati ESG. **Non tutte le metriche hanno registrato gli stessi progressi; per alcune di queste, come nel caso dei dati sui ricavi sostenibili (green revenues) la disponibilità è triplicata negli ultimi 15 anni**, ed è ora disponibile per il 18% delle aziende rappresentate dagli indici azionari globali. Altre aree hanno ancora margini di sviluppo, come è il caso del *carbon Scope 3*. Tuttavia, **la tendenza generale è innegabilmente positiva**.

Per quanto riguarda invece **i cambiamenti nella composizione degli indici di riferimento**, si potrebbe pensare che il miglioramento dei punteggi ESG sia legato al cosiddetto pregiudizio di sopravvivenza, secondo il quale solo le aziende più virtuose rimangono negli indici per lungo tempo, mentre le meno virtuose tendono a essere sistematicamente escluse. Le nostre analisi confermano invece che **la tendenza al miglioramento dei rating ESG rimane valida anche tenendo conto delle variazioni intervenute nel tempo nella composizione degli indici ed è chiaramente in accelerazione negli ultimi anni**. Questo significa che il trend rimane fortemente positivo anche simulando che la composizione degli indici rimanga invariata (per ovviare al cosiddetto “*survivorship bias*”) o ipotizzando che le aziende all'interno vengano equipesate (per ovviare al “*size effect*”).

³ Per l'analisi completa si veda [Insights from 14 years of ESG Data \(lgim.com\)](https://www.lgim.com/insights) – 2023. Analisi basata su *rating* ESG e relativa ai dati 2009-2023 su un generale indice azionario globale (MSCI ACWI)

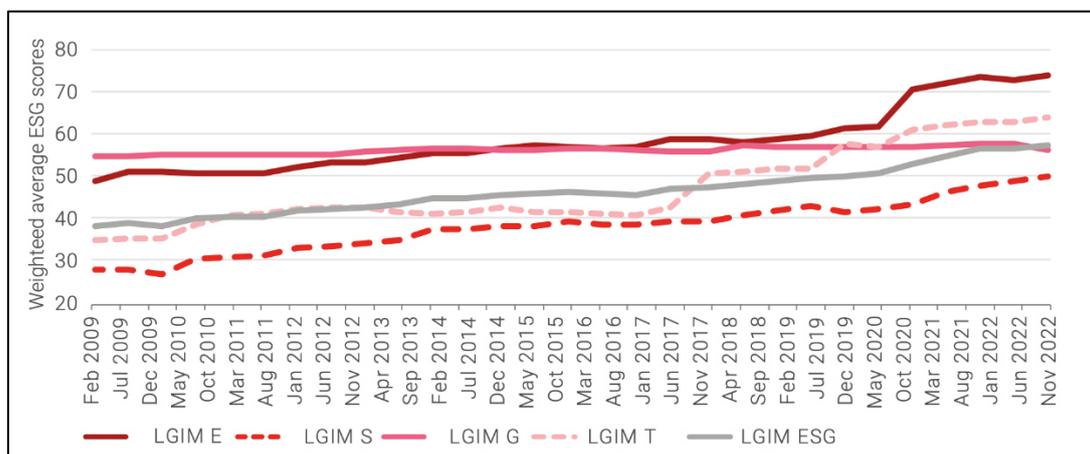
⁴ Il *rating* ESG di LGIM si basa su pilastri multipli: *Ambientali - Environmental (E)*, *Social (S)*, *Governance (G)* e *Transparency & Disclosure (T)*

Da un **punto di vista geografico**, la traiettoria di ogni area del mondo è influenzata da una complessa rete di interazioni nella composizione degli indici, dal momento che **spesso siamo ormai in presenza di aziende la cui catena di approvvigionamento e distribuzione opera su scala globale**. Tenuto conto di ciò, Europa e Regno Unito hanno visto un costante miglioramento dei rispettivi *rating* ESG, partendo da una base già elevata. Tuttavia, anche **gli Stati Uniti hanno registrato un miglioramento consistente dei *rating* ESG**, guidati da un lato da un cambiamento culturale verso la valorizzazione della sostenibilità e dall'altro dalla responsabilità aziendale. Questo è particolarmente significativo se si considera che la posizione politica degli Stati Uniti non è sempre stata direzionale sui temi ESG.

Un altro punto di vista ampiamente dibattuto riguarda il fatto che **ESG possa essere una narrativa prettamente legata ai mercati sviluppati**. Il nostro risultato è che sicuramente i mercati emergenti hanno storicamente seguito con ritardo le tendenze delle aree del mondo sviluppato. Tuttavia, dopo la pandemia, **i mercati emergenti hanno intrapreso una forte traiettoria positiva**, contribuendo alla transizione globale verso pratiche sostenibili e operazioni commerciali responsabili. Con riferimento invece alle **tendenze settoriali**, benché il settore tecnologico abbia fatto grandi progressi negli anni, non è più il solo a dominare la classifica dei *leader ESG*. Infatti, **i settori utilities e dei materiali hanno guidato di recente la tendenza al miglioramento dei loro rating ambientali (E), che sono quasi triplicati tra il 2009 e il 2023**.

In conclusione, abbiamo osservato che a vari livelli **i rating ESG sono andati nella stessa direzione positiva negli anni**, con i pilastri ambientali, sociali e di trasparenza come motori fondamentali del cambiamento. **Nel loro insieme, questi trend riflettono un'evoluzione ESG globale complessa, ma molto promettente**, che ha continuato a migliorare nel tempo in termini di disponibilità e qualità dei dati, consentendo di rendere sempre più accurate le interpretazioni degli operatori di mercato basate sui *rating* ESG.

Figura 4.6 – Evoluzione dello score ESG sul lungo termine



Fonte: LGIM, settembre 2023

Figura 4.7 - Evoluzione nel tempo dei “pilastri” ESG

Scores	Historical period		Live period		
	Feb 2009	Mar 2018	Mar 2023 (latest period)	Cumulative change (Feb 2009 vs latest period)	Cumulative change (March 2018 vs latest period)
LGIM E	49	59	74	51%	25%
LGIM S	28	39	50	81%	28%
LGIM G	55	56	56	3%	1%
LGIM T	35	51	64	84%	26%
LGIM ESG	38	48	57	50%	21%

Fonte: LGIM, settembre 2023

4.6 La risposta della previdenza complementare all’evoluzione della normativa sulla sostenibilità: prime evidenze

La transizione dei fondi pensione verso prodotti sostenibili è supportata, almeno nei fondi negoziali, dalle performance ottenute nel 2023

di Marco Ricci, Responsabile BFF Insights, Ufficio Studi BFF Bank

La normativa sulla sostenibilità in ambito finanziario si è sviluppata solo negli ultimi anni.

Nello specifico, **la definizione di investimento sostenibile** è stata introdotta con il Regolamento europeo 2019/2088 del 27 novembre 2019, entrato in vigore il 10 marzo 2021 e relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (***Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR***), interessando anche le forme di previdenza complementare.

Nell’Art. 2 l’investimento sostenibile è definito come *“investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, o sociale, o un investimento in capitale umano, o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione, che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali”*⁵. Inoltre, la SFDR stabilisce le **norme di trasparenza** e chiede ai partecipanti ai mercati finanziari di definire:

- se e in che modo i rischi di sostenibilità siano integrati nelle loro decisioni di investimento (**Art. 6**);
- i prodotti che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali, ovvero che nel processo d’investimento integrano i criteri di sostenibilità (**Art. 8**);
- i prodotti il cui obiettivo siano investimenti sostenibili (**Art. 9**).

Il Regolamento europeo 2019/2088 è stato integrato con nuove norme tecniche di regolamentazione (***Regulatory Technical Standard, RTS***) dal Regolamento delegato 2022/1288 del 6 aprile 2022, in vigore dall’ 1 gennaio 2023. Le RTS definiscono il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e quali informazioni debbano essere riportate nelle informative precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche, con riferimento alla promozione

⁵ Per il testo completo della normativa si rimanda al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX%3A32019R2088#d1e545-1-1>

delle caratteristiche ambientali e/o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile dei prodotti finanziari.

La COVIP ha dato seguito ai Regolamenti delegati 2019/2088, 2022/1288, modificati e rettificati con il Regolamento delegato 2023/363 del 31 ottobre 2022, in vigore dal 20 febbraio 2023, invitando i Fondi Pensione e le imprese di assicurazione che hanno istituito PIP ad applicare le norme in essi contenute, con l'obiettivo di aumentare la trasparenza sugli investimenti sostenibili e di favorire la comparabilità delle note informative a beneficio degli investitori.

In particolare, ha indicato nel 31 marzo 2023 il termine ultimo per definire le informazioni sulla sostenibilità a livello di singolo comparto.

I fondi pensione hanno risposto all'evoluzione della normativa in maniera differenziata

Alla fine del 2023, **tra i fondi pensione aperti**, il 33,5% dei comparti (il 44,5% in base al patrimonio) ha indicato nelle note informative di promuovere le caratteristiche sociali e/o ambientali; il 50,8% (52,1% considerando il patrimonio) di integrare i rischi di sostenibilità nelle decisioni di investimento, mentre il 15,7% (3,4%) ha ritenuto di non integrare i rischi di sostenibilità. Nessun comparto ha fissato un obiettivo di investimento sostenibile.

Tra i fondi pensione negoziali, il 16,7% dei comparti (il 28,8% in base al patrimonio) ha indicato di promuovere le caratteristiche sociali e/o ambientali; il 59,8% (61,9%) di integrare i rischi di sostenibilità nelle decisioni di investimento, mentre il 23,5% (9,3%) ha ritenuto di non integrare i rischi di sostenibilità. Anche in questo caso nessun comparto ha fissato un obiettivo di investimento sostenibile.

Indici sui fondi pensione sostenibili

BFF, arricchendo la sua gamma di Indici sui fondi pensione, ha creato quattro nuovi Indici (due per i fondi pensione aperti e due per i negoziali) che consentono di valutare l'andamento dei comparti che si definiscono sostenibili sulla base dell'Art. 8 (**Indice Generale Sostenibili**) o che integrano i rischi di sostenibilità secondo l'Articolo 6 (**Indice Generale ESG Light**). Nel 2023, tra i fondi pensione aperti, i comparti Art. 6 e Art. 8 della SFDR hanno realizzato delle *performance* molto simili a quella dell'Indice BFF FPA Generale. Tra i fondi pensione negoziali, invece, a fronte di un rendimento dei comparti che fanno riferimento all'Art. 6, sostanzialmente in linea con quello dell'Indice BFF MI FPN Generale, si è registrata una *performance* nettamente migliore dei comparti che fanno riferimento all'Art.8., con l'Indice relativo apprezzato al 7,72% contro il 6,96% dell'Indice Generale.

Il profilo trimestrale delle *performance* mostra che, negli ultimi tre mesi dello scorso anno, vi è stata una decisa accelerazione, quando il rientro dell'inflazione e la conseguente attesa per l'inversione delle politiche monetarie in senso espansivo hanno determinato un andamento molto positivo sia dei comparti azionari sia di quelli obbligazionari. Anche in quest'ultimo periodo l'Indice Generale Sostenibili dei fondi pensione negoziali ha messo a segno una *performance* superiore a quella del corrispondente Indice Generale (4,92% vs. 4,39%).

Figura 4.8 – Le performance di fondi pensione aperti e negoziali

Le Performance dei Fondi Pensione Aperti Italiani					
Indici BFF	IV trimestre 2023	III trimestre 2023	II trimestre 2023	I trimestre 2023	2023
Monetari	1,29%	0,53%	0,18%	0,40%	2,42%
Obbligazionari	4,24%	-1,23%	-0,01%	1,44%	4,43%
Bilanciati Obbligazionari	4,15%	-1,24%	0,43%	2,03%	5,40%
Flessibili	4,11%	-0,96%	0,86%	2,05%	6,12%
Bilanciati	5,23%	-1,77%	1,50%	3,21%	8,28%
Bilanciati Azionari	5,61%	-2,32%	2,29%	3,97%	9,72%
Azionari	5,27%	-1,82%	3,28%	4,83%	11,89%
Generale	4,67%	-1,50%	1,31%	2,82%	7,40%
Generale Sostenibili	4,69%	-1,51%	1,19%	2,88%	7,34%
Generale ESG Light	4,69%	-1,53%	1,25%	2,90%	7,40%

Le Performance dei Fondi Pensione Negoziali Italiani					
Indici BFF-MI	IV trimestre 2023	III trimestre 2023	II trimestre 2023	I trimestre 2023	2023
Monetari	2,38%	0,30%	0,01%	0,94%	3,66%
Obbligazionari Diversificati	3,14%	-0,08%	0,20%	1,11%	4,40%
Bilanciati Obbligazionari	4,57%	-1,05%	1,03%	2,38%	7,03%
Bilanciati	5,36%	-1,51%	2,11%	3,00%	9,13%
Bilanciati Azionari	5,35%	-1,52%	2,14%	3,55%	9,73%
Azionari	5,78%	-1,91%	3,13%	2,79%	10,00%
Generale	4,39%	-0,91%	1,16%	2,23%	6,96%
Generale Sostenibili	4,92%	-1,11%	1,24%	2,55%	7,72%
Generale ESG Light	4,38%	-0,95%	1,17%	2,22%	6,91%

Fonte: BFF Bank

Nel corso del 2024 la componente ESG avrà un peso sempre maggiore, proseguendo una tendenza già iniziata nel 2023, che ha registrato un incremento da inizio anno dello 0,4% tra i fondi pensione aperti e del 2,0% tra i fondi pensione negoziali.

Questi primi confortanti segnali lasciano intendere che, per i sottoscrittori di fondi pensione, l'evoluzione verso la sostenibilità è stata una scelta vantaggiosa.

4.7 Sostenibilità e Mutualità: principi fondamentali per la costruzione della società del futuro

In un mondo in costante evoluzione, la mutualità, fondata sui valori della solidarietà, della reciprocità e della collaborazione, emerge come un pilastro fondamentale per guidare il progresso e la trasformazione. È il fondamento su cui si costruiscono comunità resilienti e sostenibili. La sostenibilità, infatti, si è affermata ormai da tempo come una priorità inderogabile per poter garantire un futuro alle prossime generazioni

a cura di Reale Mutua in collaborazione con Blue Assistance

Oggi, è essenziale promuovere una cultura di mutualità che abbracci e valorizzi la sostenibilità. Questa unione è cruciale per affrontare le nuove sfide globali, dalla salute delle persone, all'equità sociale e all'accesso alle risorse. Reale Group lavora da tempo affinché mutualità e sostenibilità possano collaborare sinergicamente per creare nuove soluzioni inclusive e innovative. Sono i principi

che guidano il modo di fare impresa di tutte le Società del Gruppo, ne consolidano i valori, evidenziandone l'essenza e la distintività sul mercato in termini di affidabilità, serietà, qualità del servizio e capacità di interpretare al meglio le esigenze della clientela.

La sostenibilità e le tematiche ESG rappresentano uno degli elementi distintivi del posizionamento strategico di Reale Group, ovvero uno dei motori principali per la generazione di valore verso tutti gli *stakeholder*, confermandosi tali anche nelle ambizioni di lungo periodo. La **strategia aziendale "impact-oriented"** si propone di giungere alla completa integrazione *ex ante* degli aspetti ESG come *asset* rilevanti nei processi di pianificazione, progettazione, analisi del rischio e investimento, così come delineato dalle più recenti linee normative di settore; tale scelta consentirà la graduale evoluzione del modello di *business* del Gruppo verso un modello "a impatto mirato", **ovvero orientato alla generazione e alla misurazione degli impatti, dei rischi e delle opportunità delle attività aziendali**, in una logica di "doppia materialità".

Coerentemente con la prospettiva di integrare la sostenibilità *ex ante* nei processi di pianificazione, progettazione, analisi del rischio e investimento, il Gruppo ha avviato un progetto strategico triennale denominato **"ESG in Corporate Strategy"**, con l'obiettivo di accompagnarlo verso un'effettiva integrazione degli aspetti ambientali, sociali e di buona *governance* nel *business* attraverso la definizione di un piano strategico e operativo ESG di Gruppo. Il perimetro delle attività comprenderà il business assicurativo, quello bancario, quello immobiliare e dei servizi e coinvolgerà tutte le Società nei diversi Paesi in cui opera il Gruppo e abbraccerà trasversalmente la maggior parte delle funzioni aziendali.

Dall'1 gennaio 2020 inoltre è in vigore, nell'ambito del Gruppo, la Politica in materia di investimenti mobiliari sostenibili che formalizza gli impegni dell'integrazione e valutazione dei fattori ESG nella gestione degli investimenti. Le strategie di sostenibilità nella gestione degli investimenti applicate sono:

- **Esclusioni:** in ambito investimenti sostenibili si applicano diversi criteri di esclusione definiti per tener conto degli aspetti di sostenibilità nelle attività di investimento del Gruppo e per evitare l'assunzione dei rischi ad essi associati investendo in società appartenenti a settori e a Paesi non ritenuti sostenibili nel medio/lungo termine.
- **ESG Integration Criteria e Best in class:** nell'ambito della gestione dei portafogli si pone particolare attenzione nell'individuare gli emittenti, sia governativi sia societari, che ottengono i migliori punteggi ESG all'interno dell'universo investibile.
- **Impact Investing:** si effettuano investimenti con l'intenzione dichiarata di generare sia un ritorno finanziario sia un impatto ambientale e/o sociale positivo, concreto e misurabile.
- **Investimenti Tematici:** per i titoli azionari e per le obbligazioni societarie viene calcolato l'allineamento agli SDGs sanciti dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite.

Inoltre, Reale Group, negli ultimi anni, in linea con quanto previsto dal Regolamento (UE) 2019/2088 e dalla relativa normativa di attuazione, ha intrapreso un percorso volto a rafforzare i dati necessari per meglio presidiare i **principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità**, considerando sia le evoluzioni tecnologiche e di mercato sia la normativa entrante, al fine di adottare strumenti sempre più efficaci per migliorare i processi di rilevazione, analisi e presidio.

Molti dei prodotti assicurativi di investimento sviluppati dalle Società del Gruppo sono *classificati ai sensi dell'art. 8 SFDR* e quindi *promuovono caratteristiche ambientali e sociali*. Nello specifico, la

gestione degli attivi sottostanti tali prodotti persegue le linee guida stabilite all'interno della Politica in Materia di Investimenti Mobiliari Sostenibili sopra citata. In tal senso ha assunto particolare rilevanza il prodotto “*Multipower Reale ESG*”, soluzione di investimento assicurativa che promuove caratteristiche ambientali e sociali sia con la Gestione Separata sia con la linea *Unit* sottostante. L'investimento della linea *Unit* azionaria, sia diretto sia per il tramite di OICR, è di tipo multi-tematico ed è orientato verso società che contribuiscono al raggiungimento di uno o più degli Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile (*SDGs*) sanciti dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite e ricompresi nei macrotemi definiti da Reale Group.

4.8 Debito privato e opportunità in ambito ESG

Le attività di engagement, education e valutazione delle piccole e medie imprese sono sempre più importanti nelle considerazioni dei rischi in ambito ESG. Finint Investments, con il suo modello di scoring interno (Finint ESG Score) riesce a valutare anche aziende che non potrebbero altrimenti beneficiare dell'accesso al credito condizionato al superamento dei KPI legati alla sostenibilità

di Vania Serena, Head of Business Development and ESG Finint Investments SGR

Negli ultimi anni il settore *corporate* ha assistito a una crescente integrazione delle politiche ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nella valutazione degli emittenti, in quanto investitori, imprese e consumatori sono diventati più consapevoli dell'importanza delle pratiche commerciali etiche e sostenibili. Il raggiungimento degli obiettivi ESG da parte delle imprese, tuttavia, richiede spesso ingenti investimenti e un impegno duraturo. Sebbene l'integrazione delle analisi ESG da parte di molte PMI sia ancora relativamente agli albori, possiamo offrire una *overview* delle aziende che abbiamo seguito e supportato nel corso degli anni con il nostro team *Private Debt*. **Le imprese analizzate stanno considerando attivamente le tematiche ESG** e sono evidenti i miglioramenti delle stesse nel periodo di monitoraggio.

Analizzando il mercato del *private debt* in Europa, possiamo notare come la percentuale di *asset* europei gestiti con approccio ESG sta avanzando a ritmo sostenuto - salendo a quasi il 60% del totale dei nuovi fondi lanciati negli ultimi due anni, che sono stati classificati ex articoli 8 e 9 della direttiva europea SFDR⁶.

I pilastri E, S e G sono fundamentalmente dei fattori di rischio. Poiché i fattori di rischio ESG tendono ad emergere nel lungo periodo, per i finanziatori a lungo termine possono essere determinanti per definire il merito di credito delle controparti. Quando ci si riferisce al *corporate lending*, è fondamentale considerare i rischi che possono avere un impatto negativo nel tempo, siano essi legati all'ambiente, alla *governance* o a questioni sociali, in quanto potrebbero influire sulla capacità di un'azienda di ripagare il proprio debito. In quest'ottica, sia gli investitori che le aziende target hanno il comune obiettivo di proteggere il valore dell'azienda e del capitale prestato, attraverso la creazione di un rapporto costruttivo volto a mitigare i rischi.

Secondo l'*European Leveraged Finance Association* (ELFA), l'implementazione di considerazioni ESG nelle operazioni di debito privato potrebbe condurre ad ampie opportunità, ma l'organizzazione sottolinea anche come le sfide rimangano. Una di queste è **l'ottenimento di dati ESG affidabili**, che non è un'esclusiva del credito privato. I prenditori tipici di mercato, in particolare, possono non avere i dati ESG storici, poiché si tratta di aziende di piccole dimensioni che spesso non dispongono di

⁶ Morningstar, “SFDR article 8 and article 9 funds: Q1 2023 in review”, (morningstar.com), 4 maggio 2023.

risorse ESG dedicate. È qui che la ricerca proprietaria può rivelarsi fondamentale nell'analisi dei rischi potenziali dei prenditori attraverso una lente ESG.

Con questa prospettiva, il Gruppo Finint da diversi anni sta indirizzando sforzi significativi nel cercare metodi che permettano **misurazioni standard delle performance di sostenibilità** a vantaggio dei fondi concessori di debito, non solo a favore di aziende di grandi e medie dimensioni, ma anche per **le piccole imprese locali che cercano nella concessione di debito uno strumento di crescita organizzativa aziendale** e di maggiore visibilità nella comunità in cui sono inseriti, piuttosto che focalizzarsi solo su valutatori di larga scala. Finint Investments si è impegnata da diversi anni, con una visione a lungo termine, ad implementare modelli interni basati sulla valutazione di *KPIs* standard diversificati per i diversi settori di appartenenza delle aziende interessate. Tali modelli permettono alle piccole e medie imprese del tessuto industriale italiano di avere accesso all'analisi non solo dei rischi tradizionali ma, come descritto in precedenza, anche alla valutazione dei rischi di sostenibilità. Una volta effettuata la mappatura dei rischi, il percorso di crescita di un'azienda in cui un fondo di *private debt* ha investito, è incentrato sull'*engagement* e sull'*education* delle controparti, andando a identificare azioni da porre in essere per ridurre i rischi identificati. In questo, il **modello interno Finint ESG Score** permette ai *team* di gestione dei fondi di tutte le asset class di avere un supporto per la rilevazione e la successiva analisi delle prestazioni delle società target ai fini ESG. Gli studi e le analisi effettuate dalle società di *rating* potrebbero non essere allineati alla realtà, se non fossero accompagnati da una raccolta dati svolta presso gli stessi soggetti che beneficiano degli strumenti di debito emessi. Nel medio-lungo periodo **la stretta relazione che si instaura tra lender e prenditori può consentire migliore monitoraggio, maggiore trasparenza** e comprensione in tempo reale delle *performance* aziendali. In ultima analisi, ciò porta ad una migliore valutazione del valore del credito e a migliori risultati per gli investitori. L'**engagement attivo** rappresenta uno strumento di fondamentale importanza per gli enti che concedono debito. Tale approccio non è usato solamente per svolgere un'analisi più approfondita del richiedente, ma anche e soprattutto per influenzare e **guidare il soggetto emittente verso gli obiettivi che la società finanziatrice si è posta in origine**, sia in termini di sostenibilità, che in termini di strategia generale d'impresa.

Grazie all'attività di *engagement* con le controparti, l'analisi ESG del portafoglio del nostro secondo vintage di *private debt* ha fatto emergere che: il 32% delle aziende in portafoglio redige il bilancio di sostenibilità pur in assenza di vincoli normativi; il 57% consuma energia da fonti rinnovabili; il 30 % ha almeno una donna in Consiglio di Amministrazione; il 79% utilizza materiali riciclati e/o ha un sistema attivo di riciclo dei rifiuti e il 71% supporta iniziative delle proprie comunità locali.

4.9 ESG e la creazione di valore: sinergie per investire in un futuro sostenibile e profittevole

Il tema della sostenibilità è sempre più presente nell'agenda di investitori e policy maker. Il nostro Paese ha a disposizione le straordinarie risorse del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), che prevede investimenti e riforme per accelerare la transizione ecologica e digitale e far crescere l'occupazione ma che da solo non è sufficiente. Per raggiungere gli obiettivi e affinché gli effetti sull'economia siano duraturi è indispensabile la convergenza tra investimenti privati e pubblici

di Eugenio de Blasio, Fondatore, Presidente e CEO Green Arrow Capital

Ognuno deve fare la propria parte per consegnare alle prossime generazioni un Paese più moderno e sostenibile, all'interno di un'Europa più forte e solidale. Questo nuovo paradigma di *capital allocation* è spinto da più fattori che coinvolgono sempre più l'industria finanziaria che si possono riassumere in un acronimo: ESG.

ESG, un paradigma ormai endemico nel sistema finanziario mondiale

Nonostante gli ultimi anni siano stati caratterizzati da molteplici shock esogeni e malgrado le conseguenti pressioni economiche che l'intero sistema mondiale ha dovuto affrontare, **le aziende hanno accelerato la loro transizione verso un capitalismo più inclusivo e propositivo**. Inoltre, si prevede che gli *asset* ESG globali supereranno **i 53 trilioni di dollari entro il 2025**, rappresentando più di un terzo dei 140,5 trilioni di dollari di *asset* totali in gestione previsti⁷.

Il quadro normativo e regolamentare europeo da qualche anno accompagna il settore verso parametri sempre più dettagliati in termini di obblighi di trasparenza nella *disclosure* per prevenire il *greenwashing*, requisiti di trasparenza e criteri uniformi di classificazione di sostenibilità. La concreta possibilità che i criteri ESG possano diventare obbligatori ha probabilmente rappresentato un fattore di spinta per gli investitori e le aziende a implementare strategie sostenibili sempre più efficaci per anticipare eventuali future leggi di buona *governance*.

ESG, uno strumento di investimento essenziale

Le imprese stanno migliorando nella divulgazione degli indicatori ESG più rilevanti per garantire **la loro redditività a lungo termine**. Questa combinazione positiva di crescente domanda e motivazione di investimento sarà il motore principale della rapida espansione di *asset* ESG. Non sono solo i gestori attivi a promuovere una migliore gestione delle questioni ESG, anche gli investitori lo richiedono come parte del loro impegno pubblico **nella creazione di valore nel lungo termine**. I risultati ESG sono destinati a diventare parte integrante delle soluzioni di investimento, mentre l'analisi ESG diventerà uno strumento di investimento indispensabile⁸.

Il biometano, esempio virtuoso di economia circolare a 360°

Il tema della sostenibilità ambientale è **parte del DNA di Green Arrow Capital**, ma altrettanto importanti sono gli aspetti sociali e di *governance* con l'obiettivo di raggiungere la *carbon neutrality* entro il 2030. In quanto pionieri in Italia e fra i più grandi in Europa nel settore delle rinnovabili, quello della sostenibilità ambientale è un approccio endemico per il Gruppo. Integrati i criteri ESG nei processi nel gennaio 2019, anno in cui è stato formalizzato il *commitment* a UN PRI. Ogni team di investimento del Gruppo svolge training dedicati in ambito ESG in relazione alle proprie aree di investimento. Dal 2021 Green Arrow Capital è diventata firmataria del UN Global Compact e si è impegnata a integrarne i principi nella propria strategia ESG, oltre che nella cultura e nelle attività aziendali quotidiane, con particolare attenzione agli obiettivi di sviluppo sostenibile. A titolo esemplificativo di tale approccio, di seguito riportiamo uno dei nostri progetti dell'area di business delle rinnovabili, **il biometano**.

La costruzione del primo impianto in *partnership* con uno dei più importanti operatori del settore in Italia, quello di Bio Verola, acquisito dal Gruppo nel luglio 2021, è stata ultimata a settembre 2020 e l'impianto è stato inserito **tra le prime 50 "Renewable Gas Success Stories 2020"** dalla *European Biogas Association*. Attualmente, il portafoglio in *partnership* comprende 7 impianti operativi di produzione di biometano con un secondo portafoglio di minimo 6 *asset*, che entreranno in funzione entro il 2025. I 7 impianti – tutti situati nell'area strategica di Brescia, costruiti e finanziati tra il 2020 e il 2023 - sono incentivati ai sensi del Decreto Ministeriale "Biometano 2018", che ha rappresentato un passo significativo verso la promozione delle energie rinnovabili nel settore energetico italiano,

⁷ Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/>

⁸ PWC: <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/asset-management-insights/assets/awm-revolution-full-report-final.pdf>

stabilendo incentivi e normative per favorire la produzione e l'utilizzo del biometano e contribuire, così, alla riduzione delle emissioni di gas serra e alla transizione verso un sistema energetico più sostenibile. I benefici energetici e ambientali ottenuti complessivamente dal completamento del progetto sono considerevoli e rappresentano un importante risultato della *joint venture* tra i due player: **17.850.000 standard metri cubi (Smc)** di biometano prodotte ogni anno che alimentano circa **1.855 veicoli**, tra mezzi pesanti e autovetture, che corrispondono a 14.000 tonnellate di petrolio all'anno risparmiate, una riduzione stimata di oltre **30.000 tonnellate** all'anno di Co2 e un **abbattimento dei livelli di azoto superiore al 50%**.

4.10 Obbligazioni verdi e sostenibili: guardando al di là dell'etichetta

Le obbligazioni green, sociali e di sostenibilità (dette anche “obbligazioni sostenibili”) possono offrire agli investitori la possibilità di allineare in modo significativo l'asset allocation agli obiettivi di sostenibilità

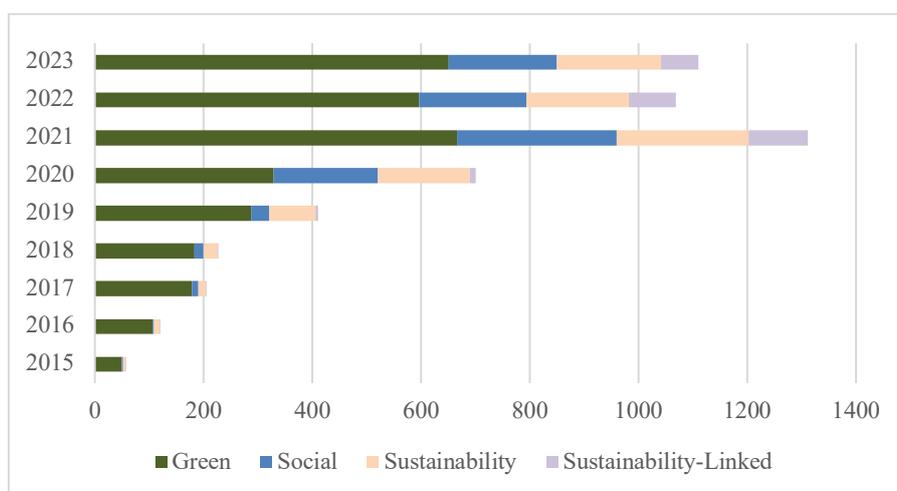
di Barbara Calvi, EMEA, Head of Calvert Fixed Income ESG Strategy & Research Morgan Stanley

Un'offerta regolare di queste obbligazioni presenta agli investitori l'opportunità di attingere a un universo che ha raggiunto una massa critica, che è migliorato sul versante della liquidità e che, guardando ai primi tempi di queste classificazioni, ha ridotto i compromessi sul prezzo rispetto alle obbligazioni cosiddette tradizionali (“*vanilla*”). Nel valutare le crescenti opportunità associate a questo mercato, gli investitori devono tuttavia agire con cautela ed è impossibile esagerare i meriti di una ricerca approfondita su ogni transazione per determinare la fondatezza delle rivendicazioni *green* e sociali.

Obbligazionario sostenibile: un panorama in continua evoluzione

Il mercato delle obbligazioni sostenibili è cresciuto fino a raggiungere un valore circolante totale di 4.000 miliardi di dollari USA⁹. Sebbene si tratti ancora di una cifra modesta rispetto alle dimensioni stimate del mercato obbligazionario globale, si tratta di **un universo di portata significativa che offre adeguati margini di manovra agli investitori sostenibili**.

Figura 4.9 – Emissioni globali di obbligazioni sostenibili per categoria e anno (in miliardi di USD, a fine 2023)



Fonte: Bloomberg. Include emissioni societarie, governative, municipali e cartolarizzate

⁹ Fonte: dati sull'obbligazionario *Environmental Finance*.

Riteniamo che la domanda di emissioni classificate come sostenibili, in particolare quelle *green* e quelle con specifica destinazione dei proventi, sia sostenuta da due fattori chiave:

1. L'evoluzione normativa a livello di prodotti

Il regolamento UE relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR) ha contribuito ad aumentare la domanda di obbligazioni classificate "con destinazione dei proventi". Nel 2023, gli investimenti Articolo 8 e Articolo 9 hanno superato la soglia dei 5.000 miliardi di euro, arrivando a rappresentare quasi il 60% dell'universo dei fondi dell'UE a fine anno.¹⁰ I fondi obbligazionari rappresentano circa un terzo di questo *pool*. Alcuni fondi classificati come Articolo 8 sono impegnati a destinare un'allocazione minima agli "investimenti sostenibili"¹¹, mentre i fondi Articolo 9 sono destinati a effettuare esclusivamente investimenti sostenibili. A nostro avviso, l'assegnazione di finanziamenti dedicati a progetti sostenibili rende le obbligazioni sostenibili con destinazione dei proventi candidate ideali per essere considerate investimenti sostenibili, se poggiano su piani solidi e allineati alle *best practice* del mercato. Pertanto, riteniamo che l'esigenza di oltre il 50% dei fondi Articolo 8 e Articolo 9 domiciliati in Europa di effettuare allocazioni in investimenti sostenibili⁴ (avendo assunto impegni in tal senso) continuerà ad alimentare la domanda di tali strumenti tra gli investitori.

2. Compromessi limitati rispetto alle obbligazioni tradizionali

Secondo ricerche sempre più numerose, i *greenium*¹² stanno venendo gradualmente meno. In generale, la presenza e l'entità di un *greenium* dipendono dalla natura dell'emittente (in termini di settore, giurisdizione, credito e *rating* ESG) e dalla frequenza di emissione di obbligazioni classificate. I settori che presentano un'offerta ampia e costante di obbligazioni sostenibili e di emissioni ricorrenti, in particolare le utility e gli enti governativi, sovranazionali e agenzie (SSA), che nel 2023 hanno costituito circa il 43% delle emissioni totali di obbligazioni sostenibili,¹³ tendono a esibire *greenium* trascurabili/in calo.

Riteniamo che la presenza di un po' di *greenium* non produrrà alcun impatto significativo sulla *performance* di un portafoglio investito in tali strumenti. In primo luogo, il *greenium*, pur essendo una costante del mercato, risulta relativamente ridotto in termini di *carry*. Questo vale soprattutto per i tassi privi di rischio, che oggi sono significativamente più alti di quanto non siano stati nell'ultimo decennio. Di conseguenza, il contributo negativo al *carry* da parte del *greenium* è andato diventando sempre più trascurabile. Inoltre, anche se possono offrire rendimenti potenzialmente inferiori, le obbligazioni *green* vengono solitamente custodite gelosamente per via della loro relativa scarsità. Di conseguenza, il loro corso tende a essere meno volatile rispetto a quello di titoli equivalenti non classificati. Riteniamo che tutto ciò aumenti l'attrattiva di tali titoli.

In passato, anche la liquidità è stata fonte di preoccupazione per gli investitori in obbligazioni *green*. Riteniamo che la situazione sia andata migliorando grazie all'aumento dell'offerta e a un maggiore

¹⁰ Morningstar, *SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q4 2023 in Review* (2023)

¹¹ Il regolamento SFDR dell'UE definisce "investimenti sostenibili" quelli che apportano un contributo positivo sul piano ambientale o sociale, senza recare danni significativi ad altri fattori di sostenibilità e rispettando le garanzie sociali minime e la buona *governance*. Il regolamento non prescrive soglie di idoneità specifiche per gli investimenti sostenibili

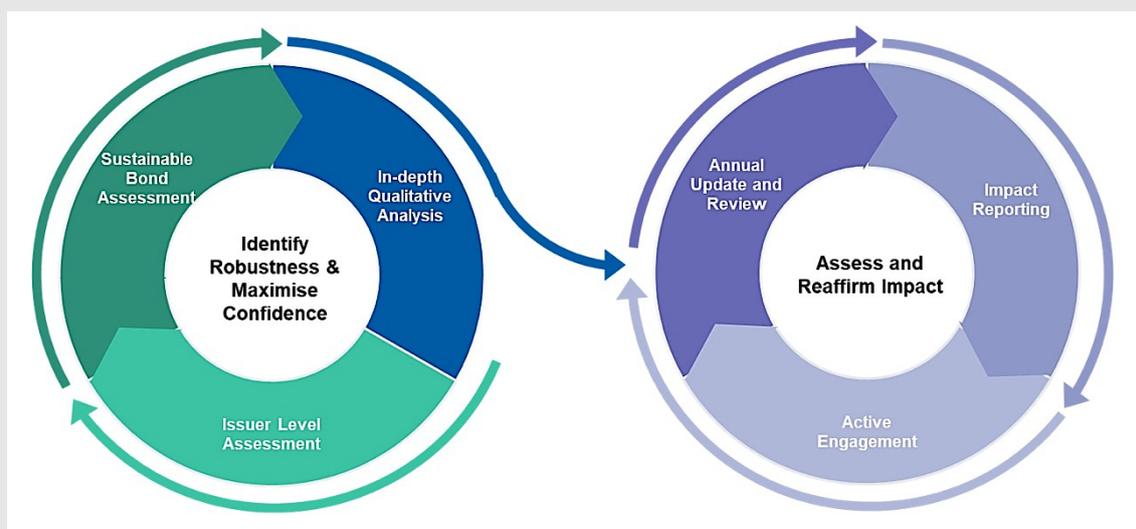
¹² Nel mercato delle obbligazioni *green*/sostenibili, il termine "*greenium*" si riferisce generalmente al premio che gli obbligazionisti sono disposti a pagare per investire in un'obbligazione classificata come *green*/sostenibile rispetto a una normale transazione obbligazionaria non così classificata, a vantaggio dell'emittente

¹³ Fonte: Database obbligazionario Environmental Finance, al febbraio 2024

allineamento agli standard di mercato. Alcuni studi hanno inoltre dimostrato che le obbligazioni *green* con le valutazioni “*green*” più alte tendono a presentare una maggiore liquidità¹⁴.

Figura 4.10 – Modello di valutazione delle obbligazioni sostenibili di Calvert

La rapida crescita e lo sviluppo del mercato delle obbligazioni sostenibili e la grande quantità di informazioni specifiche a disposizione di chi investe in questi strumenti, rendono prioritaria per gli investitori una valutazione approfondita di ogni transazione. Questo processo contribuisce a garantire che tali titoli siano all’altezza delle dichiarazioni dell’emittente, rispettino gli standard di mercato e, se destinati ad essere acquistati per un portafoglio di obbligazioni sostenibili, siano in linea con gli obiettivi del prodotto. Un quadro di valutazione dinamico in grado di informare le decisioni di investimento in obbligazioni *green* al momento dell’emissione e durante la vita del titolo è essenziale per determinare se l’investimento può produrre l’impatto desiderato:



Case study

▲ **Obbligazioni *green* andate a male: perché sono importanti un monitoraggio e una revisione costanti**

Nel 2019, Calvert partecipò alla sottoscrizione iniziale di **un’offerta di obbligazioni *green* emesse da un’azienda produttrice di batterie e sostanze chimiche di base/speciali**. I proventi dovevano essere destinati principalmente allo sviluppo di trasporti a basse emissioni, dato il ruolo dell’emittente nella fabbricazione di batterie da utilizzare su mezzi di trasporto elettrificati. Questi progetti vennero ritenuti in grado di rispondere a una significativa difficoltà nella decarbonizzazione dei sistemi di trasporto e, data la manifesta importanza di eseguire tali progetti per l’emittente, Calvert aggiunse il titolo al suo *Green Bond Fund*.

Monitoriamo regolarmente le nostre partecipazioni in obbligazioni sostenibili consultando le informative ex post diffuse dagli emittenti. In questo caso, abbiamo notato che l’informativa dell’azienda non era in linea con gli impegni assunti al momento dell’emissione. Nella sua relazione, l’emittente indicava la quota dei proventi distribuiti alle proprie controllate che, stando alla nostra ricerca, producevano e vendevano batterie per autoveicoli. Tutto ciò **ha sollevato forti interrogativi sui progetti che, in ultima analisi, tali proventi avevano sostenuto** (costruzione di impianti di produzione di batterie, attività di ricerca e sviluppo, spese di esercizio, ecc.) Ponendo ulteriori domande è emerso che i proventi erano stati utilizzati dalle controllate per gli investimenti e che tale informazione non era stata resa pubblicamente nota. Pur avendo dichiarato che avrebbe rivelato la parte dei proventi netti spesi per nuovi finanziamenti o rifinanziamenti, l’emittente non lo ha fatto nella sua relazione. E, contrariamente a quanto aveva lasciato intendere nei suoi piani, l’emittente non ha neppure reso noti i progetti specifici che erano stati finanziati. L’informativa sull’impatto ambientale

¹⁴ Dorfleitner, Eckberg & Utz, *Greenness Ratings and Green Bond Liquidity* (2023)

utilizzava cifre generiche sulla riduzione delle emissioni di gas serra, che non riguardavano specificamente i finanziamenti assegnati, e quando è stato chiesto all'emittente di quantificare la dichiarazione con cifre inerenti alla produzione, non è stato in grado di farlo.

Nel complesso, **Calvert ha ritenuto le informazioni inadeguate a informare correttamente gli investitori** sulle modalità di allocazione dei proventi e sui risultati associati a quella spesa.

Il processo di revisione ha portato a **ritenere quell'obbligazione green non più idonea per le strategie di Calvert** che, di conseguenza, ha provveduto a liquidare la posizione.

4.11 La sostenibilità nel risparmio gestito

Una delle informazioni ormai più consolidate in materia di sostenibilità fa riferimento agli articoli 6-8-9 della SFDR, cui le società associano ufficialmente i vari prodotti, definendone in modo crescente le caratteristiche in termini di sostenibilità: struttura dell'offerta e diversificazione sul mercato italiano di fondi ed ETF

di Luca Lodi, Head of R&D FIDA, docente all'Università di Torino

Il tema della sostenibilità, come noto, è divenuto centrale nell'industria del risparmio gestito con l'introduzione della SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*), seguita dalla Tassonomia europea (*Regolamento UE 2020/852*), recepite poi anche nella normativa Mifid per la consulenza e distribuzione di prodotti finanziari e nelle normative IDD per il mondo assicurativo.

Inquadramento metodologico

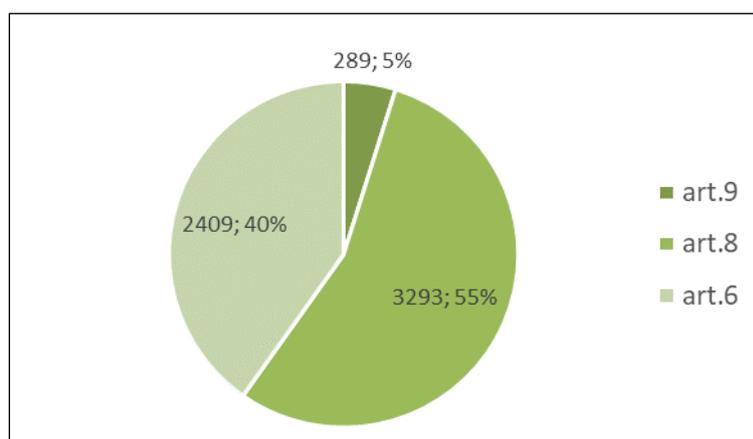
In ambito finanziario, così come ancor di più in quello assicurativo, **l'adeguamento dei processi è ancora in atto** e la *disclosure* delle informazioni sulla sostenibilità dei prodotti rappresenta un elemento centrale e anche una cartina di tornasole di come il mondo del risparmio gestito si stia evolvendo nella direzione auspicata dall'autorità europea.

Un osservatorio particolarmente efficace e preciso di questo fenomeno è rappresentato dai cosiddetti EET, *European ESG Template*, uno standard di comunicazione tra operatori di tutte le informazioni legate a questo tema e rilevanti dal punto di vista della *compliance* legata alle diverse normative. **Una delle informazioni ormai più consolidate fa riferimento agli articoli 6-8-9 della citata SFDR**, cui le società associano ufficialmente i vari prodotti, definendone pertanto le caratteristiche in termini di sostenibilità in maniera crescente. I fondi classificati come articolo 6 sono sostanzialmente quelli che presentano il livello minimo di attenzione a tali temi, quelli articolo 8 includono nella politica di investimento obiettivi ad essi legati, quelli articolo 9 sono infine i prodotti che hanno la sostenibilità come obiettivo primario.

Distribuzione e diversificazione dell'offerta

Prendendo in considerazione l'offerta sul mercato italiano di fondi ed ETF, poco meno di 6000 prodotti, distribuiti in quasi 30.000 classi (tipica articolazione dei prodotti per differenziare la modalità distributiva), complessivamente la maggior parte di essi è collocata tra gli art.8 (55%), una quota poco inferiore art. 6 (40%) e una parte ridotta è art. 9 con vocazione specifica. Più parca è però per il momento l'offerta tra i prodotti tipicamente passivi, gli ETF, tra i quali solo il 2% fa riferimento all'art. 9 e il 33% all'art.8.

Figura 4.11 – Livelli di sostenibilità ex SFDR



Fonte: FIDA

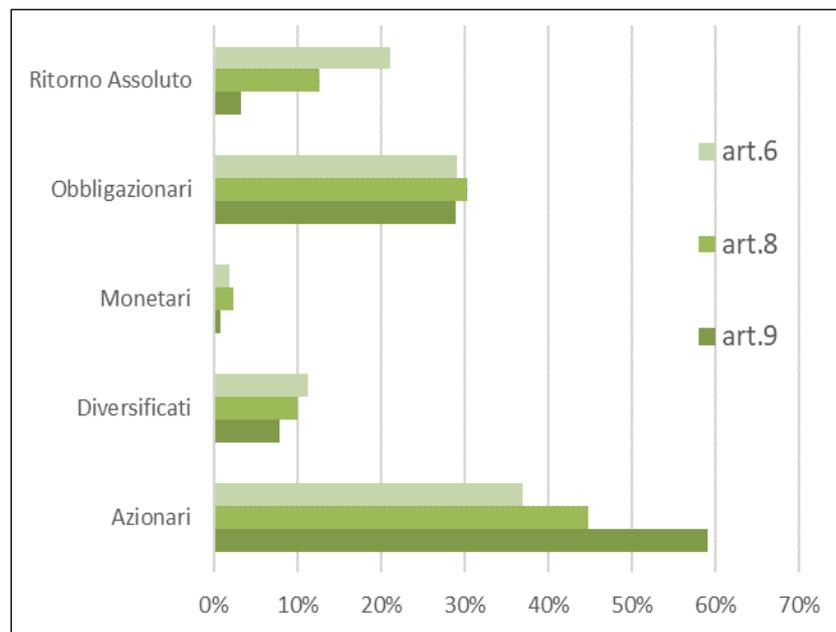
Un altro aspetto di rilievo per l'investitore sono da un lato **le opportunità di diversificazione** e dall'altro **la possibilità di esporsi ai mercati di interesse** anche talvolta piuttosto specifici, ma che oggi il mercato del risparmio gestito permette di gestire con prodotti variegati e numerosi. In entrambi i casi, come a volte specificato nei questionari di profilazione, le preferenze ESG implicano la riduzione del perimetro di investimento e pertanto di tali opportunità. Da un'analisi della distribuzione delle specifiche caratteristiche delle politiche di investimento¹⁵ in relazione ai citati tre livelli di sostenibilità è possibile misurare tale circostanza.

Ciò che emerge è una maggior concentrazione verso gli *asset* azionari all'aumentare della propensione ESG con un'incidenza vicina al 60% per gli art. 9 rispetto a una quota quasi pari alla metà nel caso degli art. 6, a discapito dei prodotti diversificati, ma soprattutto dei fondi più attivi per eccellenza, quelli a ritorno assoluto che dal 15% totale si portano a poco più del 3%.

Entrando un po' più nello specifico **e considerando la suddivisione in *asset class*** (con la granularità generalmente diffusa nelle prassi di mercato) mancano o sono ridottissimi tra i prodotti ESG art.9, classi di investimento e intere aree geografiche; ad esempio l'America Latina, sia *equity* che *bond*, l'azionario Giappone e l'obbligazionario Yen, l'azionario Regno Unito, l'azionario Europa emergenti, e poi le classi obbligazionario Franco Svizzero e Sterlina nonché tutto l'obbligazionario area dollaro americano. Quasi tutte sono però disponibili all'interno dei prodotti art. 8, che potremmo definire a sostenibilità *soft*, che sta diventando un po' lo standard di riferimento di tutti i prodotti.

¹⁵ Sistema di classificazione FIDA.

Figura 4.12 – Asset e sostenibilità



Fonte: FIDA

Ragionando infine **sull’opportunità di investimento nei settori più specifici**, su oltre 30 diverse articolazioni mappate¹⁶, 12 non sono coperte da alcun prodotto con qualche grado di sostenibilità, mentre parallelamente in 4 casi avviene il contrario, ovvero vi si può investire solo mediante prodotti ESG (art. 8 o 9), agricoltura, risorse idriche, ma anche intelligenza artificiale e robotica.

¹⁶ Sistema di classificazione FIDA.

Appendice

Nota metodologica

A partire dal 2011 e fino al 2018 le indagini relative agli investimenti degli investitori istituzionali italiani venivano svolte con questionari erogati in formato cartaceo in occasione dei meeting annuali organizzati da Itinerari Previdenziali. Il focus relativo alle politiche ESG e SRI inizia nel 2019 e nel 2020: le prime due edizioni complete dell'indagine sulla sostenibilità degli investimenti sono state concepite come un *focus* all'interno del più ampio *Report Annuale sugli investitori istituzionali italiani*. Dal 2021, in occasione della terza edizione ufficiale e vista l'importanza sociale e economica del tema, si è deciso di realizzare uno studio *ad hoc*, giunto quest'anno alla sesta edizione; in particolare, ai dati quantitativi raccolti, si è deciso di aggiungere i contributi qualitativi dei partner e patrocinatori della ricerca, degli investitori istituzionali - rappresentati da un ente per ciascuna tipologia di investitori - e delle "fabbriche prodotto".

In linea con le precedenti, anche questa sesta edizione vede il coinvolgimento delle Compagnie di Assicurazione, dei Fondi Pensione Negoziali e Preesistenti, delle Casse di Previdenza e delle Fondazioni di origine Bancaria. Per favorire una comparazione temporale tra i diversi risultati, l'indagine è stata realizzata mediante l'invio di un questionario *on-line* (disponibile in appendice a questo Quaderno), che dal 2023 si è arricchito di ulteriori 6 domande relative al regolamento *2019/2088 (SFDR) integrato dalla normativa di secondo livello UE 2022/1288 (Successivamente trasformata dal Regolamento delegato (UE) 2023/363)* e agli *SDG's*. Nel 2024 il questionario si ulteriormente arricchito con – per la prima volta - due quesiti di tipo qualitativo sui migliori gestori italiani e internazionali nell'applicare le politiche di investimento sostenibili e una domanda sulle principali barriere allo sviluppo degli investimenti sostenibili. Il totale delle domande presenti nel questionario è di **58**. Di queste, le prime 10 di più ampio respiro sono dedicate a indagare le caratteristiche generali dell'ente, la loro dimensione patrimoniale, gli strumenti di investimento utilizzati e il loro rapporto con gli *advisor*¹; il resto del questionario è volto a esplorare l'origine, l'operatività e il futuro delle politiche d'investimento sostenibile.

Cinque sono le chiavi di lettura: **1)** la definizione della politica d'investimento socialmente responsabile che approfondisce l'approccio dell'investitore al "mondo ESG"; **2)** la relativa strategia di investimento preferita dall'Ente e le conseguenti scelte nella sua implementazione; **3)** le modalità di attuazione della stessa; **4)** la valutazione delle politiche adottate e delle scelte di investimento effettuate e la trasparenza con cui l'investitore decide di comunicarle sia internamente sia esternamente; **5)** l'evoluzione normativa e le prospettive future in termini di possibili evoluzioni degli investimenti ESG nel tempo.

Nell'esposizione dei dati raccolti, il primo capitolo si concentrerà sui risultati in forma aggregata, mentre il successivo sarà dedicato all'analisi dei dati disaggregati per ogni tipologia di investitore. Le annualità indicate nelle tabelle e nei grafici sono relative all'anno in cui è stata realizzata l'indagine (2024), mentre i dati si riferiscono all'anno precedente (2023); quando si parla di patrimoni si prendono in considerazione i dati ufficiali dei bilanci al 31 dicembre 2022: la raccolta dei questionari e le relative analisi sono state condotte tra il mese di gennaio e marzo 2024. Nel 2024 il campione dei rispondenti si è ampliato raggiungendo quota **128** (+5 sul 2023) arricchendo e aumentando la

¹ Questa prima parte dell'indagine è giunta alla 13^a edizione; le precedenti sono consultabili sul sito di Itinerari Previdenziali.

significatività dei risultati dell'indagine. Allo stesso tempo, si segnala che il commento ai dati raccolti nelle indagini condotte tra il 2019 e il 2024 potrebbero restituire alcuni trend discontinui risentendo della variazione nella composizione del campione: non tutti gli enti che hanno partecipato all'edizione 2023 (o precedenti) hanno preso parte a quella 2024 e viceversa, influenzando così sul confronto tra le diverse annualità.

Il questionario sulle politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani

Si riporta qui di seguito il questionario informativo promosso e somministrato dal Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali.

PARTE I – GENERALE

La prima parte del questionario è dedicata a reperire informazioni circa le caratteristiche generali dei soggetti investitori, la loro dimensione patrimoniale e gli strumenti di investimento utilizzati.

1. Denominazione dell'Ente
2. Tipologia di investitore
 - Fondo Pensione Negoziale
 - Fondo Pensione Preesistente
 - Cassa di Previdenza
 - Fondazione di origine Bancaria
 - Compagnia di Assicurazione
3. Dimensioni patrimoniali (valori di bilancio al 31/12/2022)
 - Fino a 500 milioni di euro
 - Da 500 milioni a 1 miliardo di euro
 - Da 1 a 2 miliardi di euro
 - Oltre 2 miliardi di euro
4. Come ritiene la diversificazione degli investimenti del patrimonio?
 - Insufficiente
 - Sufficiente
 - Discreta
 - Buona
 - Ottima
5. La *performance* finanziaria ottenuta è soddisfacente?
 - Sì
 - No
6. In quali strumenti investe attualmente l'Ente?
 - Fondi comuni tradizionali (obbligazionari, bilanciati, azionari...)
 - FIA immobiliari
 - Fondi *hedge*
 - Mandati di gestione
 - Gestioni separate
 - ETF
 - ELTIF
 - FIA (*private equity, venture capital, private debt...*)
 - Azioni
 - Obbligazioni
 - Altro (specificare)

7. Pensa che l'*asset allocation* dovrà essere rivista nel breve termine?
- Sì
 - No
8. In quali strumenti l'Ente si propone di investire (o di aumentare l'esposizione) nel prossimo futuro?
- Fondi comuni tradizionali (obbligazionari, bilanciati, azionari...)
 - FIA immobiliari
 - Fondi *hedge*
 - Mandati di gestione
 - Gestioni separate
 - ETF
 - ELTIF
 - FIA (*private equity, venture capital, private debt...*)
 - Azioni
 - Obbligazioni
 - Altro (specificare)
9. L'Ente si avvale di uno o più advisor?
- Sì
 - No
10. Se sì, quale?

PARTE II – ESG

La seconda parte, utilizzando come chiave di lettura i criteri ESG, vuole indagare la quantità e la qualità degli investimenti sostenibili realizzati dai soggetti intervistati, approfondendo criteri di investimento, modalità attuative e prospettive future.

SEZIONE A | POLITICA D'INVESTIMENTO SRI

La sezione è dedicata all'approccio dell'investitori verso il "mondo ESG", concentrandosi sulle motivazioni che ne stanno all'origine.

11. L'Ente adotta una politica di investimento sostenibile SRI?
- Sì
 - No
12. Se no, per quale motivo?
- Il tema non è mai stato discusso in CdA
 - Il tema è stato affrontato ma si è preferito non includere questa politica di investimento
 - Il tema è stato affrontato e verrà implementato in futuro
 - Non crediamo possa offrire rendimenti finanziari maggiori
 - I costi sono troppo elevati
13. Se sì, a quali principi generali e/o internazionali si ispira?
- UNPRI
 - Il programma Global Compact dell'ONU
 - Le Convenzioni Internazionali in materia di diritti umani, risorse umane e tutela ambientale sottoscritte in sede ONU, OCSE, ecc.
 - Convenzione di Basilea
 - UNFCCC - Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici
 - Protocollo di Kyoto
 - Accordo di Parigi COP 21
 - I principi SDGs
 - Altro (specificare)

14. Se la politica di investimento si ispira agli SDGs delle Nazioni Unite, quali ritenete siano i più rilevanti?
- SDG 1 – Sconfiggere la povertà
 - SDG 2 – Sconfiggere la fame
 - SDG 3 – Salute e benessere
 - SDG 4 – Istruzione di qualità
 - SDG 5 – Parità di genere
 - SDG 6 – Acqua pulita e servizi igienico-sanitari
 - SDG 7 – Energia pulita e accessibile
 - SDG 8 – Lavoro dignitoso e crescita economica
 - SDG 9 – Imprese, innovazione e infrastrutture
 - SDG 10 – Ridurre le disuguaglianze
 - SDG 11 – Città e comuni sostenibili
 - SDG 12 – Consumo e produzione responsabili
 - SDG 13 – Lotta contro il cambiamento climatico
 - SDG 14 – Vita sott'acqua
 - SDG 15 – Vita sulla terra
 - SDG 16 – Pace, giustizia e istituzioni solide
 - SDG 17 – Partnership per gli obiettivi
15. Criteri E (*Environmental*), S (*Social*) e G (*Governance*): quale lettera è preponderante nelle vostre scelte?
- E – 1, 2 o 3
 - S – 1, 2 o 3
 - G – 1, 2 o 3
16. Da quanto tempo l'Ente adotta una politica di investimento sostenibile?
- Meno di un anno
 - Da 1 a 5 anni
 - Più di 5 anni
17. Qual è la quota di patrimonio a cui viene applicata la politica SRI?
- Tra lo 0 e il 25% del patrimonio
 - Tra il 25% e il 50% del patrimonio
 - Tra il 50% e il 75% del patrimonio
 - Tra il 75% e il 100% del patrimonio
18. Quali obiettivi e/o motivazioni hanno spinto l'Ente a introdurre politiche di investimento sostenibili?
- Fornire un contributo allo sviluppo sostenibile (ambientale e sociale)
 - Gestire in maniera più efficace i rischi
 - Ottenere rendimenti finanziari migliori
 - Migliorare la reputazione dell'Ente
 - Richiesta degli aderenti
 - Pressione del regolatore
 - Altro (specificare)
19. Quanta libertà decisionale viene lasciata al gestore nella selezione di investimenti ESG?
- Molto limitata
 - Poca, prende decisioni entro i limiti imposti dal CdA
 - Molta, seppur all'interno di linee guida dettate dal CdA
 - Completa
20. Quali sono le principali barriere all'implementazione di politiche di investimento sostenibile?
- Mancanza di dati
 - Elevati costi in termini di risorse e tempo

- Poca chiarezza nella normativa di settore
- Difficile misurabilità degli impatti/performance
- Mancanza di una definizione univoca e/o comparabile (tassonomia)
- Assenza di competenze specifiche all'interno della struttura
- Rendimenti
- Altro (specificare)

21. Vi avvalete di uno o più *advisor* ESG?

- Sì
- No

22. Se sì, quali? *Specificare*

SEZIONE B | STRATEGIE D'INVESTIMENTO

La sezione si propone di capire quale, tra le strategie SRI maggiormente diffuse, sia quella preferita dall'investitore e quali siano le conseguenti scelte d'implementazione della stessa.

23. Quali sono le strategie SRI adottate?

- Esclusioni
- Convenzioni internazionali
- Best in class*
- Investimenti tematici
- Engagement*
- Impact investing*
- Non vengono adottate strategie SRI
- Altro (specificare)

24. Se applicate la strategia delle esclusioni, verso quali settori?

- Diritti umani, civili e politici
- Armi
- Pornografia
- Lavoro minorile
- Tabacco
- Gioco d'azzardo
- Parità di genere
- Test su animali
- Combustibili fossili
- Nucleare
- Corruzione
- Altro (specificare)

25. Se applicate standard e convenzioni internazionali, quali vengono presi come riferimento?

- UNPRI
- Il programma *Global Compact* dell'ONU
- Le linee guida dell'OCSE sulle multinazionali
- Le convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro (OIL)
- UN Guiding Principles on Business and Human Rights*
- Altre convenzioni internazionali (specificare)

26. Se applicate la strategia *best in class*, secondo quali criteri positivi o di inclusione?

- Riduzione delle emissioni di anidride carbonica
- Efficienza energetica
- Qualità dell'ambiente di lavoro
- Rispetto dei diritti umani
- Presenza di consiglieri indipendenti nel *board*

- Remunerazione del *top management*
 - Altro (specificare quali)
27. Se effettuate investimenti tematici, verso quali ambiti?
- Cambiamento climatico
 - Efficienza energetica
 - Salute
 - Gestione dei rifiuti
 - Mobilità sostenibile
 - Immobiliare sostenibile
 - Gestione dell'acqua
 - Silver Economy*
 - RSA
 - Altro (specificare)
28. Se applicate la strategia dell'engagement, con quali modalità? (possibilità di risposta multipla)
- Soft engagement* (ad esempio, incontri periodici, invio di report, teleconferenze, ecc.)
 - Hard engagement* (ad esempio, interventi in assemblea, esercizio del diritto di voto, ecc.)
 - Altro (specificare)
29. Se applicate la strategia dell'*impact investing*, in quali ambiti?
- Microfinanza
 - Social housing*
 - Green o social bond*
 - Progetti educativi speciali (ad esempio, educazione alimentare, dispersione scolastica, recidiva carcere, fuori corso università)
 - Altro (specificare)

SEZIONE C | MODALITÀ DI ATTUAZIONE

La sezione è dedicata ad approfondire la messa a terra degli investimenti SRI: il focus, infatti, è sulle modalità di attuazione delle politiche di investimento.

30. A quali *asset class* vengono applicati i fattori ESG?
- Immobiliare
 - Private equity*
 - Private debt*
 - Azionario
 - Obbligazionario
 - Intero patrimonio
 - Non vengono applicati fattori ESG
 - Altro (specificare)
31. Sono stati assegnati specifici mandati di gestione con obiettivi di sostenibilità?
- Sì
 - No
32. Sono stati adottati specifici *benchmark* di sostenibilità per valutare le performance degli investimenti?
- Sì
 - No
33. Acquistate direttamente prodotti finanziari che rispondano a criteri ESG?
- Sì
 - No

34. Se sì, di quale tipologia?

- Azioni o quote di partecipazione al capitale sociale
- Titoli di debito
- Fondi comuni tradizionali (obbligazionari, bilanciati, azionari...)
- Immobiliari
- Private debt*
- Private equity*
- Venture capital*
- Infrastrutture
- Energie rinnovabili
- Altro (specificare)

35. Quali strategie vengono maggiormente applicate ai titoli di Stato in portafoglio?

- Esclusioni
- Convenzioni internazionali
- Best in class*
- Investimenti tematici
- Engagement*
- Impact investing*
- Altro (specificare)

36. Quali strategie vengono maggiormente applicate ai titoli azionari in portafoglio?

- Esclusioni
- Convenzioni internazionali
- Best in class*
- Investimenti tematici
- Engagement*
- Impact investing*
- Altro (specificare)

37. Quali strategie vengono maggiormente applicate ai *corporate bond* in portafoglio?

- Esclusioni
- Convenzioni internazionali
- Best in class*
- Investimenti tematici
- Engagement*
- Impact investing*
- Altro (specificare)

38. Quali strategie vengono maggiormente applicate ai fondi di investimento tradizionali in portafoglio?

- Esclusioni
- Convenzioni internazionali
- Best in class*
- Investimenti tematici
- Engagement*
- Impact investing*
- Altro (specificare)

39. Quali strategie vengono maggiormente applicate agli investimenti alternativi in portafoglio?

- Esclusioni
- Convenzioni internazionali
- Best in class*
- Investimenti tematici
- Engagement*
- Impact investing*

- Altro (specificare)
- 40. A vostro giudizio e per la vostra esperienza quali sono i gestori italiani maggiormente attento alle tematiche ESG e agli investimenti sostenibili? *Risposta aperta*
- 41. A vostro giudizio e per la vostra esperienza quali sono i gestori esteri maggiormente attento alle tematiche ESG e agli investimenti sostenibili? *Risposta aperta*

SEZIONE D | VALUTAZIONE E TRASPARENZA

La sezione ha come oggetto due temi: la valutazione delle politiche adottate e delle scelte di investimento effettuate, e la trasparenza con la quale l'investitore decide di comunicarle sia internamente sia esternamente.

- 42. Con quale frequenza il CdA valuta gli impatti delle strategie SRI sul patrimonio?
 - Mai
 - Una volta all'anno
 - Più volte durante l'anno
- 43. L'applicazione delle politiche di investimento SRI ha consentito un miglioramento in termini di...
 - Diversificazione del rischio
 - Aumento del rendimento
 - Reputazione dell'ente
 - Impatto diretto sul territorio
 - Altro (specificare)
- 44. L'Ente pubblica un documento che illustri la politica SRI adottata?
 - Sì
 - No
- 45. È prevista la redazione di uno specifico documento di rendicontazione per le strategie SRI applicate?
 - Sì
 - No
- 46. Vista la complessità e la rapida evoluzione della normativa in tema di finanza sostenibile, come valutate la conoscenza della stessa da parte degli organi interni all'Ente?
 - Insufficiente
 - Sufficiente
 - Buona
 - Ottima
- 47. Ritenete utile approfondire gli aspetti normativi avviando percorsi di formazione interna?
 - Sì
 - Sì, ma ancora non sono state prese misure in tal senso
 - No
- 48. All'interno del vostro Ente sono presenti figure con specifiche e certificate competenze per quanto riguarda gli investimenti ESG?
 - Sì, è presente una risorsa dedicata
 - Sì, è presente un team dedicato
 - No, l'Ente si avvale di supporto esterno
 - No, l'Ente gestisce internamente i processi ESG senza aver identificato una risorsa o un team dedicato

SEZIONE E | PROSPETTIVE FUTURE

La sezione ha come obiettivo quello di approfondire le possibili evoluzioni degli investimenti ESG nel prossimo futuro, indagando l'impatto del regolamento SFDR e le vostre intenzioni future.

49. Quale sarà l'impatto sulle vostre politiche di investimento del regolamento alla luce della nuova normativa UE 2022/1288?
- Nessuno
 - Limitato
 - Elevato
50. In che modo le novità normative (SFDR) modificheranno la vostra politica di investimento? (ad esempio, aumento acquisto diretto di fondi tradizionali ESG, etc)
51. Avete in portafoglio fondi che rispondono agli Art. 8 e Art. 9 della SFDR?
- Sì, solo Art. 8
 - Sì, sia Art. 8 che Art.9
 - Sì, sia Art.8 che Art. 9 di diritto italiano
 - No
52. A seguito dell'introduzione gli standard tecnici di dettaglio (Regulatory technical standards o Rts): un impegno per le società di gestione nel comunicare con gli investitori, fornendo una documentazione sui prodotti dettagliata e standardizzata. Avete già avuto indicazioni in merito da parte delle SGR?
- Sì
 - No
 - Non so
53. Durante le turbolenze dei mercati finanziari, la componente ESG ha mitigato il rischio complessivo di portafoglio?
- Sì
 - No
 - Indifferente
54. Pensate di incrementare l'esposizione agli investimenti sostenibili?
- Sì
 - No
55. Se sì, mediante quali strategie
- Esclusioni
 - Convenzioni internazionali
 - Best in class*
 - Investimenti tematici
 - Engagement*
 - Impact investing*
 - Altro (specificare)
56. Di quanto pensate di incrementare la percentuale di patrimonio destinata agli investimenti sostenibili?
- Tra lo 0% e il 25% del patrimonio
 - Tra il 25% e il 50% del patrimonio
 - Tra il 50% e il 75% del patrimonio
 - Tra il 75% e il 100% del patrimonio

57. Con quale modalità?

- Gestione diretta (acquisto diretto di strumenti finanziari)
- Gestione indiretta (mandati di gestione)

58. Avete individuato specifici settori dove indirizzare maggiormente i futuri investimenti in chiave ESG?

- Infrastrutture sanitarie
- RSA
- Tecnologia
- PMI
- Housing* sociale
- Energie rinnovabili
- Healthcare*
- Silver Economy*
- Altro (specificare)