

RIVISTA BANCARIA  
MINERVA BANCARIA



[www.rivistabancaria.it](http://www.rivistabancaria.it)

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Maggio-Giugno 2026

3

# RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

## COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

### PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS Guido Carli, Roma

### MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	STEFANO DELL'ATTI, Università di Bari Aldo Moro - <i>co Editor</i>
ELENA BECCALLI, Università Cattolica del S. Cuore	CARMINE DI NOIA, OCSE
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S. Cuore	LUCA ENRIQUES, Università Bocconi
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	GIOVANNI FERRI, LUMSA
PAOLA BONGINI, Università di Milano Bicocca	FRANCO FIORELISI, Università degli Studi "Roma Tre" - <i>co Editor</i>
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi "Roma Tre"	GUR HUBERMAN, Columbia University
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma - <i>co Editor</i>
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	RAFFAELE LENER, Università LUISS Guido Carli, Roma
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università degli Studi Guglielmo Marconi	NADIA LINCIANO, CONSOB
RICCARDO CESARI, Università di Bologna	PINA MURÉ, Sapienza - Università di Roma
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	PIERLUIGI MURRO, Università LUISS Guido Carli, Roma
SRIS CHATTERJEE, Fordham University	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	ANDREA POLO, Università LUISS Guido Carli, Roma
LAURENT CLERC, Banque de France	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi "Roma Tre"
MARIO COMANA, Università LUISS Guido Carli, Roma	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
DOMENICO CURCIO, Università di Napoli "Federico II" - <i>co Editor</i>	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi "Roma Tre"
RITA D'ECCLERIA, Sapienza - Università di Roma e IVASS	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	ALBERTO ZAZZARO, Università degli Studi di Napoli "Federico II"

### Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

GIORGIO DI GIORGIO (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

### *Direttore Responsabile:* Giovanni Parrillo

*Comitato di Redazione:* Francesco Baldi, Peter Cincinelli, Simona D'Amico, Alfonso Del Giudice, Paola Fersini, Serena Gallo, Igor Gianfrancesco, Saverio Giorgio, Stefano Marzioni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito

---

## ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

### COMITATO D'ONORE

ANTONIO FAZIO, ANTONIO MARZANO, ERCOLE P. PELLICANO', MARIO SARACINELLI

#### PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

#### VICE PRESIDENTE

GIOVANNI PARRILLO

#### CONSIGLIO

FABRIZIO D'ASCENZO, ANGELO DI GREGORIO, PAOLA LEONE,  
FRANCESCO MINOTTI, PINA MURÉ, FULVIO MILANO, FRANCO VARETTO

# RIVISTA BANCARIA

# MINERVA BANCARIA

ANNO LXXXII (NUOVA SERIE)

MAGGIO-GIUGNO 2026 N. 3

## SOMMARIO

### *Editoriale*

G. DI GIORGIO Il tempo come fattore chiave per la congiuntura globale..... 3-6

### *Saggi*

L. DI TORO Who pays for bank resolution? The size of the deposit  
R. DI PIETRA guarantee schemes within the EU crisis management  
P. DI TORO and deposit insurance reform ..... 7-37

C. BOIDO Il confronto delle strategie di portafogli azionari sostenibili..... 39-65

P. CECCHERINI

A. D'IMPERIO

### *Contributi*

E. CERRATO Technical providers in the payment sector: the italian  
E. DETTO oversight approach in the context of international  
D. NATALIZI and european market and regulatory developments ..... 67-101

F. SEMORILE

F. ZUFFRANIERI

### *Interventi*

Y. STOURNARAS The challenge and the opportunity of the Savings  
and Investments Union ..... 103-109

S. DE POLIS Il futuro dell'intermediazione assicurativa in italia:  
verso una nuova architettura della distribuzione, reti,  
piattaforme, regole, professionalità ..... 111-130

### *Rubriche*

Frodi nei pagamenti e instant payments: come cambiano i presidi di sicurezza  
(L. Fratini Passi) ..... 131-137

Il programma di lavoro e i mandati della nuova Autorità Europea Antiriciclaggio (AMLA)  
(S. M. Battaglia, C. Di Ruscio) ..... 139-146

Da beneficiario a titolare: un cambio di paradigma per l'antiriciclaggio  
(C. Cacciamani, M. Rosi) ..... 147-156

Governance bancaria in trasformazione: nuove competenze, riequilibrio generazionale e dinamiche  
retributive nei board italiani alle prese con l'intelligenza... umana  
(L. Galli, F. Mastrangelo) ..... 157-167

Gli OICR societari in gestione esterna: SICAV e SICAF nel progetto di riforma del TUF  
(P. R. Amendola ) ..... 169-177

Non-performing guaranteed loans: cause di deterioramento dei prestiti con garanzia pubblica  
(L. Gai, F. Ielasi) ..... 179-187

La concentrazione del settore bancario italiano: una prospettiva di lungo periodo  
(M. Comana) ..... 189-196

DORA e SGR Immobiliari: tra proporzionalità ed efficienza  
(G. Angotta) ..... 197-208

Bankpedia: Rating ESG nel settore dei servizi finanziari  
(C. Novelli ) ..... 209-219

### *Recensioni*

Giuseppe De Lucia Lumeno, *Un viaggio nel tempo tra i protagonisti delle Banche Popolari. Banchieri dal  
volto umano*  
(G. Parrillo) ..... 221-223

ISSN: 1594-7556

La Rivista è accreditata AIDEA e SIE

Econ.Lit

## RIVISTA BANCARIA - MINERVA BANCARIA

Rivista Bancaria - Minerva Bancaria è sorta nel 1936 dalla fusione fra le precedenti Rivista Bancaria e Minerva Bancaria. Dal 1945 - rinnovata completamente - la Rivista ha proseguito senza interruzioni l'attività di pubblicazione di saggi e articoli in tema di intermediazione bancaria e finanziaria, funzionamento e regolamentazione del sistema finanziario, economia e politica monetaria, mercati mobiliari e finanza in senso lato.

Particolare attenzione è dedicata a studi relativi al mercato finanziario italiano ed europeo.

La Rivista pubblica 6 numeri l'anno, con possibilità di avere numeri doppi.

**Note per i collaboratori:** *Gli articoli ordinari possono essere presentati in italiano o in inglese e devono essere frutto di ricerche originali e inedite. Ogni articolo viene sottoposto alla valutazione anonima di due referee selezionati dal Comitato Scientifico, ed eventualmente da un membro dello stesso.*

*Gli articoli accettati sono pubblicamente scaricabili (fino alla pubblicazione del numero successivo) sul sito della rivista: [www.rivistabancaria.it](http://www.rivistabancaria.it)*

*Gli articoli di norma non dovranno superare le 35 cartelle stampa e dovranno essere corredati da una sintesi in italiano e in inglese, di massimo 150 parole. Per maggiori indicazioni sui criteri redazionali si rinvia al sito della Rivista.*

*La Rivista ospita anche, periodicamente, interventi pubblici, atti di convegni patrocinati dalla Rivista stessa, dibattiti, saggi ad invito e rubriche dedicate. Questi lavori appaiono in formato diverso dagli articoli ordinari.*

*La responsabilità di quanto pubblicato è solo degli autori.*

*Gli autori riceveranno in omaggio una copia della Rivista*

*Gli articoli possono essere sottomessi inviando una email al seguente indirizzo: [redazione@rivistabancaria.it](mailto:redazione@rivistabancaria.it)*

### Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

L'Istituto di Cultura Bancaria è un'associazione senza finalità di lucro fondata a Milano nel 1948 dalle maggiori banche dell'epoca allo scopo di diffondere la cultura bancaria e di provvedere alla pubblicazione di *Rivista Bancaria - Minerva Bancaria*. La Rivista è stata diretta dal 1945 al 1974 da Ernesto d'Albergo e poi per un altro trentennio da Francesco Parrillo, fino al 2003. In questo secondo periodo, accanto alla trattazione scientifica dei problemi finanziari e monetari, la rivista ha rafforzato il suo ruolo di osservatorio attento e indipendente della complessa evoluzione economica e finanziaria del Paese. Giuseppe Murè, subentrato come direttore dal 2003 al 2008, ha posto particolare accento anche sui problemi organizzativi e sull'evoluzione strategica delle banche. Nel 2003, l'Istituto di Cultura Bancaria è stato dedicato alla memoria di Francesco Parrillo, alla cui eredità culturale esso si ispira.

---

### Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma  
[redazione@rivistabancaria.it](mailto:redazione@rivistabancaria.it)

AMMINISTRAZIONE EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.  
presso PtsClas, Viale di Villa Massimo, 29  
00161 - Roma  
[amministrazione@editriceminervabancaria.it](mailto:amministrazione@editriceminervabancaria.it)

Autorizzazione Tribunale di Milano 6-10-948 N. 636 Registrato

Proprietario: Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 70% - Roma

Finito di stampare nel mese di giugno 2026 presso The Factory, Roma

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

# IL CONFRONTO DELLE STRATEGIE DI PORTAFOGLI AZIONARI SOSTENIBILI

CLAUDIO BOIDO\*  
PAOLO CECCHERINI\*\*  
ALESSIA D'IMPERIO\*\*\*

## Sintesi

Nell'ambito delle politiche di asset allocation orientate a criteri di sostenibilità, il presente lavoro ha l'obiettivo di analizzare, in termini di rischio, rendimento e qualità ESG, le strategie azionarie sostenibili. Saranno esaminati tre portafogli sostenibili in differenti contesti temporali (lungo, medio e breve termine). L'attenzione viene posta sulle seguenti strategie azionarie: ad "integrazione: Sustainable and Responsible Investment (SRI)" con processi di selezione che presentano regole di screening classiche riducendo l'universo investibile del benchmark tradizionale (MSCI All Country World), ad "allineamento: Paris-Aligned Benchmark (PAB)" con modalità di selezione che rispondono ai parametri di riduzione della CO2 emessa, ad "obiettivo: Sustainable Development Goals (SDG)" in linea con gli SDG fissati nell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile.

---

\* Professore Ordinario di Financial Markets And Emerging Technologies, DISAG, Università di Siena (boido@unisi.it).

\*\* Cultore della materia in Economia degli Intermediari Finanziari, DISAG, Università di Siena (paoloccecherini2@gmail.com)

\*\*\* Cultrice della materia in Financial Markets And Emerging Technologies, DISAG, Università di Siena (alessia.dimperio@gmail.com)

I risultati evidenziano come le strategie sostenibili, esaminate in differenti condizioni di mercato, contribuiscano a migliorare la redditività del portafoglio offrendo un beneficio sia in termini di rendimento che di sostenibilità.

### ***Comparing sustainable equity portfolio strategies – Abstract***

*Within the framework of asset allocation policies aligned with sustainability criteria, this study analyses sustainable equity strategies across risk, return, and ESG performance. Three sustainable portfolios will be examined across different time periods (long, medium, and short-term). The focus is on the following equity strategies: “Integration: Sustainable and Responsible Investment (SRI)” with selection process that apply traditional screening rules, reducing the investable universe of the conventional benchmark (MSCI All Country World); “Alignment: Paris-Aligned Benchmark (PAB)” with selection that meet the CO2 emission reduction parameters and “Objective: Sustainable Development Goals (SDG)” that pursue the SDGs set out in the 2030 Agenda for Sustainable Development.*

*The results highlight how sustainable strategies, examined under different market conditions, improve portfolio profitability, offering benefits in both returns and sustainability.*

**Parole chiave:** Fattore ESG; Gestione di portafoglio; Finanza sostenibile.

**Codici JEL:** G10; G11; F65 .

**Keywords:** ESG Factor; Portfolio Management; Sustainable Finance.

## 1. Introduzione

Nella fase di asset allocation i gestori hanno mostrato un interesse nell'implementare le strategie legate all'analisi dei fattori. Ciò porta l'asset manager a prendere specifiche esposizioni non solo sul fattore mercato, ma su altri risk premia come: momentum, dimensione, volatilità, qualità e fattore ESG. La molteplicità dei fattori è divenuta talmente variegata al punto che Cochrane (2011) coniò il termine "factors zoo", per evidenziare le numerose e differenti scelte rispetto alla selezione passiva legata al fattore mercato. Il richiamo costante nel corso degli ultimi anni ai temi legati alla sostenibilità ha evidenziato l'utilizzo del fattore ESG (nelle composizioni di portafoglio). In tale ottica gli investitori considerano l'integrazione ESG, in ottemperanza alla normativa MIFID II, come il mezzo per coniugare obiettivi di rischio-rendimento con quelli ambientali al fine di:

- valutare correttamente i rischi di investimento, alla luce dei nuovi dati di sostenibilità rendicontati dalle imprese (Corporate Sustainability Reporting Directive CSRD) con l'obiettivo di mitigare gli impatti avversi generati da una non corretta gestione delle controversie ambientali, sociali e di governance;
- migliorare la trasparenza e la chiarezza nella rendicontazione dei portafogli di investimento sui dati relativi all'ESG;
- creare e gestire specifiche strategie di portafogli obbligazionari e azionari ESG.

In tale contesto, l'industria finanziaria ha creato esposizioni che siano allineate a determinati obiettivi che traggono origine dall'evoluzione regolamentare in tema di sostenibilità. Al riguardo, si menzionano: a) gli Accordi di Parigi (2015), che esplicitano l'impegno a limitare a lungo termine l'aumento della temperatura media globale ben al di sotto della soglia di 2°C; b) l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, da cui sono stati introdotti

i 17 Sustainable Development Goals (SDGs) stabiliti dalle Nazioni Unite che affrontano i temi del cambiamento climatico e della tutela dell'ambiente, dell'urbanizzazione, dei nuovi modelli di produzione e di consumo accanto alle tematiche legate all'uguaglianza sociale e di genere, alla giustizia e alla pace. Il presente lavoro, inserendosi in un consolidato filone della letteratura sulle tematiche della finanza sostenibile, si pone l'obiettivo di esaminare le strategie azionarie ESG con obiettivi differenziati. In particolare, saranno confrontati un portafoglio convenzionale (Trad.) e tre portafogli con specifiche strategie sostenibili. La strategia azionaria "Integrazione": MSCI ACWI SRI Index (SRI), la strategia azionaria "Allineamento": MSCI ACWI Climate Paris Aligned Index (PAB), e infine, la strategia azionaria "Obiettivo": MSCI ACWI IMI SDG Impact Select Index (SDG). I dati analizzati si riferiscono al periodo compreso dal 17 aprile 2017 al 17 aprile 2025 poiché la maggior parte dei paesi, non solo europei, ha ratificato l'Accordo di Parigi tra la fine del 2016 e l'inizio del 2017. I risultati mostrano la prevalenza, nel lungo termine, della strategia ad "integrazione" e di quella ad "allineamento" nel medio termine. L'ultimo periodo evidenzia con vantaggio della strategia ad obiettivo.

Il lavoro si articola in tre sezioni: recente letteratura, metodologia e risultati.

## **2. Recente letteratura**

Il tema della sostenibilità nelle modalità di selezione delle asset class è possibile inquadrarlo sul legame tra ESG, rischio e rendimento. In tale contesto si possono menzionare due fonti storiche consolidate che si focalizzano sulla Stakeholder theory (Freeman, 1984), che spiega che le aziende dovrebbero considerare gli interessi di tutti i loro stakeholder, non solo degli azionisti, quando creano una strategia, e sullo studio di Hart - Dowell, (2011) che rivisitano la visione d'impresa basata sulle risorse naturali (NRBV) riassumono i progressi compiuti nella sperimentazione di elementi di tale teoria, e gli

sviluppi emersi negli ultimi anni sia nella letteratura sulla visione basata sulle risorse sia nella ricerca sull'impresa sostenibile. Nell'ultimo decennio diversi ricercatori hanno condotto analisi sul confronto fra ETF sostenibili e l'andamento dell'indice di riferimento.

Nella scelta di ETF sostenibili si pongono in evidenza i seguenti studi. Chakrabarty et al. (2017), valutando 11 ETF che detengono azioni CSR negoziate in diversi mercati internazionali, hanno evidenziato che gli ETF sostenibili hanno avuto prestazioni tendenzialmente simili ai rispettivi indici di mercato Miralle. Quirós et al. (2019) hanno analizzato i rendimenti giornalieri, nel periodo dal 25 giugno 2008 al 29 marzo 2018, di 6 ETF che investono in società focalizzate su alcuni specifici Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (OSS -obiettivi 3, 6, 7, 8, 9, 12), evidenziando la presenza di extra rendimenti.

Le Souers -Safae (2021) hanno analizzato 587 ETF ESG a livello globale con un AUM complessivo di 144 miliardi di euro. Sorprendentemente, il numero di ETF ESG europei è aumentato di oltre sei volte (da 61 a 401 fondi) dal 2016 al 2021. In primo luogo, l'offerta di ETF ESG è costantemente maggiore in Europa rispetto al Nord America. In secondo luogo, la dimensione relativa è rimasta molto stabile tra il 2016 e il 2021, con gli ETF ESG europei che rappresentano circa il 70% della popolazione complessiva. Lo studio conferma la tendenza crescente dell'interesse degli investitori a inserire strumenti finanziari legati alla sostenibilità non solo per fini etici, ma anche per finalità di rendimento.

Pavlova e Boyrie (2022) hanno analizzato la performance di 62 ETF sostenibili nel periodo, dal 14 novembre 2019 al 29 maggio 2020 evidenziando che gli ETF ESG hanno ottenuto delle sovraperformance nel periodo pre-Covid-19.

Henriques (2022) valuta la performance di ETF nel periodo luglio 2010-settembre 2021. Il campione è formato da 13 SDG ETFs, 76 ESG ETFs e 109 ETFs. I risultati mostrano che, per l'intero periodo, il campione esaminato ha conseguito una performance neutrale o inferiore rispetto al mercato globale, senza differenziali di performance significativi tra loro. L'argo-

mentazione di fondo è che le aziende impegnate nell'ESG sono meno esposte ai rischi e quindi sono più resilienti nei periodi di crisi.

Ullah et al (2024) valutano le dinamiche di crescita e di rischio di crisi di diversi ETF focalizzati sul clima che danno priorità agli investimenti sostenibili in linea con gli obiettivi climatici. Questi ETF sostenibili sul clima rappresentano diversi mercati regionali e sono pensati per rispondere ai cambiamenti climatici riducendo le emissioni di carbonio, supportando tecnologie a basse emissioni di carbonio e rispettando gli standard normativi, come gli obiettivi dell'Accordo di Parigi. Sono stati selezionati i nove mercati di ETF ESG sostenibili a maggiore capitalizzazione per analizzare le dinamiche del rischio e la crescita della sostenibilità climatica durante la nuova crisi.

Ulteriori analisi sono state condotte sul risparmio gestito e sulla rispondenza fra gli indici sostenibili e quelli convenzionali

In particolare, Zhou et al (2022) hanno esaminato i 35 fondi sostenibili statunitensi più grandi e popolari e i fondi benchmark (PAB) allineati all'accordo di Parigi dell'UE. Solo 6 dei 21 gestori patrimoniali che gestiscono 35 fondi si aspettano che le aziende si allineino alle politiche di gestione responsabile. È stato studiato il campione in base ai tre temi principali del framework allineato agli Accordi di Parigi – mitigazione e resilienza, transizione giusta e non nuocere – insieme alle politiche di gestione perseguite dai gestori patrimoniali. Tra i 35 fondi analizzati, nessuno era pienamente in linea con i criteri seguiti nella costruzione del campione. Quindi gli attuali fondi di investimento passivi ESG e sostenibili non soddisfano i requisiti degli investimenti allineati all'Accordo di Parigi.

Hodges et al (2022) hanno applicato l'ottimizzazione media-varianza per massimizzare i rendimenti, ridurre il rischio e soddisfare contemporaneamente i requisiti climatici. Hanno quindi riunito queste singole classi di attività allineate all'Accordo di Parigi in un portafoglio multi-asset (PAM) combinato illustrativo allineato all'Accordo di Parigi. Gli autori confrontano il rischio e il rendimento del portafoglio multi-asset di riferimento, senza considerazioni climatiche, con il portafoglio PAM. Costruiscono i portafogli allineati a Pa-

rigi con ottimizzazioni che bilanciano rendimenti, rischi e obiettivi climatici, utilizzando tutte le classi di attività liquide. Infine, compongono il portafoglio allineato a Parigi come inclinazioni, o sovrapposizioni, su un benchmark multi-asset specificato esogenamente. Un importante tema inesplorato è come costruire tale benchmark stesso per incorporare la sostenibilità.

Infine, Casselryd et al (2021) si sono posti l'obiettivo di verificare se gli indici MSCI Europe, USA ed EM Climate Paris Aligned sovraperformano i rispettivi indici di riferimento. Ciascuno degli indici Climate Paris Aligned Index (CPAI) si basa sul rispettivo indice di riferimento convenzionale. In questo studio, i ricercatori hanno riscontrato la presenza di equivalente performance tra i CPAI e i 42 indici di riferimento analizzati.

Le analisi condotte mettono in risalto la scarsità di confronti diretti tra le strategie di tipo integrazione, allineamento, obiettivo che evidenzia la novità del presente contributo, che adotta un'analisi multi-periodale e integra indicatori ESG come WACI e Climate VaR ponendo in rilievo sotto l'aspetto metodologico l'uso comparativo di indici MSCI globali, che garantiscono robustezza e replicabilità dei risultati.

### 3. Metodologia e Campione

Questo studio ha l'obiettivo di esaminare le tre strategie azionarie sostenibili sul mercato azionario globale, per comprendere come la metodologia di costruzione delle strategie sostenibili possa incidere sul trade off rischio-rendimento. Sono stati analizzati nel periodo 17/04/2017-17/04/2025 gli andamenti dei diversi indici MSCI selezionati, misurando le performance in diversi orizzonti temporali (lungo, medio e lungo termine). In particolare sono stati esaminati i seguenti indici per Strategia azionaria tradizionale: MSCI ACWI Index, rappresentativo del mercato azionario globale tradizionale;

- Strategia azionaria "Integrazione": MSCI ACWI SRI Index (SRI),
- Strategia azionaria "Allineamento": MSCI ACWI Climate Paris Ali-

gned Index (PAB),

- Strategia azionaria “Obiettivo”: MSCI ACWI IMI SDG Impact Select Index (SDG)

In particolare, la strategia azionaria a “Integrazione” è rappresentata dall’MSCI ACWI SRI Index che misura le performance di società con un elevato rating ESG rispetto ai loro competitor settoriali. La strategia applicata ha la finalità di costruire portafogli che includono società con la migliore performance ambientale, sociale e di governance rispetto al settore Global Industry Classification Standard (GICS) di appartenenza. Nel paniere sono selezionabili solo quelli che hanno un rating MSCI ESG pari o superiore ad A e con un MSCI ESG Controversies Scores superiore o uguale a 4. I criteri di esclusione attuati, sono rigorosi rispetto a quelli delle successive strategie ESG analizzate. Ad esempio, lo screening negativo elimina tassativamente ogni società che risulta: coinvolta nella produzione di armi, classificata come «produttrice» di tabacco, che ricava almeno il 5% delle entrate dalla produzione di prodotti alcolici, materiale di intrattenimento per adulti, gioco d’azzardo, Ogm.

Il portafoglio viene strutturato in modo da coprire il 25% (ovvero best-in-class 25%) della capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante di ciascun settore GICS del portafoglio tradizionale.

La strategia azionaria ad “allineamento” si basa sull’MSCI ACWI Climate Paris Aligned Index che ha l’obiettivo misurare la performance del mercato azionario globale in linea con gli obiettivi dell’Accordo di Parigi sul clima, sovra ponderando le aziende che mostrano un impegno maggiore sulla transizione e su un’economia a basse emissioni di carbonio. La composizione del portafoglio è studiata per supportare gli investitori che cercano di ridurre la propria esposizione ai rischi climatici fisici perseguendo le opportunità derivanti dalla transizione verso un’economia a basse emissioni di carbonio e di conseguenza allineandosi ai requisiti dell’Accordo di Parigi.

La strategia Climate Paris Aligned ha l’obiettivo di ridurre di almeno il 50% la Greenhouse Gas (GHG) Intensity che quantifica l’impatto ambien-

tale di una specifica attività o prodotto rispetto al portafoglio tradizionale. In particolare, di ridurre di almeno il 10% la GHG Intensity su base annua, di almeno il 50% l'intensità media ponderata delle emissioni di carbonio Weighted Average Carbon Intensity (WACI) Scope 1 Scope 2 e Scope 3 rispetto al portafoglio tradizionale.

La strategia ad “Obiettivo” usa come proxy l'MSCI ACWI IMI SDG Impact Select Index che include solo società che contribuiscono positivamente agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) delle Nazioni Unite. A tal fine viene innanzitutto effettuata l'esclusione di tutte le società che hanno MSCI ESG score inferiore o uguale a BB e che operano in settori controversi.

Sono inoltre escluse tutte le società attive nei seguenti paesi: India, Russia, Arabia Saudita, Kuwait, Pakistan, Egitto. Vengono incluse sole società che traggono almeno il 50% del fatturato da attività che contribuiscono al perseguimento degli SDG, Vengono infine eliminate quelle società che, pur avendo il 50% del fatturato derivante da attività allineate ad un SDG, arrecano un danno significativo al perseguimento degli altri obiettivi di sviluppo sostenibile.

La sintesi delle strategie sostenibili prese in esame è esposta in Appendice 1. Nell'analisi sono state applicate le seguenti metriche: il rendimento totale, con il reinvestimento dei dividendi, la deviazione standard annualizzata, l'indice di Sharpe, (ipotizzando che il tasso risk-free sia pari a zero); la Tracking Error Volatility, (calcolata come deviazione standard delle differenze giornaliere di rendimento tra indice ESG e indice tradizionale per ogni periodo).

Le metriche ESG sono state rilevate, per ciascun portafoglio, alla fine del periodo di analisi (i.e., aprile 2025) assumendo l'ipotesi della costanza in tutti i periodi esaminati.

Le variabili esaminate sono:

- Rating ESG di MSCI: introdotto per misurare la resilienza di un'azienda ai rischi ambientali, sociali e di governance (ESG) rilevanti per il settore di appartenenza nel lungo termine. Il rating, che varia da AAA a CCC, indica quanto un'azienda è esposta a rischi e opportunità ESG e

come li gestisce rispetto ai suoi competitor, all'interno del suo specifico settore. GICS (MSCI, 2019).

**Tabella 1** - MSCI ESG ratings

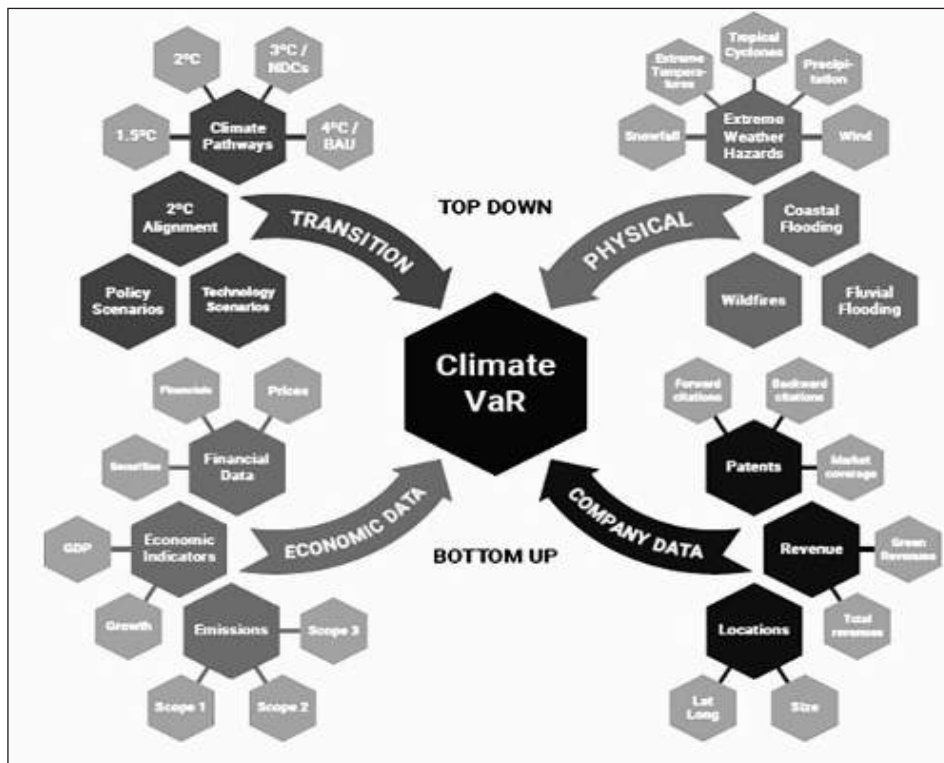
	<b>AAA</b>	<b>AA</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>	<b>BB</b>	<b>B</b>	<b>CCC</b>
Punteggio normalizzato per settore	8,6-10	7,1-8,5	5,7-7	4,3-5,6	2,9-4,2	1,4-2,8	0-1,3

*Fonte:* rielaborazione degli autori sui dati di MSCI ESG Ratings Methodology, Aprile 2024

- Climate Value at Risk (Climate VaR) elaborato da MSCI ESG Research stima l'impatto potenziale dei cambiamenti climatici sulla valutazione delle società e dei portafogli di investimento. Fornisce una serie di Climate VaR, un valore per ogni scenario climatico; mantenendo l'analogia con la tradizionale definizione di VaR finanziario, a ciascuno scenario corrisponde uno specifico percentile della distribuzione. Consente di avere una valutazione quantitativa dei rischi e delle opportunità legati al clima, sia di transizione che fisici, proiettando i costi e i profitti futuri generati dai cambiamenti climatici. Viene espresso come una variazione percentuale del valore di mercato del portafoglio, in dollari USA, per dare un'idea della potenziale perdita o guadagno. (MSCI 2020).

L'intensità media ponderata del carbonio (Wtd Avg Carbon Intensity WACI - tCO<sub>2</sub>e/\$M Sales) è una misura utilizzata da MSCI che indica l'esposizione di un portafoglio di investimenti alle aziende ad alta intensità di carbonio, espressa come tonnellate di emissioni di gas serra convertite in anidride carbonica per ogni milione di dollari di vendite, quindi viene normalizzata in base ai ricavi). Misura la quantità di carbonio (CO<sub>2</sub>e) emessa per ogni chilowattora (KWh) di elettricità consumata. ovvero misura il livello di "impronta di carbonio" del portafoglio, indicando quanto "sporco" è, in termini di emissioni di carbonio, per ogni milione di dollari di fatturato generato. (MSCI, 2024)

**Figura 1** - MSCI Climate VaR



Fonte: Model overview MSCI/Carbon Delta -Climate VaR, MSCI / Carbon Delta (2020).

Le simulazioni sono state sviluppate su quattro orizzonti temporali, sulla base della disponibilità dei dati (soprattutto per la strategia ad “obiettivo” SDG) e per isolare shock esogeni di mercato che rendono l’integrazione ESG significativa per gli investitori. In particolare:

- l’analisi a 8 anni (17/04/2017-17/04/2025) valuta dinamiche strutturali (di lungo periodo) tenendo conto delle serie storica completa di dati di tutti gli indici MSCI utilizzati;
- l’analisi a 5 anni (17/04/2020-17/04/2025) prende in considerazione nella prima parte del periodo analizzato le conseguenze finanziarie generate dalla pandemia Covid -19;
- l’analisi a 3 anni (17/04/2022-17/04/2025) tiene conto delle reazioni dei mercati ai due eventi bellici in atto tra Russia e Ucraina e tra Israele

e Palestina;

- l'analisi Year to date YTD (01/01/2025-17/04/2025) prende in esame le prime conseguenze dell'applicazione della politica dei dazi della Presidenza Trump.

L'analisi di settore si basa sulla tassonomia GICS sviluppata da MSCI e S&P alla fine degli anni '90, che classifica le aziende nei seguenti settori: beni di consumo discrezionali, beni di consumo di base, energia, finanza, sanità, industria, tecnologia dell'informazione, materiali, immobiliare, servizi di telecomunicazione, servizi di pubblica utilità.

Nella tabella sottostante si evidenzia la diversificazione settoriale, dando enfasi ai pesi differenti che i settori riportati hanno nel paniere dei vari indici selezionati che sono espressi in USD.

**Tabella 2** - Breakdown settoriale

<b>Analisi settoriale</b>	<b>SDG</b>	<b>SRI</b>	<b>PAB)</b>	<b>trad</b>
<b>Information Technology</b>	19,5	27,58	27,23	24,88
<b>Health Care</b>	20,22	9,29	11	9,92
<b>Financials</b>	0,3	17,47	18,28	17,21
<b>Industrials</b>	9,03	10,62	11,91	10,34
<b>Consumer Discretionary</b>	13,01	15,58	10,86	11,45
<b>Communication Services</b>	0	4,33	8,02	8,6
<b>Materials</b>	1,97	3,53	2,52	3,51
<b>Consumer Staples</b>	11,15	5,6	1,78	5,83
<b>Energy</b>	0	1,79	0	3,79
<b>Utilities</b>	4,46	1,99	1,96	2,46
<b>Real Estate</b>	20,36	2,22	6,44	2,01
	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

*Fonte:* elaborazione degli autori su dati MSCI

Oltre alla scomposizione settoriale delle strategie, anche l'analisi geografica, esposta nella tabella 3, è di ausilio per una migliore comprensione dei risultati ottenuti.

**Tabella 3** - Breakdown geografico

<b>Analisi geografica</b>	<b>SDG</b>	<b>SRI</b>	<b>PAB</b>	<b>trad</b>
<b>Stati Uniti</b>	50,14	63,54	65,89	66,41
<b>Giappone</b>	7,18	5,62	3,97	4,75
<b>Regno Unito</b>	6,31	2,63	0,00	3,15
<b>Canada</b>	0,00	3,53	3,40	2,68
<b>Cina</b>	12,82	0,00	2,82	2,68
<b>Francia</b>	0,00	0,00	3,17	0,00
<b>Danimarca</b>	5,64	0,00	0,00	0,00
<b>Taiwan</b>	0,00	5,19	0,00	0,00
<b>Altri</b>	17,91	19,49	20,75	20,33
	100,00	100,00	100,00	100,00

*Fonte:* elaborazione degli autori su dati MSCI.

#### 4. Risultati

##### *Risultati di lungo termine (17/04/2017-17/04/2025)*

Nel lungo periodo (17/04/2017-17/04/2025), come si evince dalla tabella 4, le strategie a “Integrazione” (MSCI ACWI SRI Index) e ad “Allineamento” (MSCI ACWI Climate Paris Aligned Index) hanno sovraperformato la strategia tradizionale (MSCI ACWI) sia in termini di rendimento annualizzato che di efficienza, espressa dall'indice di Sharpe. Il migliore risultato è ottenuto dalla strategia a “Integrazione”. La strategia a “Obiettivo” (Msci Acwi Imi SDG Impact Select Net Usd Index), invece, pur avendo la minore volatilità in assoluto, ottiene dei risultati inferiori sia per rendimento annualizzato che per efficienza.

Inoltre, è stata considerata la Tracking Error Volatility (TEV) che indica lo scostamento di ogni strategia rispetto al portafoglio senza vincoli ESG. Su tale orizzonte temporale la TEV più alta è stata realizzata dalla strategia ad “obiettivo” (=0,51), che si differenzia maggiormente dalla tradizionale, anche se viene penalizzata in termini di performance.

In termini opposti la strategia a “Integrazione”, con una TEV pari a 0,19, ottiene risultati positivi della performance, a conferma della correttezza delle scelte gestionali.

**Tabella 4** - Analisi a 8 anni 17/04/2017-17/04/2025

<b>Analisi a 8 anni</b> 17/04/2017-17/04/2025	<b>SDG</b>	<b>SRI</b>	<b>PAB</b>	<b>TRAD</b>
<b>Rendimento annualizzato</b>	4,44%	<b>8,96%</b>	8,39%	6,50%
<b>Dev. Standard annuale</b>	16,91%	<b>18,73%</b>	18,14%	18,17%
<b>Sharpe Ratio</b>	0,26	<b>0,48</b>	0,46	0,36
<b>Tracking error volatility</b>	0,51	<b>0,19</b>	0,08	0,00
<b>msci esg rating</b>	7.7	<b>8.1</b>	7.0	6.6
<b>Wtd Avg Carbon Intensity (WACI) - tCO2e/\$M Sales</b>	579.4	<b>506.1</b>	375.2	808.6
<b>msci climate var</b>	-12%	<b>-12.6 %</b>	-5.3%	-18.8%
<b>n° medio componenti</b>	225	<b>596</b>	765	2559

*Fonte:* Elaborazione degli autori

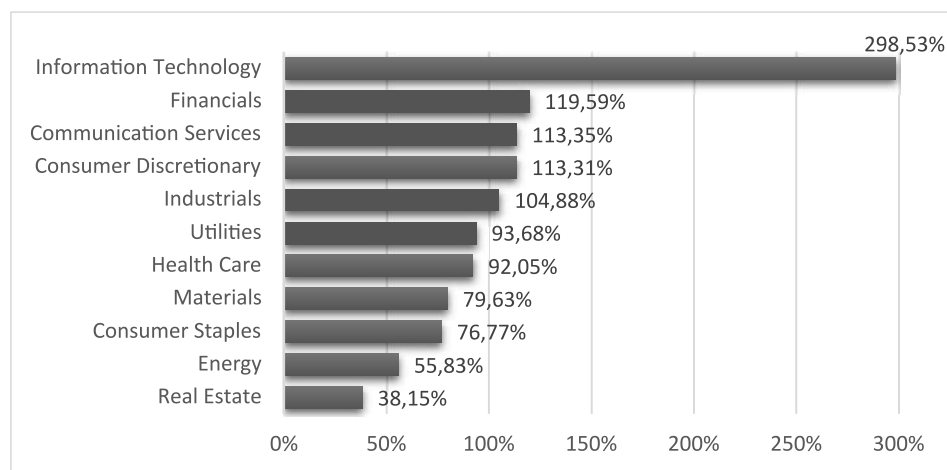
L'analisi degli indicatori finanziari è stata affiancata dall'analisi di indicatori ESG: MSCI ESG rating, emissioni di CO2 (Wtd Avg Carbon Intensity) e MSCI Climate VAR. Sul piano ESG, tutti i portafogli con vincoli ESG mostrano un'ottimizzazione del rating ESG, una sostanziale diminuzione delle emissioni di CO2, oltre che un Climate VAR più contenuto.

In particolare, la strategia ad “Allineamento” è quella che garantisce il più basso livello di emissioni di CO2 coerentemente con l'obiettivo net-zero dichiarato dalla sua metodologia di costruzione e il Climate VAR più contenuto. Tuttavia, non è la più efficiente sotto il profilo finanziario dal momento che ha fatto registrare nel lungo periodo un rendimento apprezzabile (8,39%), ma inferiore a quello della variante ad “Integrazione” (8,96%).

La migliore combinazione tra performance finanziaria e fattore ESG è stata ottenuta dalla strategia a “Integrazione”. Infatti, essa non solo permette all’investitore di conseguire un maggiore rendimento ed una maggiore efficienza (Indice di Sharpe=0,48), ma consente anche di ridurre sensibilmente le emissioni di carbonio (506.1) rispetto alla variante “Tradizionale” (808.6), di ridimensionare il Climate VAR (-12.6 %) e di ottenere il rating ESG più alto in assoluto (8.1).

Le performance finanziarie ottenute dai portafogli analizzati sono giustificabili anche in virtù della loro composizione settoriale, osservabile nella tabella 2 e del rendimento settoriale di periodo, (Figura 2). In primo luogo, il sovrappeso nelle strategie “Integrazione” e “Allineamento” del settore Information Technology (IT), considerato il trend crescente nell’ultimo decennio, ha certamente contribuito alla sovraperformance rispetto alla strategia tradizionale e, soprattutto, rispetto alla strategia “Obiettivo” in cui si rileva un significativo sottopeso. Al contrario, la strategia ad “Obiettivo” denota un’importante presenza del settore Real Estate che nel lungo periodo ha riscontrato cali evidenti.

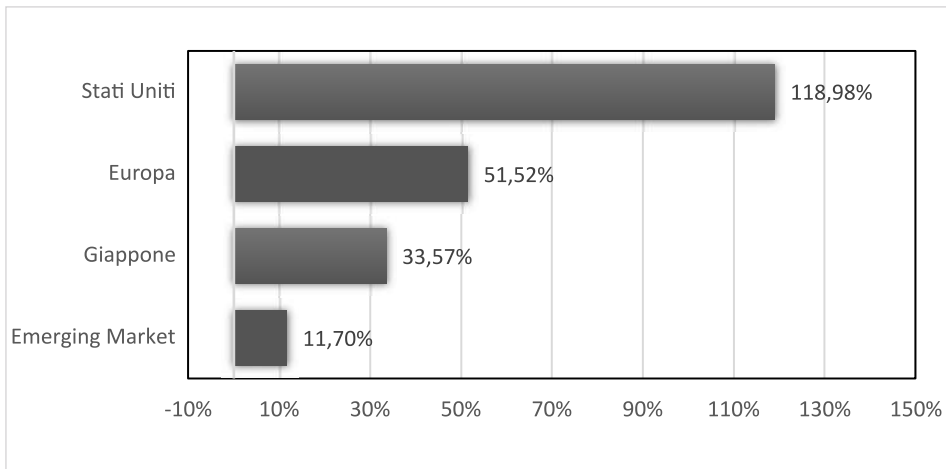
**Figura 2** - Rendimento settoriale di lungo periodo – 8Y



Fonte: Elaborazione degli autori sui dati Bloomberg

Infine, un ulteriore fattore che permette di giustificare i risultati di performance è il breakdown geografico (tabella 3) unito al rendimento per area geografica di periodo, esposto in figura 3. È evidente che nel lungo periodo l'area geografica con rendimenti più apprezzabili è quella degli USA che ha coadiuvato la sovraperformance delle strategie ad “Integrazione” e ad “Allineamento” in cui è sovrappesata rispetto alla tradizionale. La strategia a “Obiettivo”, invece, con un significativo sottopeso dell'area USA, è stata penalizzata nel rendimento di periodo.

**Figura 3** - Rendimento di lungo periodo per area geografica– 8Y



Fonte: Elaborazione degli autori sui dati Bloomberg

*Risultati di medio lungo termine (17/04/2020-17/04/2025)*

Nell'analisi di medio periodo (17/04/2020-17/04/2025), esposta in tabella 5, le strategie ad “Integrazione” (MSCI ACWI SRI Index) e ad “Allineamento” (MSCI ACWI Climate Paris Aligned Index) hanno di nuovo sovraperformato la strategia tradizionale (MSCI ACWI) sia sul piano del rendimento annualizzato che dell'efficienza. In tal caso, però, la migliore strategia in assoluto risulta essere quella ad “Allineamento”. La performance minore si conferma quella della strategia ad “Obiettivo”, con uno scostamento più

chiaro rispetto al precedente orizzonte temporale. L'analisi del Tracking Error conferma quanto rilevato per il lungo termine. La strategia più vicina al portafoglio tradizionale quella ad "Allineamento", quella che più se ne discosta (in negativo) è la strategia a "Obiettivo".

**Tabella 5** - Analisi a 5 anni 17/04/2020-17/04/2025

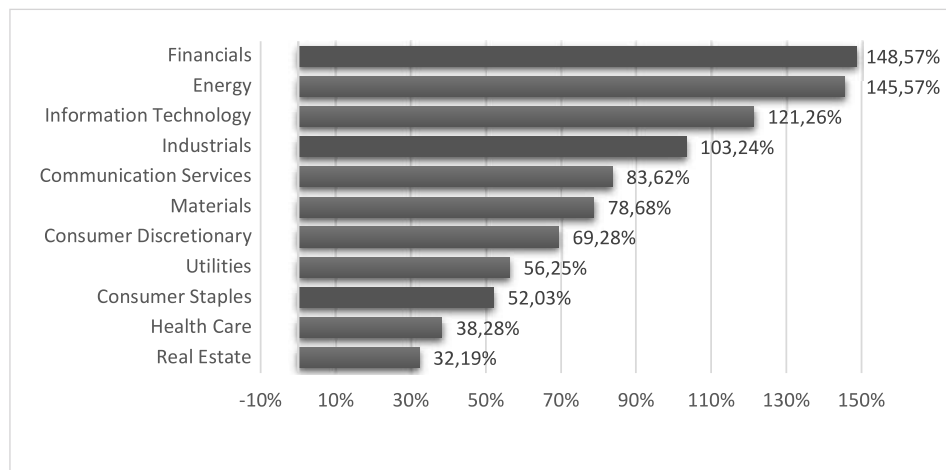
<b>Analisi a 5 anni</b> 17/04/2020-17/04/2025	<b>SDG</b>	<b>SRI</b>	<b>PAB</b>	<b>TRAD</b>
<b>Rendimento annualizzato</b>	2,87%	10,42%	<b>10,66%</b>	9,48%
<b>Dev. Standard annuale</b>	16,89%	17,84%	<b>16,95%</b>	16,82%
<b>Sharpe Ratio</b>	0,17	0,58	<b>0,63</b>	0,56
<b>Tracking error volatility</b>	0,57	0,22	<b>0,09</b>	0,00
<b>msci esg rating</b>	7.7	8.1	<b>7.0</b>	6.6
<b>Intensity WACI - tCO2e/\$M Sales</b>	579.4	506.1	<b>375.2</b>	808.6
<b>msci climate var</b>	-12%	-12.6 %	<b>-5.3%</b>	-18.8%
<b>n° medio componenti</b>	225	596	<b>765</b>	2559

*Fonte:* elaborazione degli autori

Passando all'analisi tridimensionale (rischio/rendimento/profilo ESG) il miglior equilibrio tra performance finanziaria e ESG, è conseguito dalla strategia ad "Allineamento" che presenta il rendimento annualizzato più alto (10,66%), maggiore efficienza (Indice di Sharpe=0.63), e riduzione delle emissioni di CO2 (WACI=375.2 contro le 808.6 della strategia tradizionale) ed il Climate VAR più basso (-5.3%). Il rating ESG aggregato (=7.0) è più basso delle altre strategie con vincoli ESG, ma comunque migliorativo rispetto alla strategia tradizionale (=6.6).

Anche in questo caso il breakdown settoriale delle strategie (tabella 2) e il rendimento settoriale di periodo (figura 4) giustificano i risultati ottenuti. Nel periodo in esame, un settore con rendimenti particolarmente brillanti è il Financials, del tutto assente nella strategia a "Obiettivo" e sovrappesato nelle strategie a "Integrazione" e ad "Allineamento". I settori Consumer Staples, Health Care e Real Estate, invece, sovrappesati nella strategia a "Obiettivo", hanno ottenuto un rendimento ridotto.

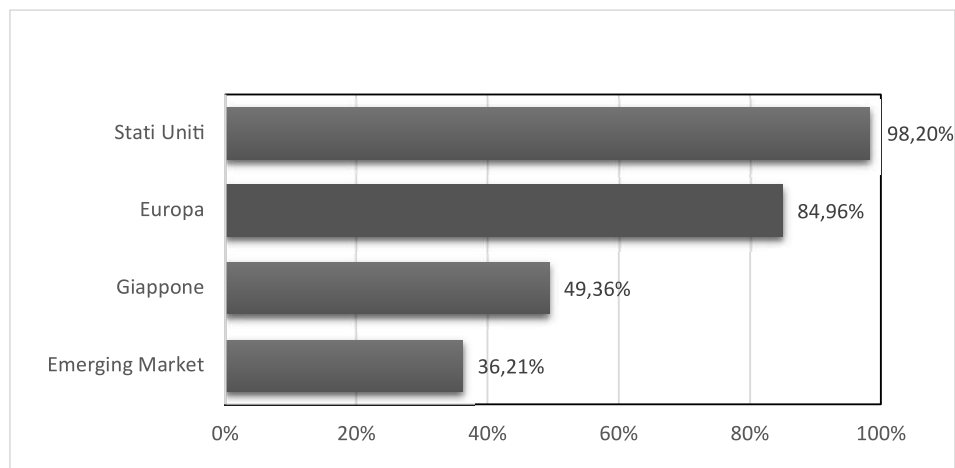
**Figura 4** - Rendimento settoriale di medio periodo – 5Y



Fonte: Elaborazione degli autori sui dati Bloomberg

Infine, l’analisi geografica conferma i risultati dell’analisi di lungo periodo (8 anni) con l’area USA che sovraperforma tutte le altre e contribuisce a incrementare il rendimento delle strategie ad “Allineamento” e a “Integrazione” in cui è sovrappesata (si veda figura 5).

**Figura 5** - Rendimento di medio periodo per area geografica– 5Y



Fonte: Elaborazione degli autori sui dati Bloomberg

*Risultati analisi di medio termine (17/04/2022-17/04/2025)*

L'analisi di medio periodo, esposta in tabella 6 mostra rendimenti contenuti per tutte le strategie, per la contrazione dei mercati dovuta in parte agli eventi bellici. Nonostante ciò, la strategia ad "Allineamento" continua a sovraperformare quella tradizionale che, in questo scenario è leggermente più efficiente della strategia ad "Integrazione". La strategia ad "Obiettivo" evidenzia un rendimento negativo. Dall'analisi della Tracking Error Volatility emerge nuovamente che la strategia a "Obiettivo" si discosta maggiormente dalla strategia tradizionale per scelte di gestione, non adeguate. La più vicina alla strategia tradizionale si conferma quella ad "Allineamento"

**Tabella 6** - Analisi a 3 anni 17/04/2022-17/04/2025

<b>Analisi a 3 anni</b> 17/04/2022-17/04/2025	<b>SDG</b>	<b>SRI</b>	<b>PAB</b>	<b>TRAD</b>
<b>Rendimento annualizzato</b>	-8,33%	2,84%	3,69%	2,87%
<b>Dev. Standard annuale</b>	16,38%	18,64%	17,35%	17,15%
<b>Sharpe Ratio</b>	-0,51	0,15	0,21	0,17
<b>Tracking error volatility</b>	0,60	0,24	0,09	0,00
<b>msci esg rating</b>	7.7	8.1	7.0	6.6
<b>Wtd Avg Carbon Intensity WACI - tCO2e/\$M Sales</b>	579.4	506.1	375.2	808.6
<b>msci climate var</b>	-12%	-12.6 %	-5.3%	-18.8%
<b>n° medio componenti</b>	225	596	765	2559

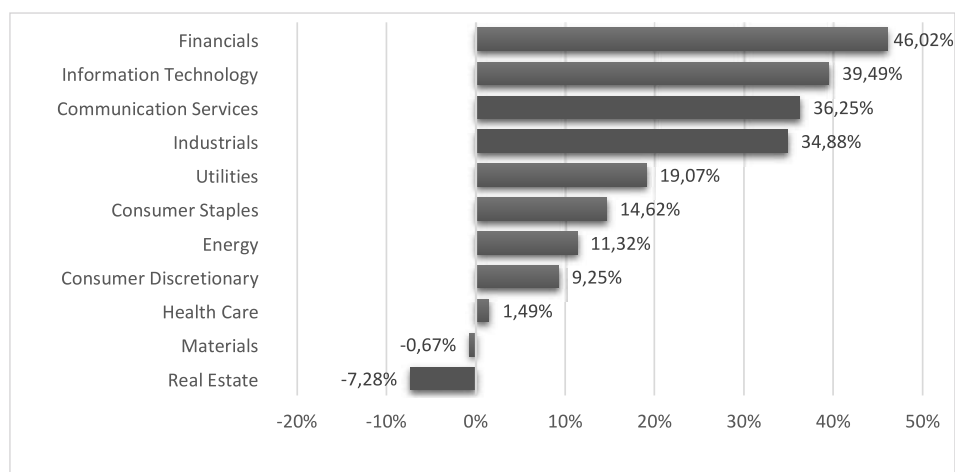
*Fonte:* Elaborazione degli autori

L'aggiunta della terza dimensione, ossia quella ESG, attesta che il miglior equilibrio tra performance finanziaria ed ESG è conseguito nuovamente dalla strategia ad "Allineamento" che ha ottenuto il rendimento annualizzato più alto in assoluto (3,69%), la maggiore efficienza (Indice di Sharpe = 0,21), una significativa riduzione delle emissioni di CO2 (375.2) rispetto al portafoglio tradizionale, il Climate VAR più contenuto (-5.3%) e un buon rating ESG aggregato (7.0)

Rispetto all'analisi settoriale, anche nel medio periodo, come visibile dalla

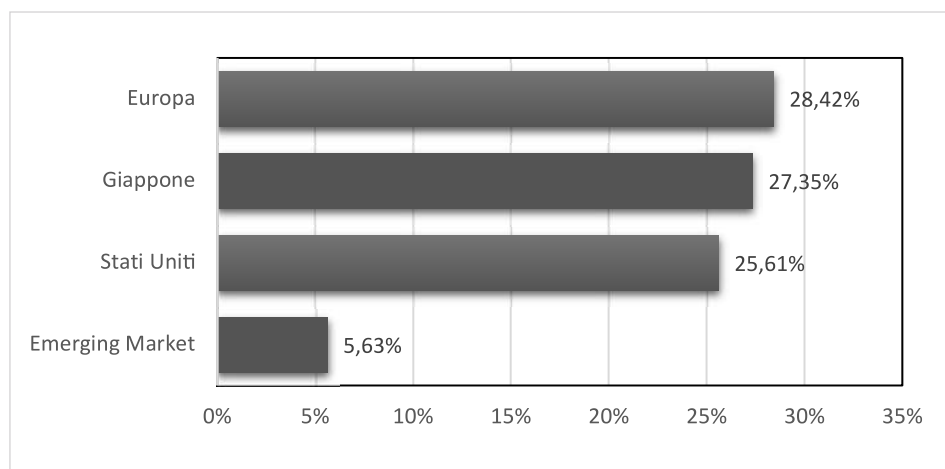
figura 6, il settore “Financials” si conferma quello con la crescita maggiore nella strategia ad “Allineamento”. Di contro, il settore “Real Estate”, mantiene il trend decrescente contribuendo alla deludente performance della strategia a “Obiettivo”.

**Figura 6** - Rendimento settoriale di medio periodo – 3Y



*Fonte:* Elaborazione degli autori sui dati Bloomberg

**Figura 7** - Rendimento di breve periodo per area geografica– 3Y



*Fonte:* Elaborazione degli autori sui dati Bloomberg

Il breakdown geografico (tabella 3) non contribuisce a giustificare le performance delle varie strategie poiché, come visibile dal rendimento di periodo per area geografica (figura 7), le principali regioni presentano rendimenti sostanzialmente allineati.

*Risultati analisi breve termine: (01/01/2025-17/04/2025)*

Lo studio Year To Date (01/01/2025-17/04/2025) è stato decisamente condizionato dall'introduzione dei dazi annunciata da Trump che ha causato delle immediate reazioni negative. Osservando la tabella 7, infatti, emerge che tutti i portafogli esaminati hanno conseguito rendimenti negativi. In controtendenza rispetto a tutti gli altri orizzonti temporali, la migliore strategia è quella a "Obiettivo" in virtù di una minore perdita e di una volatilità più contenuta. In tal caso la maggiore TEV della strategia ad "Obiettivo" (0,88) rappresenta scelte gestionali premianti rispetto alla strategia "Tradizionale". Su questo orizzonte temporale, non sono stati riportati i valori dell'Indice di Sharpe, che sono risultati tutti negativi e in quanto tali non significativi per la comparabilità tra i portafogli.

**Tabella 7 - Analisi YTD 01/01/2025-17/04/2025**

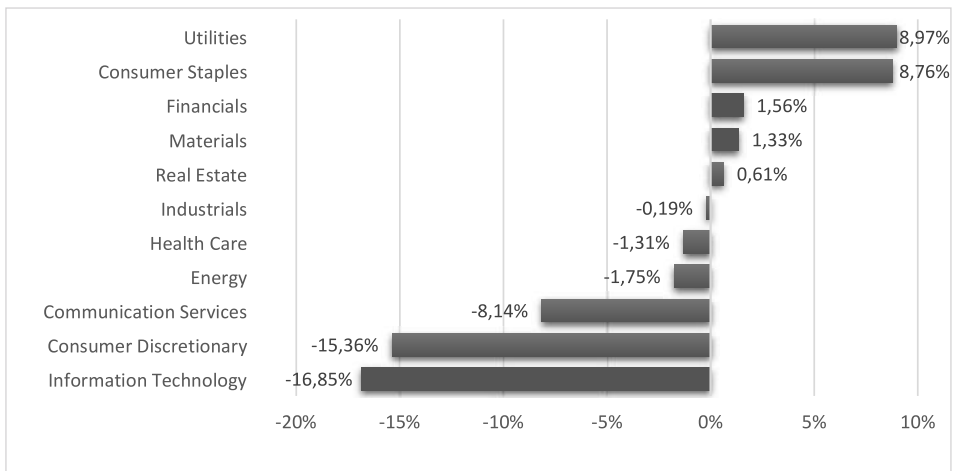
<b>Analisi a YTD</b> 01/01/2025-17/04/2025	<b>SDG</b>	<b>SRI</b>	<b>PAB</b>	<b>TRAD</b>
<b>Rendimento annualizzato</b>	-37,76%	-46,90%	-42,44%	-41,16%
<b>Dev. Standard annuale</b>	20,03%	28,72%	25,64%	26,10%
<b>Tracking error volatility</b>	0,88	0,38	0,10	0,00
<b>msci esg rating</b>	7.7	8.1	7.0	6.6
<b>Wtd Avg Carbon Intensity</b> <b>WACI - tCO2e/\$M Sales</b>	579.4	506.1	375.2	808.6
<b>msci climate var</b>	-12%	-12.6 %	-5.3%	-18.8%
<b>n° medio componenti</b>	225	596	765	2559

*Fonte:* Elaborazione degli autori

Nell'analisi ESG, la migliore strategia si conferma quella a "Obiettivo" poiché, a fronte di una minore perdita (-37,76%) e di una volatilità più contenuta (20,03%) rispetto a tutti gli altri portafogli esaminati, riesce comunque ad ottenere un rating ESG aggregato soddisfacente (7.7), una cospicua riduzione delle emissioni di CO2 (579.4) e un Climate VAR decisamente più basso in comparazione con i valori del portafoglio tradizionale.

Sul piano settoriale, il settore IT che ha fatto da volano per la performance delle strategie a "Integrazione" e ad "Allineamento" sugli orizzonti temporali più lunghi, nel periodo YTD ha apportato un contributo negativo alla performance (figura 8), a causa delle incertezze legate alle politiche dei dazi con paesi produttori di componentistica tecnologica. La strategia a "Obiettivo", presentando un sovrappeso di sensori difensivi come Consumer Staples, Health Care e Utilities, è riuscita ad avere una perdita minore in un contesto di mercati in calo.

**Figura 8** - Rendimento settoriale di brevissimo periodo – YTD

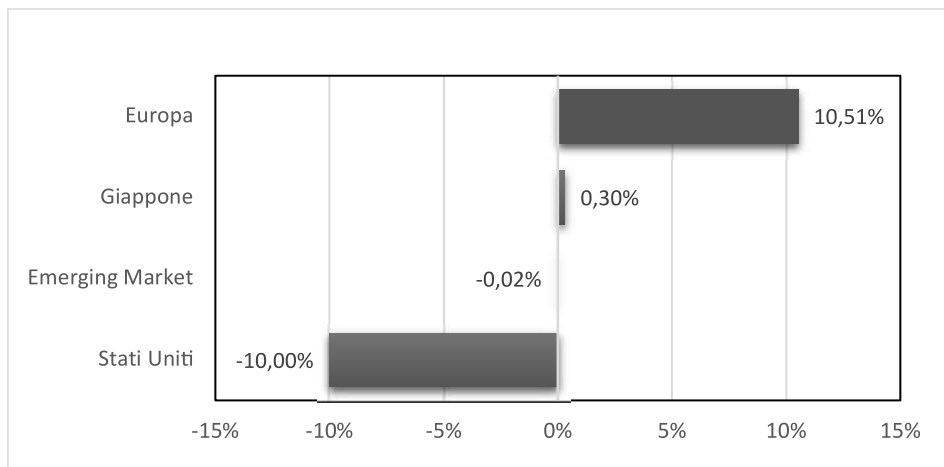


Fonte: Elaborazione degli autori sui dati Bloomberg

Infine, osservando il rendimento di breve periodo per area geografica (figura 9), si desume che la performance fortemente negativa dell'area USA abbia considerevolmente penalizzato le strategie ad "Integrazione" ed "Allineamen-

to” in cui è presente con un notevole sovrappeso (si veda tabella 3), avvantaggiando quella ad “Obiettivo”.

**Figura 9** - Rendimento di brevissimo periodo per area geografica– YTD



Fonte: Elaborazione degli autori sui dati Bloomberg

## 5. Conclusioni

L’analisi condotta, nell’arco temporale compreso dal 17/04/2017 al 17/04/2025, si è posta la finalità di verificare quale delle strategie applicate (Integrazione, Allineamento e Obiettivo) in tema di sostenibilità contribuisca positivamente in termini di performance e rischio rispetto ai portafogli senza vincoli ESG.

I risultati ottenuti evidenziano che nel lungo termine (8 anni) la strategia prevalente per rendimento e per efficienza è quella a “Integrazione”. Nel medio termine essa è sopravanzata in modo evidente dalla strategia ad “Allineamento”. Nel breve termine premia la strategia a “Obiettivo” che in precedenza era stata quella con la più bassa performance. Questo cambiamento potrebbe essere determinato dalla maggiore esposizione della componente USA nelle altre due strategie, condizionate quindi dall’iniziale politica dei dazi condizio-

nato. L'aggiunta della terza dimensione, ossia quella ESG, conferma i risultati di performance per ciascun periodo: la strategia a "Integrazione" è la migliore nell'analisi nel lungo termine, quella ad "Allineamento" prevale nel medio e infine quella a "Obiettivo" consente di subire minori perdite nel breve termine.

L'analisi dei rendimenti per settori evidenzia nei primi tre periodi una prevalenza dei settori "Financials" and "Information Technology". Nel breve periodo il sovrappeso di settori difensivi come "Consumer Staples", "Health Care" e "Utilities", giustifica la sovraperformance della strategia ad "Obiettivo". Infine, il rendimento per area geografica vede una prevalenza Usa nel medio e lungo termine ed una sovraperformance dell'Europa nel breve.

Le risultanze dell'analisi condotta vanno sicuramente contestualizzate anche alla luce del cambiamento strategico che i grandi players di mercato hanno intrapreso nei confronti delle strategie ESG. È evidente che nel periodo pandemico l'attenzione dei gestori era maggiormente orientata sui fattori ESG alla luce delle istanze di sostenibilità perseguite dagli investitori e dalle aziende. Nell'ultimo biennio abbiamo assistito a un mutamento di scenari che si è riflesso nel cambiamento strategico del peso ESG nei portafogli, favorito sia dalla ricerca di un maggior rendimento che dalle decisioni delle politiche presidenziali americane. La presente analisi presenta un limite di semplificazione nella scelta di adottare l'ipotesi di costanza dei valori ESG in tutti i periodi esaminati.

Si evidenzia, come sostenuto dalla letteratura, che i rendimenti ottenuti dipendono dal periodo considerato, dalla metodologia di costruzione del portafoglio e dall'asset class presa in esame.

I possibili sviluppi futuri dell'analisi potrebbero verificare in che modo l'impatto dei risultati possa contribuire a implementare le politiche di asset allocation per i gestori, le scelte delle asset class per gli investitori istituzionali, infine la necessità di verificare il rispetto della normativa SFDR art. 8 e art.9 per i regolatori.

## Appendice 1: Dettaglio delle strategie sostenibili analizzate

	SDG	SRI	PAB
<b>Criteri di esclusione</b>	<b>Armi</b> (controverse, nucleari, convenzionali, civili) <b>Tabacco</b> <b>Intrattenimento per adulti</b> <b>Alcol</b> <b>Gioco d'azzardo</b> <b>OGM</b> <b>Energia nucleare e combustibili fossili</b> (riserve, estrazione, generazione di energia e distribuzione di carbone termico)	<b>Armi</b> (nucleari, biologiche, chimiche e controverse armi da fuoco e munizioni civili); <b>Carbone termico</b> , petrolio, oli e gas non convenzionali <b>Tabacco</b> <b>Alcol</b> <b>Gioco d'azzardo</b> <b>OGM</b> <b>Energia nucleare</b>	<b>Armi controverse</b> <b>Tabacco</b> <b>Carbone termico</b> , petrolio, oli e gas non convenzionali <b>Non associabili al LCT score<sup>1</sup></b> di MSCI
<b>n° membri</b>	<b>229</b>	<b>615</b>	<b>726</b>
<b>ESG Ratings Eligibility</b>	N.D.	≥A	N.D.
<b>ESG Controversies Score Eligibility</b>	N.D.	≥4	>0
<b>ulteriori criteri</b>	Per essere incluse nell'Universo SDG Impact, le società devono ottenere almeno il <b>50% dei ricavi aggregati</b> da prodotti o servizi che rientrano in specifiche categorie di impatto sostenibile (ES: efficienza energetica, prevenzione dell'inquinamento, trattamento delle malattie gravi, finanza per le PMI, istruzione)	<b>Best-in-class 25% su settore GICS di appartenenza</b>	<b>Riduzione GHG:</b> Riduzione immediata del 50% dell'intensità media ponderata dei gas serra (GHG) rispetto all'indice di riferimento.  <b>Decarbonizzazione Annuale:</b> Riduzione annuale dell'intensità GHG del 7%.

Fonte: Elaborazione degli autori su metodologie MSCI

1 Rappresenta una valutazione quantitativa dell'esposizione delle aziende ai rischi e alle opportunità della transizione climatica e della loro gestione. I rischi e le opportunità della transizione climatica derivano dalle variazioni della domanda di prodotti e servizi dovute a politiche o azioni normative volte ad affrontare il cambiamento climatico.

## Bibliografia

- [1] Casselryd, L., Lantto, A., & Zanic, A. J. (2021). MSCI Climate Paris Aligned Indices: A quantitative study comparing the performance of SR indices and their conventional benchmark indices.
- [2] Chakrabarty, B., Lee, S. B., & Singh, N. (2017). Doing good while making money: Individual investor participation in socially responsible corporations. *Management Decision*, 55(8), 1645-1659. <https://doi.org/10.1108/MD-01-2017-0005>
- [3] Cochrane, J. H. (2011). Presidential address: Discount rates. *The Journal of finance*, 66(4), 1047-1108.
- [4] Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman
- [5] Hart, S. L., & Dowell, G. (2011). Invited editorial: A natural-resource-based view of the firm: Fifteen years after. *Journal of management*, 37(5), 1464-1479.
- [6] Henriques, A. C. L. (2022). *The performance of ETFs aligned with sustainable development goals and ESG ETFs* (Master's thesis, Universidad do Minho (Portugal)).
- [7] Hodges, P., Ren, H., Schwaiger, K., & Ang, A. (2022). Net Zero Investing for Multi-Asset Portfolios seeking to satisfy Paris Aligned Benchmark Requirements with Climate Alpha Signals. *Available at SSRN 4005308*.
- [8] Le Sourd, V., & Safae, S. (2021). The European ETF market: Growth, trends, and impact on underlying instruments. *The Journal of Portfolio Management*, 47(7), 95-111. Miralles-Quirós, J. L.,
- [9] Miralles-Quirós, M. M., & Nogueira, J. M. (2019). Diversification benefits of using exchange-traded funds in compliance to the sustainable development goals. *Business Strategy and the Environment*, 28(1), 244-255.
- [10] MSCI (February 2025). MSCI ACWI IMI SDG Impact Select Index Methodology
- [11] MSCI (May 2022). MSCI Climate Paris Aligned Indexes Methodology
- [12] MSCI (November 2022). MSCI SRI Indexes Methodology

- [13] MSCI (November 2024). MSCI Index ESG Metrics Calculation Methodology Document Author
- [14] Pavlova, I., & de Boyrie, M. E. (2022). ESG ETFs and the COVID-19 stock market crash of 2020: Did clean funds fare better? *Finance Research Letters*, 44, 102051.
- [15] Ullah, A., Liu, X., Zeeshan, M., & Shah, W. U. (2024). Evaluating Growth and Crisis Risk Dynamics of Sustainable Climate Exchange-Traded Funds. *Sustainability*, 16(22), 10049.
- [16] Zhou, G., Liu, L., & Luo, S. (2022). Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 31(7), 3371-3387.

Per rinnovare o attivare un nuovo abbonamento  
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 10187 Intesa Sanpaolo  
Via Vittorio Veneto 108/b- 00187 ROMA  
IBAN IT92 M030 6905 0361 0000 0010 187

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

**amministrazione@editriceminervabancaria.it**

### **Condizioni di abbonamento ordinario per il 2026**

	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale</b>	<b>Economia Italiana quadrimestrale</b>	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana</b>
Canone Annuo Italia <i>(print)</i>	<b>€ 130,00</b>	<b>€ 100,00</b>	<b>€ 180,00</b>
Canone Annuo Estero <i>(print)</i>	<b>€ 185,00</b>	<b>€ 130,00</b>	<b>€ 260,00</b>
Abbonamento WEB	<b>€ 80,00</b>	<b>€ 70,00</b>	<b>€ 110,00</b>
Canone Annuo Italia <i>(print + web)</i>	<b>€ 170,00</b>	<b>€ 130,00</b>	<b>€ 260,00</b>
Canone Annuo Estero <i>(print + web)</i>	<b>€ 220,00</b>	<b>€ 160,00</b>	<b>€ 330,00</b>

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 50,00 / € 10,00** digitale

Prezzo di un fascicolo arretrato (annata precedente) **€ 60,00 / € 10,00** digitale

### **Pubblicità**

1 pagina **€ 1.500,00** - 1/2 pagina **€ 800,00**

RIVISTA BANCARIA  
**MINERVA BANCARIA**

**ABBONATI - SOSTENITORI**

3D WORKS	BANCO POSTA SGR
ALLIANZ BANK F. A.	BLUE SGR
AMF ITALIA	CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO
ANIA	CASSA LOMBARDA
ANNUNZIATA & CONSO	CBI
ARION INVESTMENT MANAGEMENT	CONFCOMMERCIO
ASSICURAZIONI GENERALI	CONSOB
AIPB - ASSOCIAZIONE ITALIANA PRIVATE BANKING	Divisione IMI - CIB Intesa Sanpaolo
ASSOCIAZIONE NAZIONALE BANCHE POPOLARI	EFPA - ITALIA
ASSOFIDUCIARIA	ERNST & YOUNG
ASSONEBB	FONDAZIONE AVE VERUM
ASSORETI	INTESA SANPAOLO
BANCA D'ITALIA	ISTITUTO PER IL CREDITO SPORTIVO E CULTURALE
BANCA FINNAT	IVASS
BANCA IFIS	LOQSEA TECHNOLOGY
BANCA POPOLARE DEL CASSINATE	MARZOTTO VENTURE ACCELERATOR
BANCA POPOLARE DI PUGLIA E BASILICATA	MEDIOCREDITO CENTRALE
BANCA SELLA HOLDING	NET INSURANCE
BANCA SISTEMA	OCF
BANCO BPM	VER CAPITAL
	UNIONE FIDUCIARIA

RIVISTA BANCARIA  
MINERVA BANCARIA  
ADVISORY BOARD

PRESIDENTE:  
MARCO TOFANELLI, Assoreti

MEMBRI:  
ANDREA BATTISTA, Net Insurance  
NICOLA CALABRÒ, Cassa di Risparmio di Bolzano  
LUCA DE BIASI, Mercer  
VINCENZO FORMISANO, Banca Popolare del Cassinate  
LILIANA FRATINI PASSI, CBI  
LUCA GALLI, Ernst & Young  
GIOVANNA PALADINO, Intesa SanPaolo  
ANDREA PEPE, FinecoBank  
ANDREA PESCATORI, Ver Capital  
PAOLA PIETRAFESA, Allianz Bank Financial Advisors

---

Editrice Minerva Bancaria  
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE  
GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO  
CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca  
MARIO COMANA, Luiss Guido Carli  
ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus  
RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata  
MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania  
GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria  
MARCO TOFANELLI, Assoreti

