

Climate Change Net Zero

Guida a cura di



Con la collaborazione di



Autori

Michelangelo Bruno, CFA- Ispettore Vigilanza bancaria e finanziaria - Banca d'Italia

Ha ricoperto le cariche di senior supervisor nel dipartimento di Onsite Inspections della Banca Centrale Europea nell'ambito di ispezioni su banche di rilevanza sistemica e prima ancora è stato Policy Expert presso l'EBA, l'autorità bancaria europea a Parigi. Ha cominciato la sua carriera come analista presso la Banca Centrale Europea a Francoforte e dopo due anni e mezzo è entrato a far parte del corpo ispettivo della Banca d'Italia a Roma. PhD in Banking presso l'università Sapienza di Roma, MSc in European Political Economy alla London School of Economics di Londra e un altro MSc in Amministrazione, Finanza Aziendale e Controllo alla Bocconi di Milano.

Michela De Luca, CFA ESG - Portfolio Manager - Eurizon Capital SGR

In Eurizon Capital SGR dal 2021, attualmente Portfolio Manager, segue la gestione di fondi tematici e sostenibili. Ha ricoperto precedentemente il ruolo di Senior Sustainable Investment Analyst nella Divisione Investimenti dove è stata responsabile della definizione dei target Net Zero della SGR. Ha iniziato il suo percorso professionale nel 2016 ricoprendo il ruolo di Investment Risk Analyst in Azimut Investments SA e successivamente presso Schroders Investment Management. Nel 2020 ha ottenuto la qualifica di CFA Institute Certificate in ESG Investing. Ha conseguito il Master of Science in Finance e la laurea triennale in Scienze Economiche e Bancarie presso l'Università di Studi di Siena. La sua formazione accademica include una formazione di studio all'estero presso la Katholieke Universiteit Leuven.

Cliro Papa, CFA, CESGA - Xtrackers Sales Italy - DWS

Xtrackers Sales Italy presso DWS da febbraio 2017, segue l'attività di distribuzione di ETF e ETC per la clientela italiana. Detiene la qualifica di Chartered Financial Analyst (CFA) ed è attivamente coinvolto nel comitato Advocacy della CFA Society Italy. Collabora inoltre come docente di finanza sostenibile e investimenti ESG con la AIAF Finance School e l'Accademy di Euronext. Prima di assumere il ruolo attuale, ha conseguito un Master of Science in Finance presso l'Università Bocconi e una laurea triennale in Economia e Management presso l'Università di Roma II Tor Vergata. La sua formazione accademica include anche periodi di studio presso la Maastricht University SBE e Universidad CEU Cardenal Herrera.



Climate Change Net Zero

Guida a cura di



Con la collaborazione di



CAPITOLO 1

IL CAMBIAMENTO CLIMATICO: UNA PANORAMICA INTRODUTTIVA

4

di **Alessandro Stella, CFA, CESGA**

Clima e sostenibilità economica

a cura del prof. Mario Noera, Fellow professor Università Bocconi
e Senior Climate Advisor Anima

32

CAPITOLO 2

PRODOTTI REGOLAMENTARI SU RISCHIO CLIMATICO

38

di **Michelangelo Bruno, CFA**

Fra sostenibilità o rendimento, cosa preferiscono gli italiani?

a cura di Matteo Tagliaferri - Responsabile Comunicazione
e Marketing - Anima SGR

44

CAPITOLO 3

TARGET SETTING

48

di **Michela De Luca, CFA ESG**

CAPITOLO 4

CARATTERISTICHE

E ANALISI DEGLI INDICI CLIMATICI

70

di **Cli**no Papa, CFA, CESGA

In azione per abbattere le emissioni: perché investire in un fondo Net Zero

84

a cura di **Claudia Collu**, Responsabile azionario globale - Anima SGR

CAPITOLO 5

IL RUOLO DELLE STRATEGIE NET ZERO

E CLIMATE CHANGE NEL PORTAFOGLIO

88

di **Nicola Tommasini**, CFA

19 | CLIMATE CHANGE NET ZERO

Allegato ad AP ADVISOR PRIVATE n. 48
luglio-agosto 2024 (registrato presso il
Tribunale di Milano n. 302 del 23/10/2015)

REALIZZAZIONE:

a cura della redazione ADVISOR

DIRETTORE RESPONSABILE:

Francesco D'Arco

GRAPHIC DESIGNER:

Luca Baraggia

PROPRIETARIO ED EDITORE:

Open Financial Communication Srl
Via Savona, 1/B - 20144 Milano

NON VENDIBILE

CAPITOLO 1

IL CAMBIAMENTO CLIMATICO: UNA PANORAMICA INTRODUTTIVA

di Alessandro Stella, CFA, CESGA

52 miliardi di tonnellate è il numero di riferimento, oltre che di partenza, per ogni riflessione intorno al cambiamento climatico. 52 Gt rappresentano, infatti, l'ammontare di emissioni di gas serra che vengono rilasciate nell'atmosfera ogni anno e che devono essere necessariamente azzerate entro il 2050 per evitare il cosiddetto "punto di non ritorno" per il clima, una soglia oltre la quale i danni provocati dai cambiamenti climatici saranno irreversibili, mettendo in serio pericolo il futuro della civiltà, la stabilità e l'equilibrio dell'intero pianeta. Sembra, tuttavia, che molti dei limiti che gli scienziati e gli esperti sul clima monitorano siano già stati superati e, secondo diverse stime, il tipping point potrebbe essere raggiunto nel 2030.

Il 6° Assessment Report sul cambiamento climatico redatto dall'Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) delle Nazioni Unite ha fatto luce sulle cause del climate change, indicando come l'attività dell'uomo sia la principale responsabile del si-

gnificativo innalzamento delle temperature medie globali.

Il tempo a disposizione per invertire il trend è sempre più limitato ed è quindi urgente un piano d'azione concreto e coordinato da parte di Paesi, governi, istituzioni ed aziende a favore di Net Zero, ovvero un percorso di decarbonizzazione delle economie che possa contenere il surriscaldamento globale in linea con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi del 2015.

Quali sono le diverse tipologie di emissioni di gas serra e i rischi tradizionalmente connessi al clima?

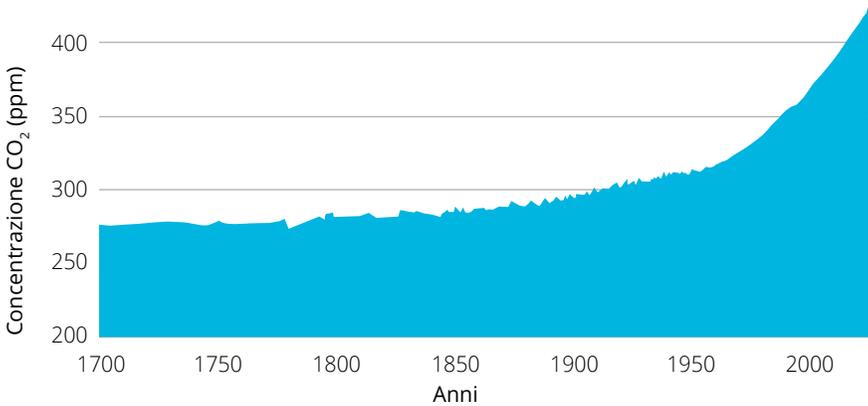
Che cosa significa Net Zero e quali azioni devono essere intraprese per raggiungere questi target?

Quale ruolo può svolgere il settore finanziario in questo ambito e quale può essere l'impatto della transizione sulle diverse asset class?

Vediamo ora più da vicino i concetti chiave associati al cambiamento climatico.

Figura 1

The Keeling Curve: concentrazione di CO₂ nell'atmosfera dal 1700



Fonte: Scripps Institution of Oceanography, UC San Diego, dati al 5 luglio 2024

Temperature globali e accordo di Parigi sul clima

Nel 2019, l'anno più recente con dati completi ed affidabili, sono state registrate 52.000 milioni di tonnellate di nuove emissioni di gas serra a livello globale, l'equivalente di 1.600 tonnellate al secondo. Un numero che è aumentato progressivamente nel corso degli anni, di cui l'anidride carbonica rappresenta circa il 75%, prodotta principalmente dal consumo di combustibili fossili. Il restante 25%, 13 Gt, è costituito da inquinanti climatici di breve durata: metano, protossido di azoto, esafluoruro di zolfo, idrofluorocarburi, perfluorocarburi e fluoruro di azoto, gas meno diffusi nell'atmosfera ma con effetti anche più rilevanti.

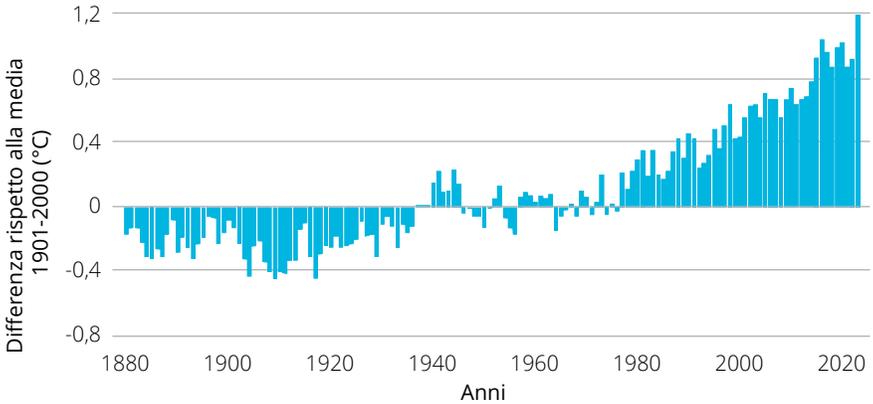
Il metano, ad esempio, ha un tempo di permanenza nell'atmosfera inferiore rispetto alla CO₂ (10/15 anni vs.

migliaia), ma un impatto sull'ambiente fino ad 85 volte più significativo su un orizzonte di 20 anni.

I gas climalteranti vanno a intrappolare il calore del sole, impedendogli di disperdersi nello spazio e provocando così il riscaldamento globale, il noto "effetto serra".

I livelli di CO₂ presenti nell'atmosfera sono saliti sempre più rapidamente dalla Rivoluzione Industriale in avanti, sino ad arrivare alle attuali oltre 420 parti per milione, una sorta di contatore in inesorabile aumento che la famosa Curva di Keeling rileva sin dal 1958, anno in cui il ricercatore Dave Keeling iniziò a registrare i dati sull'anidride carbonica dall'osservatorio di Mauna Loa, alle Hawaii.

L'epoca pre-industriale (1850-1900) è il periodo di riferimento rispetto al

Figura 2**Aumento nelle temperature medie della superficie terrestre**

Fonte: NOAA Climate Gov, dati relativi al periodo 1880-2023

quale si va a calcolare il surriscaldamento globale: le temperature medie sono salite di oltre 1°C dal 1880, con un tasso di crescita più che raddoppiato dal 1981 in avanti (0.18°C per decennio).

I dieci anni con le temperature più elevate della storia si sono verificati tutti dopo il 2010, ma il 2023 ha stabilito un nuovo primato, attestandosi come l'anno più caldo dal 1850 e superando anche il risultato del 2016.

Nel 2023, infatti, la temperatura media globale si è attestata a 14.98°C, 0.17°C in più rispetto al precedente record, con un incremento di 1.48°C rispetto al periodo 1850-1900. Come rilevato dall'ultimo rapporto del Servizio per il Cambiamento Climatico di Copernicus, in tutti i mesi del 2023 c'è stato un incremento delle tempe-

rature rispetto all'anno precedente, con luglio e agosto che sono risultati addirittura i rispettivi mesi più caldi mai registrati. Brevemente, le medie giornaliere hanno persino superato di oltre 2 gradi i livelli pre-industriali.

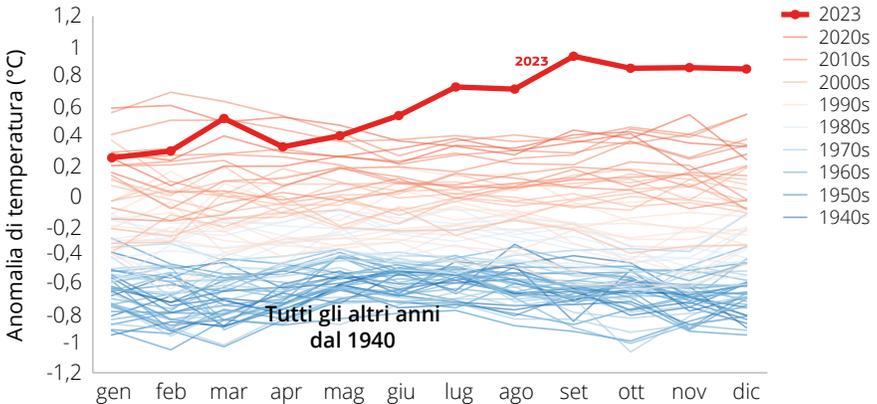
Il superamento dei limiti introdotti a Parigi durante la 21ª Conferenza delle Parti dell'UNFCCC (COP21) sembra ormai, quindi, essere alle porte.

L'Accordo di Parigi, siglato il 12 dicembre 2015 da 196 Paesi, è stato il primo trattato sul clima su scala mondiale e persegue l'obiettivo di mantenere il riscaldamento medio globale entro livelli di sicurezza, ovvero ben al di sotto di 2 gradi celsius rispetto al periodo che precede la Rivoluzione Industriale e il più vicino possibile a 1.5°C.

Si tratta di un accordo internazionale giuridicamente vincolante, la cui im-

Figura 3

2023: l'anno più caldo della storia



Fonte: Global Climate Highlights 2023, Copernicus Climate Change Service

plementazione richiede un processo di trasformazione economica e sociale, che possa portare al raggiungimento della neutralità climatica nel 2050.

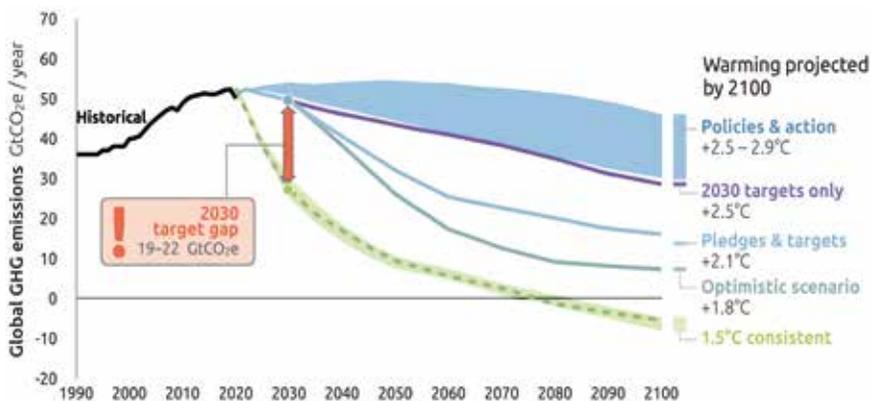
Nell'ambito di questo agreement, ciascun Paese ha presentato piani nazionali che evidenziano le azioni per il clima (Nationally Determined Contributions, NDC), tra cui obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra, politiche per contenere gli effetti del climate change e le strategie intraprese per mobilitare flussi di capitale a favore della transizione.

Il Climate Action Tracker (CAT), un progetto scientifico indipendente che monitora l'azione climatica di 39 Paesi (85% delle emissioni globali) e l'avanzamento rispetto ai target dell'Accordo di Parigi, segnala come ci sia un

forte ritardo nell'implementazione delle misure necessarie.

Nonostante le promesse effettuate dai governi nel 2021 durante la COP26, infatti, le proiezioni di CAT di fine 2023 stimano quattro possibili scenari:

- 1. Policies & Action:** un surriscaldamento globale di 2,7°C entro fine secolo sulla base delle azioni e delle politiche correnti, con le temperature che continuerebbero a salire anche successivamente;
- 2. 2030 Targets only:** +2,5°C entro il 2100 sulla base degli NDC al 2030 (anche in questo caso, con le temperature che salirebbero ulteriormente in seguito);
- 3. Pledges & Targets:** +2,1°C, prendendo in considerazione sia gli

Figura 4**Global warming: proiezioni al 2100**

Fonte: Climate Action Tracker, aggiornamento di Dicembre 2023

Copyright © 2023 by Climate Analytics and NewClimate Institute. All rights reserved.

NDC al 2030 che gli impegni vincolanti di lungo periodo intrapresi dai diversi Paesi;

- 4. Optimistic Scenario:** un best case scenario che assume l'effettiva implementazione anche dei target Net Zero e che porterebbe al contenimento del global warming ad 1.8°C, un valore comunque al di sopra degli obiettivi di Parigi.

È evidente, quindi, che le politiche attuali non siano sufficienti per mantenere il clima in equilibrio e che non ci sia stato un effettivo passo in avanti dalla conferenza sul clima di Glasgow. Stando agli impegni correnti, nel 2030 avremo un gap da colmare tra 19 e 22 giga tonnellate di CO₂ equivalenti (GtCO_{2e}). Anche guardando allo scenario 4), le previsioni più ottimistiche,

emerge come sia urgente l'adozione di obiettivi Net Zero a livello globale o avanzamenti significativi negli attuali target a lungo termine dei governi, andando a coprire più settori o ricorrendo in misura minore a strategie di compensazione delle emissioni.

Altrimenti, sarà improbabile vedere alcun tipo di miglioramento.

I colloqui sul clima durante la COP28 a Dubai hanno portato un rinnovato bagliore di speranza, grazie ad uno storico accordo che - per la prima volta - punta a una transizione fuori da tutti i combustibili fossili entro il 2050. Inoltre, il testo approvato contiene molteplici inviti alla transizione energetica: triplicare la capacità delle rinnovabili, accelerare l'efficienza energetica e favorire lo sviluppo e l'adozione delle tecnologie green.

Tabella 1

Cambiamento climatico: impatto derivante dall'aumento delle temperature in diversi scenari

Rischio	Scenario		
	1,5° C	2° C	3° C
PERDITA DI BIODIVERSITÀ: % di specie a rischio di estinzione	14%	18%	29%
SICCITÀ: popolazione esposta	0,95 miliardi di persone	1,15 miliardi di persone	1,29 miliardi di persone
INCENDI: aumento delle aree colpite in Europa Mediterranea	40-54%	62-87%	96-187%
ONDATE DI CALORE: aumento del numero di giorni in un anno con temperature massime oltre i 35°C	45-58	52-68	66-87
INONDAZIONI: aumento della popolazione esposta a inondazioni	24%	30%	NA
INNALZAMENTO DEL LIVELLO DEL MARE: aumento medio entro il 2100	0,28-0,55m	0,33-0,61m	0,44-0,76m
BARRIERE CORALLINE: ulteriore declino	70-90%	99%	NA

Fonte: World Resources Institute, basato sul Working Group Report II (AR6) dell'IPCC (Marzo 2023)

Se tradotto in una concreta attuazione, potrebbe trattarsi di un cambio di rotta non indifferente.

Il tempo è agli sgoccioli, ma c'è ancora spazio di manovra.

Gli effetti del climate change e i rischi legati al clima

Per quale motivo è così importante ridurre le emissioni di gas a effetto serra e tenere sotto controllo il surriscaldamento globale?

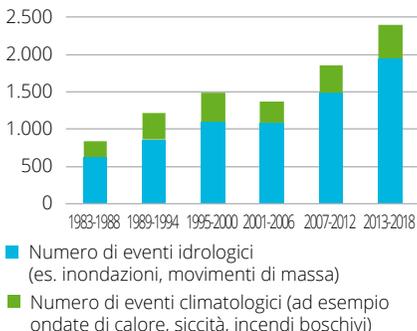
Il normale equilibrio della natura è seriamente minato dall'aumento delle temperature nel tempo, che sta modificando i modelli meteorologici e sta portando a una significativa crescita della frequenza e della severità degli eventi climatici estremi.

Incendi, inondazioni, scioglimento dei ghiacciai e delle calotte polari, innalzamento del livello dei mari, acidificazione degli oceani, ondate di siccità e

Figura 5**I fenomeni climatici estremi sono sempre più frequenti e severi... anche dal punto di vista economico**

Numero di eventi metereologici estremi

Periodo analizzato: 1983 - 2018



Fonte: 1) Munich RE (2019), Morgan Stanley (2019), HSBC (2020), BofAML (2017); 2) Statista (2021)

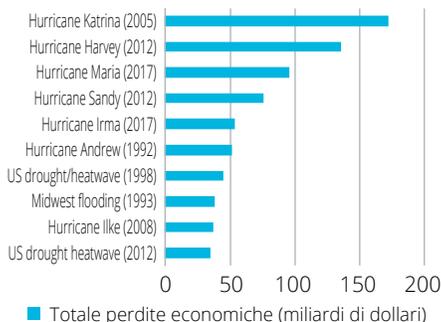
di calore sono solo alcuni dei cambiamenti climatici che colpiscono tutte le regioni del pianeta.

Negli ultimi anni, questi fenomeni si sono verificati in misura sempre più diffusa e con una maggiore intensità, aggiornando di volta in volta nuovi record negativi. Basti pensare agli incendi che hanno devastato l'Australia sud-orientale nel 2019-2020, bruciando oltre 16.800.000 ettari; alla siccità pluriennale in Sud America, nel Corno d'Africa e in alcune aree del Mediterraneo; o ancora allo spostamento del ghiacciaio A23a, il più grande al mondo, che dopo oltre 30 anni di permanenza sul fondo dell'oceano si è staccato dalla costa antartica.

Da non trascurare anche il fatto che il peso maggiore delle condizioni clima-

Perdita economica causata dai disastri naturali

Periodo analizzato: 2005 - 2020



■ Totale perdite economiche (miliardi di dollari)

tiche estreme gravi sui Paesi in via di sviluppo e a più basso reddito, un segnale di come gli effetti colpiscano in modo sproporzionato le diverse aree geografiche.

Nel 2023 almeno 12.000 persone hanno perso la vita a causa dei fenomeni metereologici estremi, un incremento del 30% rispetto al 2022 (dati Save the Children), mentre sempre più famiglie e comunità sono costrette ad abbandonare le proprie case e migrare dalle terre di origine a causa delle catastrofi naturali.

Un indicatore che testimonia come le conseguenze del climate change siano anche di tipo sociale.

Il World Economic Forum pubblica regolarmente a inizio anno un report che analizza i principali rischi sistemici

Figura 6

Rischi globali: quali sono quelli più rilevanti nel breve e nel lungo periodo?



Fonte: World Economic Forum, "The Global Risks Report 2024", gennaio 2024

globali, attraverso un'intervista a oltre 1.200 esponenti del mondo politico, economico ed accademico.

I risultati del sondaggio per il "Global Risks Report 2024" mostrano i seguenti 10 rischi percepiti come quelli più severi su un orizzonte di 2 e 10 anni:

Cosa emerge dal report del WEF?

1. I rischi ambientali dominano le risposte alla survey, con 2 minacce legate alla categoria "E" tra le prime dieci da qui a 2 anni e ben 5 nei prossimi 10 anni;
2. Guardando al breve periodo, l'impatto degli eventi estremi è tra i rischi più temuti, posizionandosi al secondo posto;
3. Su un orizzonte temporale di lungo termine, il cambiamento clima-

tico è la prima preoccupazione in assoluto. Tra i primi tre rischi percepiti troviamo, infatti, l'impatto dei disastri naturali, cambiamenti critici ai sistemi terrestri e la perdita di biodiversità.

Una mancata azione a favore del clima e l'eventuale fallimento nella gestione della crisi sono, quindi, i pericoli che vengono reputati più urgenti nel prossimo decennio, ancor più rispetto a tematiche geopolitiche/economiche o a una mancata regolamentazione delle innovazioni tecnologiche e dell'intelligenza artificiale. Un senso di urgenza che, tra l'altro, è aumentato in modo esponenziale negli ultimi anni.

Se è immediato pensare che le principali conseguenze derivanti da tutti

**I colloqui sul clima
durante la COP28 a Dubai
hanno portato un rinnovato
bagliore di speranza,
grazie ad uno storico accordo.
Il tempo è agli sgoccioli,
ma c'è ancora
spazio di manovra**

questi fenomeni siano innanzitutto impatti concreti su persone e cose, i rischi associati alla crisi climatica sono in realtà di varia natura. Per un'analisi completa del potenziale impatto finanziario, è importante prendere in considerazione tutte le tipologie di rischi climatici, che si suddividono tradizionalmente in due categorie:

A) Rischi fisici

Si intendono danni diretti agli asset dell'impresa o danni indiretti derivanti da disruption indotte nelle catene di approvvigionamento e si classificano come:

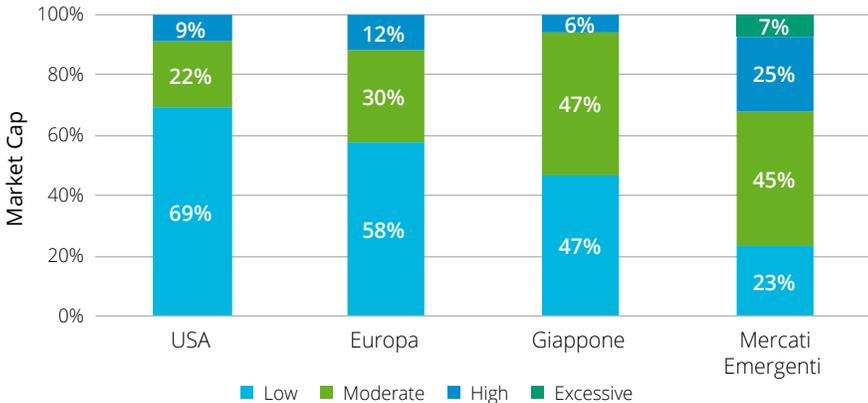
- a. Acuti:** rischi legati a fenomeni climatici estremi, come cicloni, uragani o inondazioni;
- b. Cronici:** cambiamenti di lungo periodo nei modelli climatici (es. aumento delle temperature), che possono portare, tra gli altri, all'innalzamento del livello dei mari o ad ondate di calore;

B) Rischi di transizione

In questo caso, si tratta di rischi cau-

sati dal processo di transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, che possono determinare una riduzione del valore di mercato degli asset e delle infrastrutture "carbon intensive". I principali driver di rischio sono i seguenti:

- a. Policy Risk:** l'evoluzione (repentina) delle politiche dedicate al clima;
- b. Litigation & Legal Risk:** dispute per mancanza di trasparenza o mala gestione nella mitigazione/adattamento al climate change;
- c. Technology Risk:** innovazione e sviluppo in ambito tecnologico, che supporta la transizione green e migliora l'efficienza energetica;
- d. Market Risk:** cambio nelle dinamiche di domanda/offerta per prodotti, servizi o materie prime, in virtù di particolari rischi o opportunità indotti dal clima;
- e. Reputation Risk:** danno reputazionale risultante da una diversa percezione dell'azienda da parte di clienti e comunità, sempre con riguardo al processo di transizione.

Figura 7**Climate transition risk: distribuzione per area geografica**

Fonte: DWS Research Institute, "Investing in a green or dirty planet", giugno 2020

Per una realtà aziendale, gestire i diversi fattori di rischio climatico non è semplice, anche se ormai è un aspetto spesso integrato all'interno di un framework di risk management.

Diverse società, infatti, si sono dotate di una climate change risk policy, per normare il processo di gestione dei rischi connessi al clima, con diversi step che prevedono inizialmente un'identificazione dei rischi fisici/di transizione a cui è esposta l'azienda, un assessment dell'entità dei rischi individuati e una successiva elaborazione della fase di risposta.

Le due tipologie chiave di rischio climatico presentate sopra sono un fattore importante anche nelle analisi di scenario.

A tal proposito, è cruciale valutare la relazione tra rischio fisico e di transizione lungo il percorso di decarboniz-

zazione dell'economia, un rapporto che difficilmente tende ad essere lineare.

Uno scenario di transizione ordinata e accelerata, ad esempio, porterebbe a una significativa riduzione del tasso di crescita del rischio fisico, incrementando al contrario il rischio di transizione, considerata la perdita di valore dei cosiddetti "stranded assets" e possibili variazioni nelle preferenze di consumo. Una transizione disordinata e in ritardo, invece, limiterebbe certamente il rischio di transizione sull'economia globale, spingendo però oltre i limiti l'equilibrio climatico, con conseguenze ambientali irreversibili.

Ad ogni modo, il clima può essere anche fonte di diverse opportunità per un'impresa, quali:

Figura 8

Clima: rischi, opportunità e potenziali impatti - alcuni esempi

Type	Climate-Related Risks ³²	Potential Financial Impacts
Transition Risks	Policy and Legal	
	<ul style="list-style-type: none"> - Increased pricing of GHG emissions - Enhanced emissions -reporting obligations - Mandates on and regulation of existing products and services - Exposure to litigation 	<ul style="list-style-type: none"> - Increased operating costs (e.g., higher compliance costs , increased insurance premiums) - Write-offs, asset impairment, and early retirement of existing assets due to policy changes - Increased costs and/or reduced demand for products and services resulting from fines and judgments
	Technology	
	<ul style="list-style-type: none"> - Substitution of existing products and services with lower emissions options - Unsuccessful investment in new technologies - Costs to transition to lower emissions technology 	<ul style="list-style-type: none"> - Write-offs and early retirement of existing assets - Reduced demand for products and services - Research and development (R&D) expenditures in new and alternative technologies - Capital investments in technology development - Costs to adopt/deploy new practices and processes
Transition Risks	Market	
	<ul style="list-style-type: none"> - Changing customer behavior - Uncertainty in market signals - Increased cost of raw materials 	<ul style="list-style-type: none"> - Reduced demand for goods and services due to shift in consumer preferences - Increased production costs due to changing input prices (e.g., energy, water) and output requirements (e.g., waste treatment) - Abrupt and unexpected shifts in energy costs - Change in revenue mix and sources , resulting in decreased revenues - Re-pricing of assets (e.g., fossil fuel reserves, land valuations, securities valuations)
	Reputation	
	<ul style="list-style-type: none"> - Shifts in consumer preferences - Stigmatization of sector - Increased stakeholder concern or negative stakeholder feedback 	<ul style="list-style-type: none"> - Reduced revenue from decreased demand for goods/services - Reduced revenue from decreased production capacity (e.g., delayed planning approvals, supply chain interruptions) - Reduced revenue from negative impacts on workforce management and planning (e.g., employee attraction and retention) - Reduction in capital availability
Physical Risks	Acute	
	<ul style="list-style-type: none"> - Increased severity of extreme weather events such as cyclones and floods 	<ul style="list-style-type: none"> - Reduced revenue from decreased production capacity (e.g., transport difficulties, supply chain interruptions) - Reduced revenue and higher costs from negative impacts on workforce (e.g., health, safety, absenteeism) - Write-offs and early retirement of existing assets (e.g., damage to property and assets in "high -risk" locations)
Physical Risks	Chronic	
	<ul style="list-style-type: none"> - Changes in precipitation patterns and extreme variability in weather patterns - Rising mean temperatures - Rising sea level s 	<ul style="list-style-type: none"> - Increased operating costs (e.g., inadequate water supply for hydroelectric plants or to cool nuclear and fossil fuel plants) - Increased capital costs (e.g., damage to facilities) - Reduced revenues from lower sales/output - Increased insurance premiums and potential for reduced availability of insurance on assets in "high -risk" locations

Type	Climate-Related Opportunities ³³	Potential Financial Impacts
Resource Efficiency	<ul style="list-style-type: none"> - Use of more efficient modes of transport - Use of more efficient production and distribution processes - Use of recycling - Move to more efficient buildings - Reduced water usage and consumption 	<ul style="list-style-type: none"> - Reduced operating costs (e.g., through efficiency gains and cost reductions) - Increased production capacity, resulting in increased revenues - Increased value of fixed assets (e.g., highly rated energy-efficient buildings) - Benefits to workforce management and planning (e.g., improved health and safety, employee satisfaction) resulting in lower costs
Energy Source	<ul style="list-style-type: none"> - Use of lower-emission sources of energy - Use of supportive policy incentives - Use of new technologies - Participation in carbon market - Shift toward decentralized energy generation 	<ul style="list-style-type: none"> - Reduced operational costs (e.g., through use of lowest cost abatement) - Reduced exposure to future fossil fuel price increases - Reduced exposure to GHG emissions and therefore less sensitivity to changes in cost of carbon - Returns on investment in low-emission technology - Increased capital availability (e.g., as more investors favor lower-emissions producers) - Reputational benefits resulting in increased demand for goods/services
Products and Services	<ul style="list-style-type: none"> - Development and/or expansion of low emission goods and services - Development of climate adaptation and insurance risk solutions - Development of new products or services through R&D and innovation - Ability to diversify business activities - Shift in consumer preferences 	<ul style="list-style-type: none"> - Increased revenue through demand for lower emissions products and services - Increased revenue through new solutions to adaptation needs (e.g., insurance risk transfer products and services) - Better competitive position to reflect shifting consumer preferences, resulting in increased revenues
Markets	<ul style="list-style-type: none"> - Access to new markets - Use of public-sector incentives - Access to new assets and locations needing insurance coverage 	<ul style="list-style-type: none"> - Increased revenues through access to new and emerging markets (e.g., partnerships with governments, development banks) - Increased diversification of financial assets (e.g., green bonds and infrastructure)
Resilience	<ul style="list-style-type: none"> - Participation in renewable energy programs and adoption of energy-efficiency measures - Resource substitutes/ diversification 	<ul style="list-style-type: none"> - Increased market valuation through resilience planning (e.g., infrastructure, land, buildings) - Increased reliability of supply chain and ability to operate under various conditions - Increased revenue through new products and services related to ensuring resiliency

Fonte: TCFD, Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, giugno 2017

- una migliore efficienza nell'utilizzo e nella gestione delle risorse;
- un progressivo risparmio in termini di costi, soprattutto in campo energetico, ricorrendo all'impiego di fonti rinnovabili e di tecnologie all'avanguardia;
- innovazione nella fornitura di prodotti e servizi, meglio rispondendo ad un cambio nelle preferenze dei consumatori e ponendo una maggiore enfasi su beni a basse emissioni, spesso acquisendo un vantaggio competitivo;
- diversificazione del proprio modello di business, accedendo a nuovi mercati oppure collaborando con governi, istituzioni finanziarie, imprenditori o comunità locali in progetti green;
- una miglior capacità di adattamento e di risposta ad un contesto in rapida evoluzione.

Come è possibile vedere in Figura 8, la Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD) ha efficacemente sintetizzato i principali rischi e

le principali opportunità associate al clima, fornendo alcuni esempi sui potenziali impatti finanziari.

Le misure per contrastare il cambiamento climatico: mitigazione e adattamento

Nella sezione precedente abbiamo fornito una panoramica dei rischi e delle opportunità generalmente legate al cambiamento climatico.

Va sottolineato, inoltre, che il climate change può influenzare l'attività umana e le attività economiche con effetti di tipo diretto (danneggiamento/distruzione degli asset) o indiretto (calo della produttività e del reddito pro-capite nel lungo periodo per temperature medie più elevate, alterazioni del contesto socio-economico-culturale), con conseguenze che possono essere persino imprevedibili.

Quali sono quindi le misure per contrastare il cambiamento climatico e in che cosa si differenziano?

L'azione climatica è una sfida da affrontare su due fronti. Da un lato, è

necessario gestire le conseguenze che il nostro pianeta sta già subendo, mentre dall'altro, bisogna evitare che questi effetti diventino ancora più severi in futuro:

Adattamento

Le strategie di adattamento agiscono sulle conseguenze e si configurano come un processo di adeguamento agli effetti attuali e futuri dei cambiamenti climatici. L'obiettivo è, quindi, anticipare e minimizzare tali effetti avversi, implementando misure preventive e puntando a ridurre la vulnerabilità attuale e futura dagli impatti della crisi climatica.

Quando si parla di adattamento, troviamo tra le misure più diffuse:

- Scelte di localizzazione, come la realizzazione di infrastrutture in zone meno sensibili e meno esposte ad eventi climatici estremi;
- Misure preventive e precauzionali: piani di evacuazione, costruzione di difese per proteggersi dall'innalzamento del livello del mare,

gestione dell'emergenza;

- Ricerca e sviluppo;
- Strategie di gestione del rischio e di diversificazione.

Mitigazione

Le misure di mitigation, invece, vanno ad agire direttamente sulle cause del climate change, ovvero sulle emissioni di gas climalteranti. L'obiettivo è andare a prevenire o diminuire strutturalmente la concentrazione di gas serra nell'atmosfera, per frenare gli effetti futuri della crisi climatica.

Le strategie di mitigazione si concretizzano in azioni per ridurre le fonti di gas serra, focalizzandosi su:

- un aumento della quota di energie rinnovabili e della capacità energetica di soluzioni green;
- un miglioramento dell'efficienza energetica;
- un incentivo alla mobilità sostenibile e all'elettrificazione dei trasporti;
- l'introduzione di politiche mirate in tutti le regioni, come tasse sul

carbonio o sistemi di scambi delle emissioni (ETS);

- un incremento della capacità di assorbimento degli strumenti di stoccaggio di CO₂, tutelando la salute di suolo ed oceani o incrementando le aree forestali.

Pur essendo due approcci distinti a livello pratico, mitigazione e adattamento sono tra di loro interconnessi, in quanto le azioni di adattamento da qui al prossimo futuro dipenderanno significativamente dalle misure di mitigazione implementate oggi.

Seppure il pilastro della mitigazione abbia ricevuto storicamente più attenzione, l'impegno di governi e istituzioni si sta sempre più concentrando su entrambi i fronti: l'Articolo 7 dell'Accordo di Parigi, infatti, prevedeva linee guida per le politiche di adattamento globali - Global Goal on Adaptation - poi "rivitalizzato" nel corso della COP26 del 2021 e maggiormente regolamentato durante la COP28.

Come già sottolineato, i Paesi in via di sviluppo risentono maggiormente de-

gli eventi estremi e degli effetti a lungo termine del cambiamento climatico. È quindi imprescindibile una cooperazione internazionale e un supporto concreto da parte dei Paesi sviluppati, con fonti di finanziamento speciali per poter attenuare queste conseguenze negative.

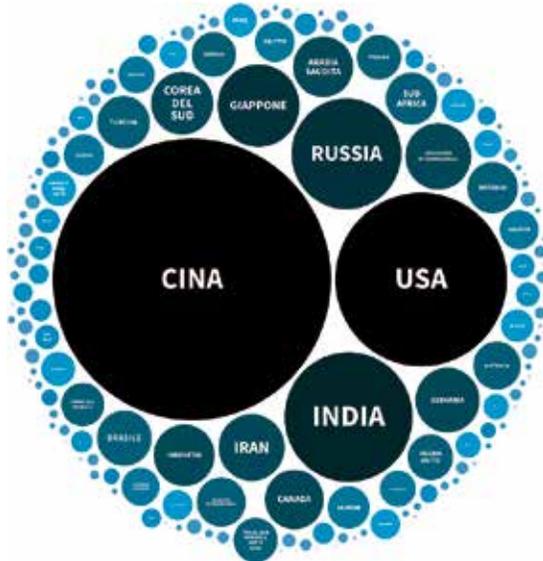
Emissioni globali e il concetto di "Net Zero"

L'Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), un gruppo di lavoro internazionale formato dalle Nazioni Unite, studia il surriscaldamento globale sin dalla fine degli anni '90, andando a pubblicare periodicamente dei rapporti di valutazione fondati sulla letteratura scientifica.

Il Sesto Rapporto di Valutazione, noto come AR6, è stato reso pubblico tra il 2021 e il 2023, con divulgazione di un report di sintesi a marzo del 2023. Questo assessment ha definitivamente sciolto ogni riserva sulle cause del surriscaldamento globale, attribuendone la responsabilità in maniera inequivocabile alle attività dell'uomo.

Figura 10

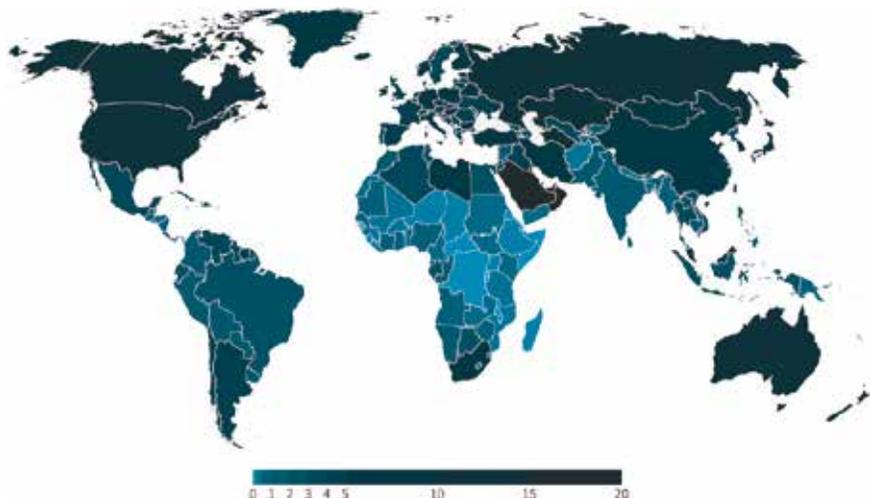
Chi emette più anidride carbonica? Emissioni totali per Paese (2021)



Fonte: Il Sole 24 Ore, estratto del report “CO₂ emissions of all world countries, 2022 report” della Commissione Europea

allevamento e deforestazione. La restante parte è attribuibile all'industria chimica e del cemento, che emettono oltre il 5% delle emissioni globali, e al trattamento dei rifiuti (3.2%). Tuttavia, stimare la provenienza delle emissioni non è un esercizio semplice e i numeri possono variare a seconda dei parametri utilizzati. Le economie che emettono più anidride carbonica al mondo sono Cina, Stati Uniti, Unione Europea, India, Russia e Giappone, che sulla base dei dati del 2021 rappresentano il 67.8% delle emissioni globali, il 50% circa

della popolazione mondiale e oltre il 62% del PIL. La Cina svetta di gran lunga in cima alla classifica, con 12.5 GtCO₂, ovvero oltre due volte e mezzo le emissioni degli Stati Uniti (4.8 giga tonnellate), mentre l'India ha prodotto nel 2021 circa 2.7 Gt di CO₂. Il ranking tende però a cambiare se prendiamo in esame le emissioni pro-capite, pesandole per la popolazione di ciascuna area geografica. Se è ormai appurato il forte legame tra crisi climatica ed emissioni di gas serra prodotte dalle attività dell'uomo, è di

Figura 11**Chi emette più anidride carbonica? Emissioni pro-capite in tonnellate di anidride carbonica (2021)**

Fonte: Il Sole 24 Ore, estratto del report “CO₂ emissions of all world countries, 2022 report” della Commissione Europea

vitale importanza che Paesi, governi, istituzioni e aziende mettano in campo piani concreti per ridurre la concentrazione di gas serra nell’atmosfera.

Per raggiungere gli obiettivi definiti dall’Accordo sul clima di Parigi e contenere l’aumento della temperatura media globale entro 1.5°C, le emissioni nette di carbonio dovrebbero essere azzerate entro il 2050, ciò che gli esperti definiscono “Net Zero”, lo zero netto.

Questo termine, al centro di ogni dibattito e negoziato sul clima, sottintende alla possibilità di ricorrere a strategie compensative, ad emissioni

negative, vale a dire strumenti che consentono di rimuovere la quantità di CO₂ e degli altri gas in eccesso nell’atmosfera.

È importante sottolineare che l’abbassamento delle emissioni complessive resta (e deve rimanere) il focus principale, in quanto una semplice compensazione delle emissioni non sarebbe abbastanza. Le due azioni devono andare, perciò, di pari passo.

Net Zero rappresenta, dunque, un equilibrio tra l’ammontare di gas serra rilasciato e rimosso/assorbito dall’atmosfera.

Figura 12

Project drawdown: misure per ridurre le emissioni di CO₂ attraverso i diversi settori



Fonte: Project Drawdown, 2023

A questo proposito, innovazione e investimenti in tecnologie green saranno fondamentali per poter raggiungere la neutralità carbonica entro la metà del secolo.

Le soluzioni di carbon capture, ad esempio, catturano l'anidride carbonica dall'atmosfera, andando a immagazzinarla nel suolo o nei mari, per poi

eventualmente riconvertirla in nuova energia pulita. Queste tecnologie potranno giocare una partita chiave nel percorso di decarbonizzazione, agendo da complemento a "serbatoi" naturali come foreste e oceani e rimuovendo i gas serra in maniera permanente. Le tecniche di cattura e rimozione del carbonio, ad ogni modo, sono anco-

ra troppo costose per poter essere implementate su larga scala, con progressi al momento limitati, anche se l'attività di sviluppo e il supporto da parte di governi e investitori privati è in larga crescita.

Se consideriamo tutte le misure attuali di rimozione delle emissioni nel loro complesso, sia quelle convenzionali (come la riforestazione) che tecnologiche (come la cattura del carbonio), esse sono in grado di assorbire sino a 2 miliardi di tonnellate l'anno: si tratta solamente dello 0.05% della capacità globale di rimozione.

Secondo i dati forniti da Net Zero Tracker, 151 Paesi e 1.042 aziende si sono al momento impegnati con obiettivi Net Zero o di neutralità climatica, attraverso dichiarazioni ufficiali o l'inclusione di commitment concreti nella propria strategia societaria.

In termini globali, questi numeri rappresentano il 92% del PIL e l'89% della popolazione mondiale, con una copertura dell'88% delle emissioni complessive.

Per poter opportunamente ridurre le emissioni di carbonio e raggiungere gli obiettivi di Net Zero, le aziende devono comprendere la natura delle emissioni, al fine di poter adottare strategie di azione per il clima che siano efficaci ed efficienti.

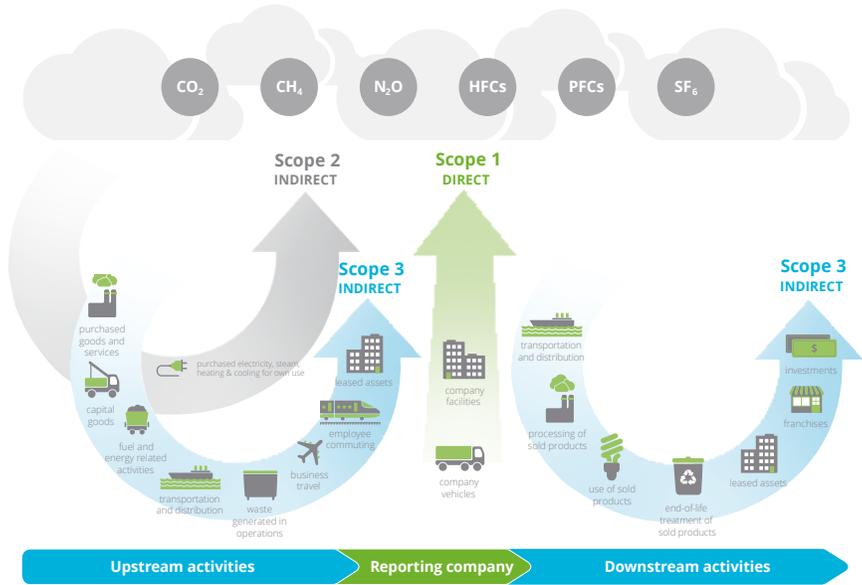
Il GHG Protocol Corporate Standard classifica le emissioni di gas ad effetto serra in Scope 1, Scope 2 e Scope 3.

Le emissioni di tipo Scope 1 sono quelle dirette, riconducibili a fonti di proprietà o controllate dall'azienda.

Con Scope 2, invece, si intendono le emissioni indirette ed esse rappresentano una delle principali fonti di emissioni globali di gas climalteranti. Ecco perché la valutazione e misurazione di questa categoria è particolarmente rilevante. Si parla di emissioni indirette poiché ci si riferisce ad emissioni derivanti da energia acquistata o acquisita dall'azienda, vale a dire l'elettricità consumata, il vapore, il calore o il raffreddamento.

Le emissioni Scope 2 comprendono, quindi, emissioni non di-

Figura 13
Classificazione delle emissioni: Scope 1, 2 e 3



Fonte: GHG Protocol

rette relative esclusivamente ad energia che proviene dall'esterno. Infine, la categoria Scope 3 identifica tutte le altre emissioni indirette associabili all'intera value chain di un'azienda, come le emissioni legate alla mobilità dei dipendenti o alla catena di approvvigionamento.

Le emissioni di tipo Scope 3 possono essere legate alle attività a monte (segmento upstream) o a valle (downstream) dell'azienda e spesso costituiscono la parte più rilevante dell'impronta di carbonio di una società, pur essendo fuori dal diretto controllo aziendale.

Di recente, si è iniziato a parlare anche di emissioni Scope 4, sebbene questa categoria non faccia ufficialmente parte del protocollo GHG. Le aziende più attente all'azzeramento delle emissioni nette e più avanzate stanno cominciando a quantificare l'impatto dei propri prodotti, da intendersi come le emissioni risparmiate e/o evitate dai loro clienti grazie alle performance dei beni forniti. Questo ulteriore step consentirebbe di stimare, a livello teorico, il grado di innovazione di un'azienda e le potenzialità di decarbonizzazione dei suoi prodotti.

In sintesi, per poter raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione di un'impresa non è sufficiente concentrarsi sulle emissioni dirette, ma è necessario affrontare l'impatto ambientale dell'intera catena del valore. Secondo CDP, infatti, le emissioni indirette sono in media 5,5 volte superiori a quelle di tipo Scope 1.

Il ruolo del settore finanziario

Sulla strada verso Net Zero, le istituzioni finanziarie possono giocare indubbiamente un ruolo centrale.

Innanzitutto, mobilitando capitali e risorse economiche a favore della decarbonizzazione, affiancando clienti e imprese nel processo di transizione, ma anche stimolando un nuovo approccio ai meccanismi di finanziamento, attraverso una maggiore collaborazione tra pubblico e privato, oltre che supportando concretamente iniziative di project finance o nel campo delle rinnovabili.

Se guardiamo agli obiettivi del Green Deal dell'Unione Europea, ad esempio, saranno necessari 350 miliardi

di euro all'anno fino al 2027 per consentire una riduzione delle emissioni di gas serra del 55% entro il 2030.

Parte di questi capitali, 100 miliardi di euro circa, saranno forniti dall'Unione Europea, lasciando quindi un divario di investimenti significativo, il cosiddetto "funding gap".

I restanti 250 miliardi di euro dovranno quindi arrivare dal settore privato: è qui che entra in gioco il sistema finanziario, un supporto indispensabile alla transizione climatica, raccogliendo i capitali necessari e allocandoli nella giusta direzione.

Nell'aprile del 2021, inoltre, è stata creata in partnership con la UNFCCC Race to Zero campaign la **Glasgow Financial Alliance for Net Zero**, che rappresenta oltre 675 istituzioni finanziarie di 50 Paesi diversi.

Glasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ) è una coalizione di enti finanziari leader a livello globale presieduta dall'ex governatore della Bank of England, Mark Carney, focalizzata sul favorire un'accelerazione

del percorso di decarbonizzazione. GFANZ raccoglie tutte le alleanze Net Zero lanciate nel corso degli anni, specifiche per attività finanziaria, con l'obiettivo di dettare le linee guida e gli strumenti per azzerare le emissioni nette di carbonio del settore entro la metà del secolo, passando per degli obiettivi intermedi al 2030.

In particolare, all'interno di GFAZN troviamo otto diversi network indipendenti:

- 1. Net-Zero Banking Alliance (NZBA)**, l'alleanza promossa dalle Nazioni Unite rivolta agli istituti bancari;
- 2. Net Zero Asset Owner Alliance (NZAOA)**, anch'essa indetta dall'ONU e di cui fanno parte gli investitori istituzionali, come fondi pensione e fondi sovrani;
- 3. Net Zero Asset Manager Initiative (NZAM)**, che rappresenta il settore dell'asset management;
- 4. Net-Zero Insurance Alliance (NZIA)**, rappresentativa delle imprese assicurative e sotto il "cappello" delle Nazioni Unite;
- 5. Net Zero Financial Service Providers Alliance (NZFSPA)**, un gruppo rivolto ai fornitori globali di servizi finanziari;
- 6. Paris Aligned Asset Owners (PAAO)**, un forum globale di investitori con l'obiettivo di allineare portafogli e attività ai target dell'Accordo di Parigi;
- 7. Net Zero Investment Consultants Initiative (NZICI)**, che racchiude società di consulenza finanziaria e di advisory;
- 8. The Venture Climate Alliance (VCA)**, rappresentativo delle imprese di venture capital.

I membri delle diverse alleanze hanno dichiarato ufficialmente il loro impegno per supportare la decarbonizzazione, collaborando attivamente, promuovendo best practice di settore e piani di transizione robusti. Il ruolo del settore finanziario sarà dunque imprescindibile per poter realizzare un'economia a basse

emissioni di carbonio, sostenibile ed efficiente in termini di risorse. Se si vuole davvero raggiungere Net Zero, i prossimi 5-10 anni saranno determinanti, ma sarà necessario un approccio innovativo alla mobilitazione dei capitali e un framework regolamentare adeguato, oltre che un coordinamento efficace.

Processo di transizione: analisi preliminare delle implicazioni per le principali asset class

Dopo aver delineato nelle sezioni precedenti i principali fattori di rischio climatici, le misure volte a contenere il cambiamento climatico e aver fornito una panoramica sui settori più "inquinanti" e quindi più esposti alla transizione, ha senso ora focalizzare l'attenzione sulle possibili implicazioni a livello di asset class.

Il percorso di decarbonizzazione, infatti, può avere un impatto diverso sulle singole classi di investimento, che varierà a seconda delle modalità con cui si realizzerà la transizione. Un processo lento e ad ostacoli avrà

sicuramente esiti diversi rispetto ad una implementazione ordinata, con il rispetto degli impegni presi dai governi.

La Tabella 2 mostra un assessment preliminare delle possibili ripercussioni sulle principali asset class, con uno sguardo sia ai mercati quotati che privati, ipotizzando tre possibili scenari:

1. **Base Case:** +2.0-3.0°C entro il 2100, con il raggiungimento degli obiettivi dichiarati al 2030, ma senza un ulteriore significativo commitment;
2. **Downside Case:** +3.0-4.0°C entro il 2100, mancato rispetto dei target al 2030 e insufficienti misure di mitigazione e adattamento;
3. **Upside Case:** +1.5-2.0°C, momentum positivo a favore di un'azione climatica coordinata, con coinvolgimento sia del settore pubblico che privato, elevata innovazione e investimenti in tecnologie green.

Tabella 2
Assessment per asset class: vincitori e vinti

	Base case	Dowside case	Upside case
Public Equities	 Most preferred asset class within this scenario: corporations supporting the green transition are favored, while carbon-intensive assets and Climate Transition Risk (CTR) laggards are at risk	 Corporations exposed to higher physical risk to suffer, while late and sudden policy changes could disrupt some business models. Low changes to the status quo to support EM/value sectors (e.g. oil & gas)	 Best way to capitalize on the growing net zero investments needs: steep ESG premium for transformative/enabling corporations, impact solution providers grow faster and CTR Leaders are favored
Public Debt	 Financing advantageous for enabling and transformative corporations, while the disorderly transition could impact carbon-intensive business models	 Carbon-intensive businesses still to benefit relatively, but then impacted if late/sudden policy changes come in. No difference in spreads between transition laggards/leaders	 Low expected rates for the most advanced and transformative corporations, green bonds also in favor
Sovereign Bonds	 Similar profile to public debt	 Similar profile to public debt, but higher and more costly funding needs for climate adaptation	 Similar profile to public debt
Private Equity	 More value generation expected for shareholders and solutions for sectors hard to decarbonize see higher returns vs. public equity (however with a higher risk of failure)	 Higher rate of failure for early-stage corporations, finding it hard to raise equity and to reach commercialization. Anyway, resilience providers to grow	 Highest value generation for shareholders: climate tech aligned investments are favored, higher growth for resilience/impact solution providers
Commodities	 High demand for some precious metals (e.g. nickel, neodymium and cobalt), but still modest impact on copper/silver/platinum from energy transition/electrification	 Energy transition/ electrification do not move the demand needle (e.g. for copper), with commodity prices still determined by the economic cycle	 All precious and base metals experience meaningful increase in demand from energy transition/electrification
Infrastructure Equity	 Renewables to grow and green transport/energy infrastructure gradually become investable. Carbon-intensive infrastructure at risk due to a progressive exit	 The adoption of ancillary, green technologies fails to speed-up, thereby delaying the phase-out of carbon-intensive infrastructure. However, renewables to grow	 Renewables to accelerate and green infrastructure technologies rapidly mature, leading to a high-speed decarbonization of transport/energy sectors

	Base case	Dowside case	Upside case
Infrastructure Debt	 Continuous credit spread compression for renewables, while carbon-intensive infrastructure spreads widen only gradually. Emerging infrastructure projects (e.g. EV recharging) gradually become financeable	 Continued focus on financing renewables but emerging infrastructure technologies fail to mature to support sufficient financing flows for successful deployment	 Strong increase in financing flows for green infrastructure thanks to a de-risking of emerging infrastructure, facilitating tech deployment and contributing to relieving pressure on renewables credit spreads
Real Estate Equity	 'Brown' assets likely to attract a growing rental/capital value discount while the prime end of the market becomes increasingly characterized by energy efficient buildings	 'Brown' discount limited by lack of regulation enforcing minimum environmental performance standards. Short-term saving in capex offset by rising environmental risk for some assets	 Substantial difference in rental and capital value growth between assets which meet energy efficiency standards
Real Estate Debt	 Growth in market for green loans for retrofit and higher margins for 'brown' assets/those exposed to growing impacts of climate change	 Less demand for green loans as occupiers and investors not sufficiently incentivized to retrofit buildings. Limited margin expansion for 'brown' assets	 Strong demand for green loans to fund retrofitting requirements. Higher margins required for loans made to 'brown' assets

Fonte: DWS Investment GmbH, dati a Febbraio 2022. Risultati basati su ipotesi, valutazioni e analisi interne

L'analisi evidenzia quali asset class, settori o aziende trarranno maggior beneficio dalla transizione low-carbon all'interno di ciascun scenario e quali ambiti, al contrario, saranno particolarmente penalizzati.

Il ritmo della transizione, la tipologia di azione climatica (coordinata o meno), il livello di innovazione tecnologica e le preferenze e attitudini dei consumatori determineranno l'impatto concreto e le opportunità di investimento all'interno di ciascuna classe di attivo.

Nel 2018, al World Economic Forum di Davos, il CEO di Mahindra Group - la multinazionale indiana produttrice di automobili - definì il cambiamento climatico come *"la più grande opportunità economica e finanziaria del secolo"*, quasi in maniera provocatoria. La transizione può senza dubbio determinare delle interessanti opportunità per i portafogli: sta all'investitore capire quale possa essere lo strumento più adeguato per poterle cogliere.

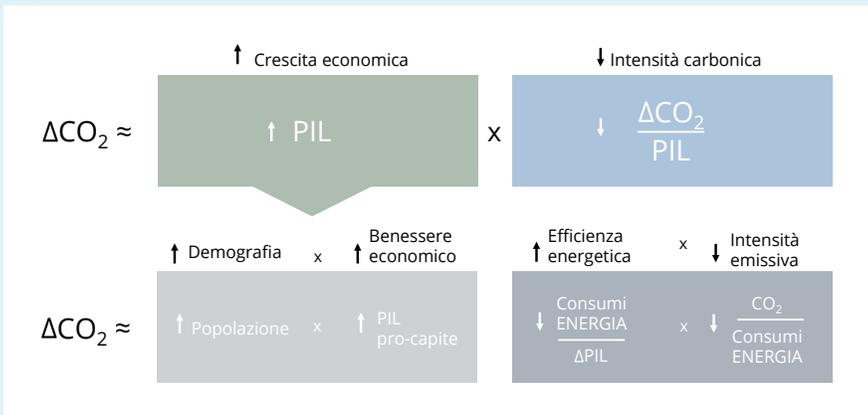
Clima e sostenibilità economica

a cura del prof. Mario Noera, Fellow professor Università Bocconi e Senior Climate Advisor Anima

1. A quali condizioni la lotta al riscaldamento climatico è compatibile con la crescita economica?

La relazione che lega crescita economica, consumi di energia ed emissioni di gas serra è ben sintetizzata dalla cosiddetta "Equazione di Kaya" (o Kaya Identity, dal nome della ricercatrice che per prima la utilizzò nel 1997), che mette in relazione la crescita delle emissioni di gas serra con quella del PIL mondiale e mostra che l'aumento delle emissioni può essere contrastato solo da una proporzionale diminuzione delle emissioni per unità di prodotto. Più alto è il PIL pro-capite, maggiore è anche il corrispondente utilizzo pro-capite di energia. L'aumento del reddito medio pro-capite ha, a sua volta, un effetto tanto più ampio quanto più numerosa è la popolazione che ne gode.

Kaya identity

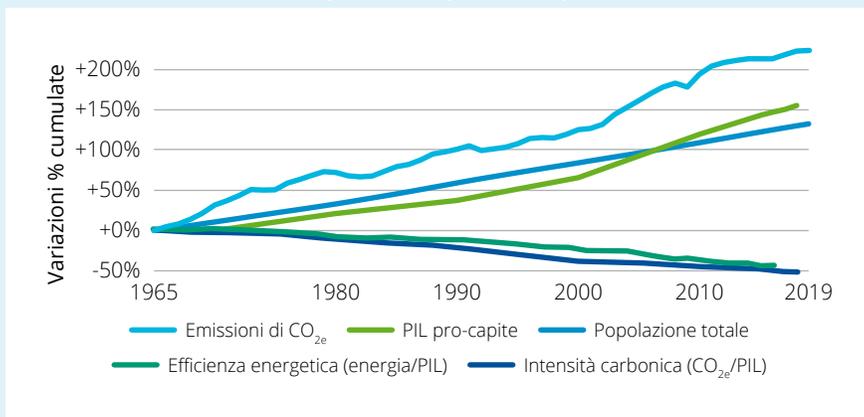


Fonte: IPCC 1997

La crescita del PIL smetterebbe di produrre CO₂ se a ogni euro di PIL prodotto corrispondesse una proporzionale diminuzione dell'energia impiegata (cioè una maggiore efficienza energetica) e se, nel contempo, l'energia utilizzata fosse prodotta da fonti rinnovabili.

Purtroppo, finora, a livello globale, la crescita della popolazione e del PIL pro-capite non hanno trovato sufficiente compensazione nella riduzione dell'intensità carbonica di ogni dollaro di PIL.

Le varianti delle emissioni globali: Kaya identity



Fonte: Global Carbon Budget (2023) e altre fonti

L'equazione di Kaya ci dice che, in totale¹, il salto di trasformazione energetica e tecnologica necessario per azzerare le emissioni entro il 2050 dovrà infatti essere 4-5 volte superiore a quello realizzato finora.

¹ La popolazione mondiale (che è oggi di 7,7 miliardi di persone) è prevista aumentare, nei prossimi 30 anni, di un ulteriore 25% (0,8% medio annuo), portando la popolazione mondiale al record di 9,7 miliardi entro il 2050. Nello stesso arco di tempo, il reddito pro-capite medio mondiale è atteso raddoppiare (+2,5% medio annuo). Anche solo per annullare l'effetto inerziale sulle emissioni dell'aumento della popolazione e del reddito, il miglioramento compensativo dell'efficienza energetica e della sostituzione delle fonti fossili deve cioè essere tre-quattro volte più efficace rispetto ad oggi (-3,5% GHG/PIL all'anno). Alla neutralizzazione degli effetti di crescita inerziale (dovuti a popolazione e PIL) si devono però ora aggiungere anche gli obiettivi di taglio progressivo delle emissioni dai 53 GtCO_{2e} attuali a 0 entro il 2050 (-8% all'anno).

2. Quali sono le azioni necessarie per la transizione energetica?

In linea generale, gli assi portanti delle politiche di decarbonizzazione delle economie sono quattro:

1. la riduzione della domanda finale di energia (attraverso la riduzione degli sprechi e l'adozione di tecnologie più efficienti);
2. l'abbandono totale delle fonti fossili e la sostituzione con fonti rinnovabili soprattutto nella produzione di energia elettrica;
3. l'elettificazione dei principali consumi di energia;
4. l'incremento degli assorbimenti di CO₂.

Per raggiungere zero emissioni entro il 2050 sono cioè necessari sia interventi sulla produzione di energia - aumentando la produzione da fonti rinnovabili, potenziando le infrastrutture di distribuzione e investendo nella ricerca - sia interventi sulla domanda e sui consumi, agendo sui settori dei trasporti, immobiliare e industriale.

Dovranno infine essere gestiti sia gli assorbimenti naturali di CO₂, sia gli assorbimenti artificiali, attraverso l'ulteriore sviluppo delle tecnologie di cattura, di stoccaggio e di riutilizzo della CO₂.

L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA) stima che, a livello globale, gli investimenti necessari da qui al 2030 per azzerare le emissioni nette dovranno essere ogni anno dell'ordine del 4,5% del PIL mondiale (ossia circa 5-6mila miliardi di dollari all'anno)².

3. Come si dovrebbe valutare la sostenibilità economica della transizione climatica?

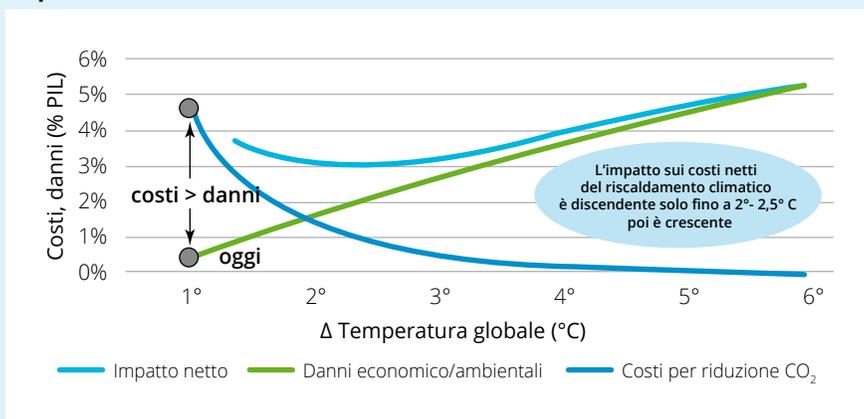
Secondo il premio Nobel per l'Economia 2018 William Nordhaus il tempo utile prima di esaurire le risorse naturali è questione di pochi decenni. Lo sviluppo economico, infatti, non solo consuma risorse, ma genera anche le cosiddette "esternalità" negative (cioè effetti collaterali dannosi, come appunto il riscaldamento climatico). Il riscaldamento provoca danni economici crescenti che incidono sulle potenzialità di crescita economica. Nei modelli di Nordhaus, lo sviluppo economico genera cioè esso stesso i propri limiti. Le economie di mercato si basano sul presupposto che i prezzi relativi fungano da regolatori e che il consumo di merci o risorse scarse venga ridotto dal progressivo aumento del loro prezzo. Poiché però le emissioni e l'inquinamento non hanno un prezzo monetario, non vi è alcun meccanismo automatico che le limiti (e il loro aumento appare falsamente

² IEA, "Net-Zero by 2050. A Roadmap for the Global Energy Sector" (July 2021), <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050>

privo di conseguenze). Secondo Nordhaus, il riscaldamento climatico diventa “insostenibile” dal punto di vista economico quando i danni che provoca diventano superiori ai costi necessari per contenerlo.

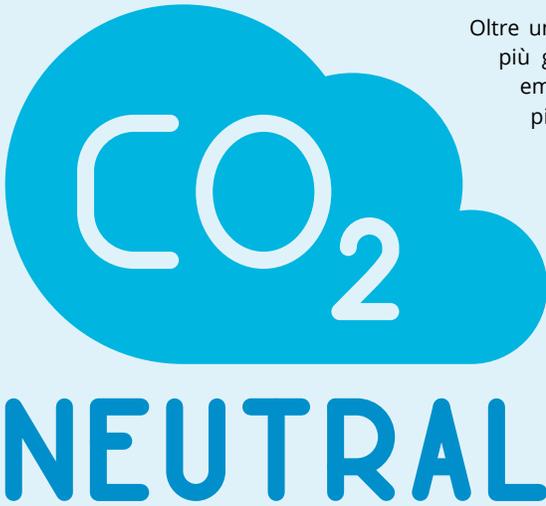
Il modello matematico di Nordhaus è complesso³, ma la sua logica è intuitiva. Finché i costi di contrasto al riscaldamento appaiono più alti dei danni, l’incentivo ad avviare azioni di contrasto efficaci rimane debole. La temperatura però cresce e, con essa, anche l’incidenza dei danni climatici. I conti originari di Nordhaus erano pionieristici ed approssimati, ma indicano che costi e danni (espressi in % del PIL) si bilanciano attorno a un riscaldamento terrestre di circa 2°-2,5°C. A questo livello di temperatura, l’impatto economico netto del riscaldamento (dato dalla somma algebrica di danni e costi di mitigazione) è al minimo. Oltre quel livello l’impatto economico netto sale sempre più rapidamente. Esiste quindi una soglia di “sostenibilità” del riscaldamento globale non solo biologica e fisica, ma anche economica.

Impatti economici del cambiamento climatico



Fonte: W.Nordhaus, «The Climate Casino» (2013) pp. 205-219

³ Cfr. W.Nordhaus, “A Question of Balance. Weighting the Options on Global Warming Policies” (2008)



Oltre un certo livello di riscaldamento, più gli interventi di riduzione delle emissioni sono tardivi e inefficaci, più elevato ne è il costo economico netto. Le simulazioni dell'IPCC (l'agenzia ONU per lo studio dei cambiamenti climatici) collocano quella soglia di riscaldamento non lontano dalle simulazioni di Nordhaus: la soglia limite di riscaldamento oggi accettata dalla scienza (e fatta propria dagli Accordi di Parigi) è infatti sotto i 2°C (e possibilmente non oltre 1,5°C). Per raggiungere quell'obiettivo, le emissioni nette globali di gas serra devono

essere azzerate entro la metà di questo secolo. Gli investimenti globali necessari per il raggiungimento dell'obiettivo di emissioni nette nulle entro la metà del secolo devono essere, nei prossimi 10 anni, di un ordine di grandezza pari al 4,5% del PIL mondiale (ovvero 5.000-6.000 miliardi di \$ all'anno). A fronte di queste cifre ingenti, è però necessario anche conteggiare i danni: se non si interviene tempestivamente, le perdite annue dovute ai danni climatici sono stimate in un ordine di grandezza quasi doppio rispetto a quello degli investimenti e possono arrivare, entro la fine del secolo all'8%-10% del PIL mondiale.

**L'Agenzia Internazionale
per l'Energia stima che,
a livello globale,
gli investimenti necessari
da qui al 2030
per azzerare le emissioni nette
dovranno essere
ogni anno dell'ordine del 4,5%
del PIL mondiale**

CAPITOLO 2

PRODOTTI REGOLAMENTARI SU RISCHIO CLIMATICO

di Michelangelo Bruno, CFA

Nel corso degli ultimi anni uno dei punti di attenzione dei policy makers a livello europeo è stato il trattamento prudenziale del rischio climatico all'interno del framework regolamentare delle banche e società di investimento. Numerose sono state le iniziative messe in atto dalle autorità regolamentari e di supervisione europee in tale ambito. I paragrafi che seguono illustrano le principali iniziative lanciate nel corso dell'ultimo triennio dall'autorità bancaria europea (ABE). Il secondo paragrafo si focalizza sulle iniziative dall'ABE relative al primo pilastro del framework regolamentare. Il terzo su quelle di secondo pilastro e il quarto su quelle di terzo pilastro. Seguono le conclusioni

Report Autorità Bancaria Europea su "Environmental and social risks in the prudential framework"

Il report sul ruolo dei rischi ambientali e sociali nel quadro normativo

prudenziale bancario e finanziario pubblicato dall'Autorità Bancaria Europea (ABE) a ottobre 2023 ha l'obiettivo di valutare la capacità dell'attuale quadro regolamentare di cogliere i fattori di rischio climatici e sociali e di conseguenza verificare che il sistema bancario europeo sia sufficientemente capitalizzato anche per coprire questi nuovi rischi. Il report non ha una valenza regolamentare ma intende informare il lavoro della Commissione e del Parlamento Europeo per la revisione del pacchetto di norme prudenziali in materia bancaria: Capital Requirements Regulation, CRR III e Capital Requirements Directive, CRD VI. Altri stakeholders interessati ai risultati del report sono le stesse banche, gli investitori, le società di rating ESG e il pubblico in generale. I risultati del report evidenziano che l'attuale quadro normativo prudenziale già recepisce attraverso diversi canali (ad esempio attraverso l'utilizzo dei modelli interni per il calcolo dei requisiti di

capitale) i rischi climatici e sociali; la raccomandazione formulata dall'ABE è pertanto quella di effettuare dei cambiamenti mirati e limitati al quadro normativo vigente. È importante sottolineare che il report si focalizza sui requisiti di primo pilastro che sono applicabili indistintamente a tutte le banche.

Quello che emerge dal rapporto è anche la necessità di considerare i rischi climatici e sociali anche nell'ambito della valutazione dei rischi di secondo pilastro (c.d. Supervisory Review and Evaluation Process, SREP).

Il report rileva chiare difficoltà ad emendare il quadro normativo vigente derivanti da diversi fattori, quali ad esempio: la scarsa disponibilità di dati da parte delle banche e società di investimento, ragion per cui sono state implementate una serie di iniziative di terzo pilastro (cfr. infra) volte a migliorare la trasparenza e reporting prudenziale, la natura forward-looking di questi rischi che fa sì che le evidenze de-

rivanti dall'analisi delle serie storiche potrebbero non essere del tutto predittive dei fenomeni futuri. L'Autorità analizza anche la necessità di inserire all'interno del quadro normativo dei c.d. "supporting factors" (i.e. green supporting factor o brown penalising factor); in sostanza si tratta di fattori di penalizzazione o di sostegno per le esposizioni creditizie bancarie simili ai fattori di supporto volti a favorire la concessione del credito bancario alle PMI già presenti all'interno della CRR, concludendo che attualmente non è raccomandabile inserire tali fattori nel quadro normativo di primo pilastro in virtù della carenza dei dati a disposizione. Per garantire un equo trattamento, l'ABE ha ritenuto opportuno effettuare le stesse raccomandazioni sia per banche che società di investimento.

Linee guida su Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) per banche e società di investimento

Le linee guida SREP per banche e società di investimento emanate dall'ABE rispettivamente a fine 2022 e inizio 2023 sono dei prodotti regolamentari inerenti i requisiti di capitale di secondo pilastro e pertanto sono indirizzati alle Autorità di Vigilanza di banche e società di investimento a livello europeo.

In questi prodotti regolamentari l'analisi dei principi ESG è stata introdotta nell'ambito della valutazione del business model della società vigilata (i.e. banca o società di investimento). In particolare, viene richiesto alle Autorità di Vigilanza di valutare la corretta applicazione di tali principi all'interno dei processi aziendali. Nel caso delle società di investimento, inoltre, l'ABE ha inteso complementare quanto già inserito all'interno dell'analisi del business model con un report "On incorporation of ESG risks in the supervision of investment firms". In questo report si raccomanda una introduzione graduale e proporzionata di rischi relativi ai fattori ESG

anche nel quadro della valutazione dell'internal governance e dei rischi per il capitale della società.

Prodotti regolamentari di terzo pilastro

Nel corso degli ultimi anni gli sforzi del regolatore sono stati principalmente volti ad aumentare la trasparenza in materia di rischi ESG. Tale approccio, infatti, garantisce da un lato una maggiore presa di consapevolezza da parte degli investitori e dall'altro agevola la creazione di una base dati da parte di banche e società di investimento che è funzionale ad indirizzare le scelte di policy come già evidenziato a inizio capitolo. Tra le iniziative più importanti implementate a livello europeo, l'emanazione da parte dell'ABE degli ITS su "Pillar 3 disclosures on ESG risks" che integrano le informazioni inerenti queste fonti di rischio all'interno del reporting prudenziale a cui sono soggette banche e società di investimento. Un altro prodotto regolamentare

rilevante emanato da tutte e tre le Agenzie di Supervisione Europee (ABE, ESMA ed EIOPA) sono gli “Joint Regulatory Technical Standards on ESG disclosure standards for financial market participants” che invece mirano ad aumentare la trasparenza dei prodotti finanziari a favore di mercato e investitori in materia di rischi ESG.

Conclusioni

Il report sui rischi climatici e sociali emanato dall'ABE a fine 2023 evidenzia che allo stato attuale è prematuro apportare delle modifiche al quadro normativo prudenziale europeo per banche e società di investimento. D'altra parte è evidente che queste fonti di rischio possono già essere opportunamente considerate dalle Autorità di Vigilanza nel quadro normativo di secondo pilastro (i.e. all'interno del Supervisory Review and Evaluation Process, SREP). La modifica del quadro regolamentare di primo pilastro, saldamente incardinato su una lo-

gica empirico/scientifica, impone la creazione di un'adeguata base dati sulla quale fondare le analisi. Per tale ragione, gli sforzi profusi dal legislatore nel corso degli ultimi anni sono stati prevalentemente volti ad aumentare la trasparenza rispetto a questo fenomeno.

**Nel corso degli ultimi anni
gli sforzi
del regolatore
sono stati principalmente
volti ad aumentare
la trasparenza
in materia
di rischi ESG**

Fra sostenibilità o rendimento, cosa preferiscono gli italiani?

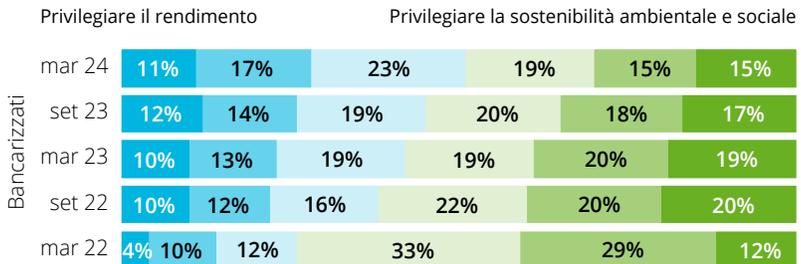
a cura di Matteo Tagliaferri - Responsabile Comunicazione e Marketing - Anima SGR

Dal 2012, per approfondire le tendenze, le abitudini e le necessità delle famiglie italiane in termini finanziari, di risparmio e investimenti, è attivo l'Osservatorio ANIMA.

L'Osservatorio conduce un'indagine semestrale, in collaborazione con le società di ricerche di mercato Eumetra e Dogma Research, su un campione di più di mille individui adulti "bancarizzati" - cioè titolari di un conto corrente bancario/libretto bancario/postale - di cui la metà sono anche investitori.

Meglio la sostenibilità o il rendimento?

Ci sono persone più attente al risultato finanziario ed altre più interessate a capire la qualità della sostenibilità dei fondi ESG e delle aziende in cui investono. Qual è la sua posizione personale?



Fonte: Osservatorio ANIMA, marzo 2024; risposte: scala da 1 (privilegiare soprattutto il rendimento finanziario, i fattori di sostenibilità ambientale e sociale devono restare secondari) a 6 (privilegiare soprattutto i fattori di sostenibilità ambientale e sociale anche rinunciando se necessario ad una parte significativa del rendimento finanziario)

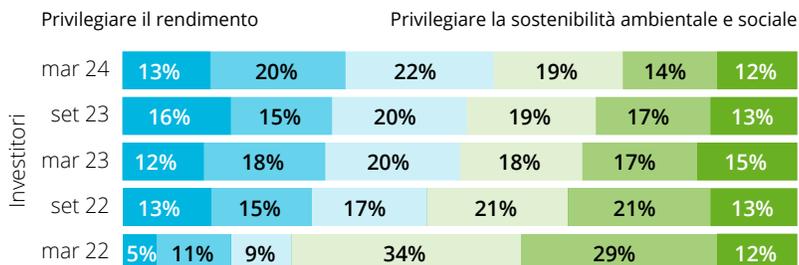
L'analisi è rappresentativa di una popolazione di circa 35 milioni di persone ed è condotta secondo la metodologia CAWI (Computer Assisted Web Interviewing). Nel tempo, l'Osservatorio ha dato vita a un monitoraggio costante sul sentiment sulla situazione personale e quella del Paese, la percezione degli effetti del cambiamento di diverse variabili macroeconomiche come l'inflazione, la propensione all'investimento e le asset class preferite.

Da diversi anni, una sezione dell'Osservatorio è dedicata alla sostenibilità, con numerose domande mirate a sondare le preferenze degli italiani in termini di consumi, conoscenza dei termini e dei prodotti di investimento ESG, evoluzione della normativa finanziaria e non.

L'edizione primavera 2024 dell'Osservatorio ANIMA dipinge un quadro in chiaroscuro sull'attenzione degli italiani ai temi di sostenibilità e climate change. Che il cambiamento climatico sia un fenomeno reale e i suoi effetti siano visibili già oggi appare ormai una verità fuori di discussione, sebbene una minima percentuale del campione si ostini a negarlo. Posti di fronte all'affermazione "il cambiamento climatico è reale e i suoi effetti si vedono già

Meglio la sostenibilità o il rendimento?

Ci sono persone più attente al risultato finanziario ed altre più interessate a capire la qualità della sostenibilità dei fondi ESG e delle aziende in cui investono. Qual è la sua posizione personale?



Fonte: Osservatorio ANIMA, marzo 2024; risposte: scala da 1 (privilegiare soprattutto il rendimento finanziario, i fattori di sostenibilità ambientale e sociale devono restare secondari) a 6 (privilegiare soprattutto i fattori di sostenibilità ambientale e sociale anche rinunciando se necessario ad una parte significativa del rendimento finanziario)

oggi”, l’86% dei bancarizzati e degli investitori hanno risposto di essere “abbastanza” o “molto” d’accordo, mentre l’84% dei primi e l’85% dei secondi sono inoltre convinti che questo fenomeno sia da ascrivere alla responsabilità dell’uomo.

Questa attenzione al tema dei cambiamenti climatici è testimoniata anche dalla crescente attenzione alle decisioni di consumo sostenibili e a basso impatto socio-ambientale, come dimostra la crescita della percentuale di chi ritiene queste scelte “molto” o “abbastanza” importanti, in aumento dall’80 all’84% fra i “bancarizzati” e dall’85 all’86% fra gli investitori rispetto al semestre precedente (settembre 2023).

Se si estende l’analisi ai prodotti finanziari, si nota come la consapevolezza del fatto che diverse società di investimento offrano fondi ESG si sia ormai attestata su livelli più o meno stabili: la percentuale di chi non ha mai sentito parlare di queste soluzioni è scesa dal 42 di settembre 2023 al 41% di marzo 2024 (era del 45% nel marzo 2023) fra i bancarizzati, mentre nello stesso arco temporale fra gli investitori è leggermente risalita dal 22 al 24% (era del 31% a marzo 2023). Per contro, il 47% di chi ha un conto corrente o un libretto di risparmio o postale, e il 56% di chi investe, conosce i fondi ESG ma non vi ha mai investito; poco più di un bancarizzato su 10 e due investitori su 10, invece, li conoscono per averci investito.

Particolarmente interessante è poi l’analisi delle risposte di chi è posto di fronte alla scelta fra privilegiare il rendimento finanziario rispetto ai fattori di sostenibilità ambientale e sociale, o preferire questi ultimi anche rinunciando a una parte significativa del primo.

In quest’ambito, da ormai due anni l’ago della bilancia si sta spostando in direzione del rendimento. Se nel marzo 2022 il 41% dei bancarizzati e degli investitori affermava di ritenere la sostenibilità abbastanza o molto più importante del rendimento, nel tempo questa percentuale è progressivamente diminuita fino a ridursi, per le due categorie, al 30 e al 26% attuali. Un’evoluzione che fotografa la necessità di un maggiore equilibrio fra i due fattori e che inquadra bene l’esigenza di investire secondo i propri valori, conservando al tempo stesso la possibilità di ottenere un ritorno economico adeguato.

Alla luce di questi dati, si comprenderà come la platea degli italiani con accesso al sistema bancario o che già hanno investito il proprio patrimonio in uno o più prodotti finanziari non sia affatto disinteressata alla sostenibilità, che anzi conta sempre di più nelle loro scelte di consumo, come dimostra la tangibile preoccupazione per il cambiamento climatico e per i suoi effetti. Piuttosto, si evidenzia la necessità di una maggiore diffusione della conoscenza degli investimenti ESG presso le fasce di popolazione che ancora ne sono escluse e la richiesta di soluzioni finanziarie che riescano a soddisfare contemporaneamente le esigenze di sostenibilità e di rendimento.

**L'ultima edizione
dell'Osservatorio ANIMA
dipinge un quadro
articolato sull'attenzione
degli italiani ai temi
di sostenibilità
e climate change**

CAPITOLO 3

TARGET SETTING

di Michela De Luca, CFA ESG

La mitigazione e l'adattamento al cambiamento climatico rappresentano obiettivi di primaria importanza nell'ambito del piano di azione dell'Unione Europea volto a finanziare una crescita sostenibile. Secondo le analisi del "Gruppo Intergovernativo sul Cambiamento Climatico" (Intergovernmental Panel on Climate Change, di seguito "IPCC"), il riscaldamento globale sta provocando cambiamenti - in taluni casi irreversibili - nell'andamento delle precipitazioni, negli oceani e nei venti in tutte le regioni del mondo con ripercussioni, talvolta devastanti, su persone, ambiente e attività economiche.

All'interno del mondo bancario, finanziario e assicurativo, l'impegno fiduciario nei confronti di Clienti ed Investitori e, più in generale, degli Stakeholder richiede di affrontare in modo efficace le problematiche legate alla sostenibilità, con particolare riferimento ai rendimenti dei prodotti finanziari e agli emittenti in cui si investe per conto dei patrimoni gestiti. In questo contesto, il tema

della mitigazione e dell'adattamento al cambiamento climatico, come sopra specificato, riveste primaria importanza.

A tal fine, il settore del risparmio gestito, tenuto conto dei rischi derivanti dal cambiamento climatico nonché delle responsabilità e dell'impegno fiduciario nei confronti dei propri Clienti e Investitori, nel corso del mese di dicembre 2020 ha promosso l'avvio della "Net Zero Asset Managers Initiative" ("NZAMI"). La NZAMI rappresenta l'iniziativa promossa dai maggiori asset manager internazionali impegnati a sostenere l'obiettivo di raggiungere la neutralità delle emissioni nette di gas serra entro il 2050 (c.d. "Net Zero"). Questo obiettivo è in linea con gli impegni assunti dai Paesi che hanno sottoscritto l'accordo di Parigi, volto a contenere gli impatti del cambiamento climatico e a limitare il rialzo delle temperature entro 1,5°C non più tardi del 2050. Analogamente il settore bancario ha promosso la "Net Zero Banking Alliance" con l'obiettivo di accelerare

la transizione sostenibile nel settore bancario internazionale. La NZBA prevede che le banche aderenti all'iniziativa si impegnino ad allineare i propri portafogli di prestiti ed investimenti al raggiungimento dell'obiettivo di zero emissioni nette entro il 2050, in linea con gli Accordi di Parigi. Anche il settore assicurativo si è mosso nella stessa direzione sostenendo la Net Zero Insurance Alliance (NZIA), convocata dal Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente (UNEP). Dal suo lancio avvenuto nel 2021, la NZIA e i suoi partner hanno sviluppato dei framework e dei principi fondamentali per supportare i propri membri nel lavoro di decarbonizzazione dei loro portafogli assicurativi. La NZIA è stata convocata dai Principi per l'Assicurazione Sostenibile (PSI) delle Nazioni Unite: l'iniziativa del Programma Ambientale delle Nazioni Unite è la più grande collaborazione tra l'ONU e il settore assicurativo globale. L'impegno sottoscritto dai membri della NZIA è accreditato dalla Race to Zero delle Nazioni Unite

e l'alleanza è membro della Glasgow Financial Alliance for Net-Zero.

Gli Impegni Net Zero

Per raggiungere gli obiettivi climatici previsti entro il 2050 è fondamentale che il cambiamento coinvolga la società civile e tutti i settori produttivi, compreso naturalmente quello finanziario.

La comunità finanziaria a questo proposito ha un ruolo di primo piano in quanto ha la possibilità di accelerare i processi orientando più capitali verso modelli sostenibili, nuove tecnologie, investendo in aziende già coinvolte nella transizione a zero emissioni nette e guidando quelle che, seppur risultando meno sostenibili, si dimostrano concretamente pronte alla transizione.

Se da una parte l'Accordo di Parigi impegna i governi a creare quadri giuridici e misure concrete per la riduzione dei gas serra, dall'altra è essenziale che si realizzino anche progetti non governativi che contribuiscano in modo concreto al rag-

giungimento degli obiettivi di sostenibilità. A tal proposito nel settore dell'asset management nel Dicembre 2020 è stata lanciata la Net Zero Asset Managers Initiative (NZAMI) che si concretizza nell'impegno a garantire trasparenza e rigore nel raggiungimento sia nell'obiettivo di neutralità carbonica entro il 2050 ma anche di un ambizioso obiettivo intermedio di decarbonizzazione di una porzione dei patrimoni gestiti entro il 2030. Nell'ambito della Net Zero Asset Management Initiative, i firmatari si impegnano a identificare una quota parte degli attivi da gestire in linea con l'obiettivo "Net Zero" (c.d. "Portafoglio in Scope"), nell'intento di raggiungere traguardi ambiziosi di decarbonizzazione grazie a un piano di engagement propositivo nei confronti degli emittenti partecipati, in particolare quelli appartenenti a settori meno avanzati (c.d. "laggard") e maggiori investimenti in soluzioni per il clima (c.d. "Climate Solutions"). Più in dettaglio, gli impegni assunti con l'adesione a NZAMI sono quat-

tro. Due obiettivi sono considerati primari e sono obbligatori e riguardano (i) l'allineamento del "Portafoglio in Scope" allo scenario di zero emissioni nette entro il 2050 (c.d. "Asset Level Alignment Target") e (ii) il livello di decarbonizzazione del "Portafoglio in Scope" entro il 2030 (c.d. "Portfolio Level Reference Target"). Vi sono poi altri due target che sono considerati facoltativi, ma allo stesso modo importanti da comunicare in quanto contribuiscono a dare "concretezza" agli impegni assunti. Questi ulteriori target facoltativi riguardano (iii) lo sviluppo di una strategia di engagement focalizzata sulle società considerate "laggard" nel processo di decarbonizzazione (c.d. "Stewardship Target") e (iv) l'impegno ad investire in "Climate Solutions", ossia investimenti che concorrono direttamente al raggiungimento degli obiettivi di mitigazione e adattamento al cambiamento climatico. I firmatari della NZAMI si impegnano a pubblicare i loro obiettivi entro un anno dall'adesione.

Net Zero Investment Framework 1.5°C

Tra le metodologie consigliate da NZAMI per la definizione dei target "Net Zero" vi è il Paris Aligned Investment Initiative Net Zero Investment Framework 1.5°C (c.d. "NZIF")

Al fine di guidare la transizione degli emittenti inclusi nel "Portafoglio in Scope" verso "Net Zero", coerentemente con gli obiettivi di NZAMI, NZIF ha sviluppato le linee guida per l'implementazione di quattro obiettivi:

1. "Asset Level Alignment Target" riguarda la misurazione del grado di allineamento delle società in portafoglio allo scenario "Net Zero", secondo la seguente scala di valutazione:
 - "Achieving Net Zero" - società con livelli di emissioni già allineati alle traiettorie di decarbonizzazione settoriale e regionale dello scenario "Net Zero" e con piani di investimenti e modelli di business in linea con tale scenario;
 - "Aligned to a Net Zero pathway" - società allineate al percorso di decarbonizzazione richiesto dallo scenario "Net Zero" tramite la definizione di un impegno di lungo periodo (c.d. "Commitment"); target di decarbonizzazione di breve e medio periodo; la pubblicazione dei dati relativi alle proprie emissioni; lo sviluppo, anche parziale, di strategie di decarbonizzazione del modello di business; l'allineamento dei propri piani di capex allo scenario di "Net Zero";
 - "Aligning towards a Net Zero pathway" - società che si stanno allineando al percorso di decarbonizzazione richiesto dallo scenario "Net Zero" tramite la definizione di un impegno di lungo periodo (c.d. "Commitment"); target di decarbonizzazione di breve e medio periodo; la pubblicazione dei dati relativi alle proprie emissioni; lo sviluppo, anche parziale, di una strategia di decarbonizzazione del modello di business;

- “Committed to Aligning” - società che hanno dichiarato l’ambizione di allinearsi allo scenario “Net Zero” entro il 2050 attraverso un impegno di lungo periodo (c.d. “Commitment”);
- “Not Aligned” - società che non sono allineate al percorso di decarbonizzazione dello scenario “Net Zero” e non hanno ancora né dichiarato l’ambizione di volersi allineare né hanno definito target di breve e medio periodo;
- “No Data” - società per cui non sono disponibili informazioni che permettano la valutazione del grado di allineamento allo scenario “Net Zero”.

L’Asset Level Alignment Target ha come obiettivo principale il progressivo allineamento delle società del “Portfolio in Scope” allo scenario di zero emissioni nette entro il 2050. Affinché sia possibile il raggiungimento di tale obiettivo, la metodologia NZIF richiede che entro il 2040 tutte le società del “Portafoglio in Scope” siano valutate almeno “Achie-

ving Net Zero” e “Aligned to a Net Zero pathway”. Pertanto, il primo target richiede inizialmente la valutazione del grado di allineamento delle società che compongono il “Portafoglio in Scope” nell’anno di riferimento (c.d. “Baseline Year”) per identificare la percentuale di AuM che risulta associata a società considerate “Achieving Net Zero”, “Aligned to a Net Zero pathway” e “Aligning towards a Net Zero pathway”. Successivamente è necessario stimare la crescita al 2040 della percentuale di AuM riconducibile a questi tre gradi di allineamento.

Per permettere un monitoraggio costante di questa progressione, NZIF suggerisce di individuare degli interim target ogni 5 anni dal Baseline Year fino al 2040.

2. “Portfolio Level Reference Target” richiede di stimare la decarbonizzazione attesa del Portafoglio in Scope al 2030 e al 2050, in linea con l’obiettivo di zero emissioni nette entro il 2050; questo

obiettivo può essere espresso in termini assoluti o di intensità. NZIF suggerisce l'individuazione di target intermedi quinquennali al fine di monitorare nel tempo l'effettiva decarbonizzazione del portafoglio.

3. "Stewardship Target" prevede l'instaurazione di un dialogo tra le società di gestione del risparmio e gli emittenti considerati "laggard" nel processo di decarbonizzazione per incentivarli a raggiungere progressivamente un miglior grado di allineamento allo scenario "Net Zero" attraverso l'attuazione di opportune strategie di decarbonizzazione.
4. "Investment in Climate Solutions" prevede l'allocazione di una quota parte di AuM a investimenti che concorrono direttamente al raggiungimento degli obiettivi di mitigazione e adattamento al cambiamento climatico (c.d. "climate solution").

Scelte Preliminari per la definizione dei target

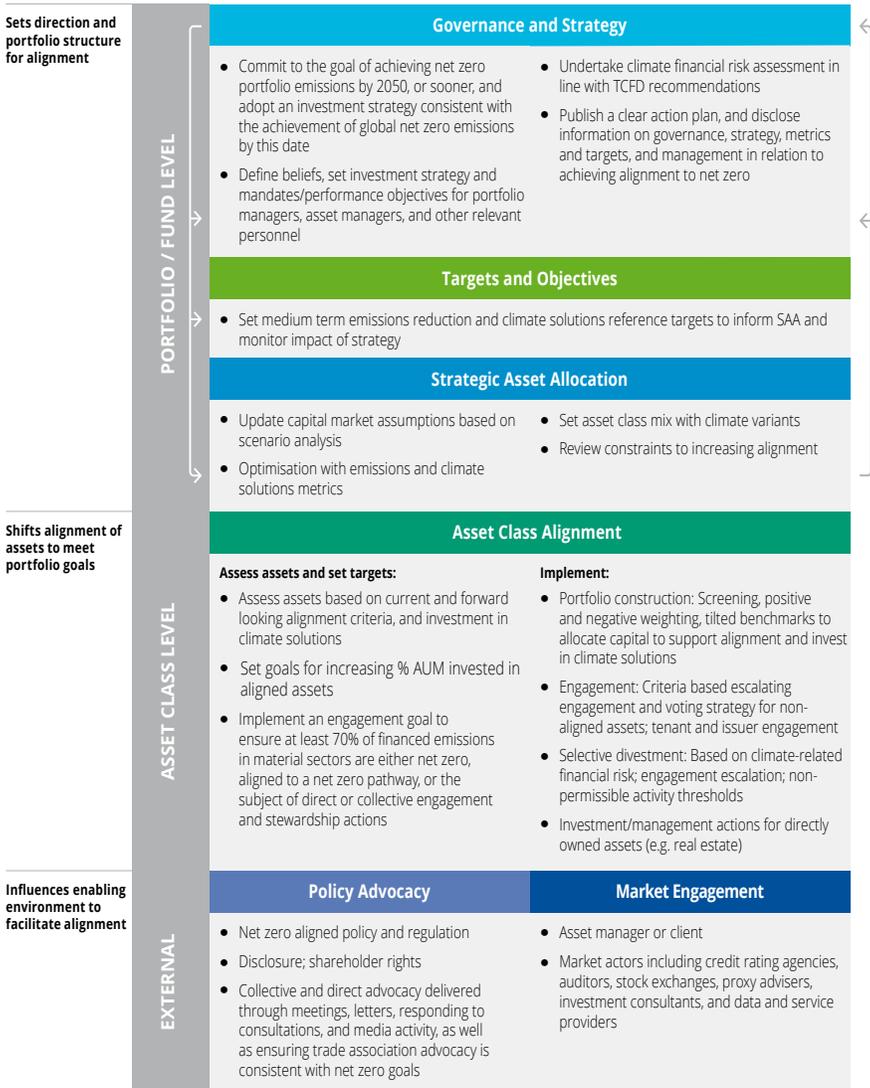
Definizione Perimetro

Il primo passo ed obiettivo del percorso "Net Zero" consiste nel definire la porzione di AuM da gestire in linea con lo scenario di neutralità carbonica (il "Portafoglio in Scope"): l'obiettivo è quello di aumentare progressivamente la porzione di AuM fino a coprirne il 100% entro il 2050.

Asset Class in Scope

Per la definizione del Portafoglio in Scope è necessario innanzitutto definire le asset class da includere. Ad oggi soltanto per le asset class di Listed Equity e Corporate Fixed Income esistono delle metodologie robuste e consolidate. Invece sono in corso di sviluppo le metodologie per le altre asset class come per i Governativi e Private Equity. Per quanto riguarda l'asset class dei Governativi ci sono nuove metodologie per la classificazione dei paesi rispetto al raggiungimento dell'obiet-

Figura 1
Principali componenti della metodologia NZIF



Fonte: Net Zero Investment Framework 1.5°C – Implementation Guide

tivo di Net Zero; tra questi i più rilevanti sono lo score di Germanwatch e l'ASCOR Project di TPI che verrà finalizzato e pubblicato entro la fine dell'anno 2023.

Per quanto riguarda invece gli strumenti derivati al momento non ci sono delle chiare linee guida su come considerarli e le metodologie di allineamento sono ancora in uno embrionale.

Baseline Year

A seguito della definizione del Portafoglio in Scope è necessario individuare il Baseline Year, ossia l'anno rispetto al quale vengono calcolati i target.

L'Institutional Investors Group on Climate Change ("IIGCC" - *The Institutional Investors Group on Climate Change è l'associazione europea degli investitori istituzionali sui temi del cambiamento climatico. IIGCC lavora per aiutare a definire le politiche pubbliche, le pratiche di investimento e i comportamenti aziendali al fine di affrontare i rischi e le opportunità*

a lungo termine associati ai cambiamenti climatici) suggerisce ai firmatari della NZAMI di far riferimento ad un anno comune (per quanto possibile il 2019) per permettere la comparabilità dei target tra i diversi firmatari. Scegliere come Baseline Year il 2019 implica far riferimento alla composizione del portafoglio al 31/12/2019.

È tuttavia necessario procedere a un ricalcolo del Portafoglio in Scope (c.d. "Re-baseline") in caso di cambiamenti significativi durante il periodo di riferimento nella composizione dello stesso (settoriale; relativi alla crescita dell'AuM o anche per effetto di operazioni straordinarie). Nello specifico, in caso di operazioni straordinarie, come acquisizioni che comportano un'evidente modifica del Portafoglio in Scope, dovrà essere presa la composizione dello stesso al momento dell'acquisizione.

Targets

Asset Level Alignment Target

L'obiettivo principale dell'Asset Level Alignment Target è il progressivo allineamento delle società del Portafoglio in Scope allo scenario di zero emissioni nette entro il 2050.

Per analizzare il grado di allineamento delle società, NZIF identifica 10 criteri di valutazione: 6 criteri considerati "fondamentali" e 4 criteri "addizionali".

I 6 criteri fondamentali per valutare l'allineamento di una società allo scenario "Net Zero" sono i seguenti:

1. **Ambition** - consiste nella definizione di un obiettivo di lungo periodo coerente con il raggiungimento di zero emissioni nette entro il 2050;
2. **Targets** - riguarda la determinazione di target di breve e medio periodo per la riduzione dei livelli di emissioni;
3. **Emissions performance** - valuta la performance dell'intensità attuale del livello di emissioni rispetto ai target precedentemente definiti;
4. **Disclosure** - riguarda la pubblica-

zione dei dati relativi al livello di emissioni della società;

5. **Decarbonisation Strategy** - consiste nella determinazione di una strategia di decarbonizzazione tramite un piano strategico per raggiungere gli obiettivi di riduzione delle emissioni ed eventualmente incrementare la quota parte di ricavi riconducibili ad attività ecosostenibili (c.d. "green revenues");
6. **Capital Allocation Alignment** - valuta la coerenza delle spese in conto capitale della società con il raggiungimento dell'obiettivo "Net Zero" entro il 2050.

NZIF prevede che le analisi di allineamento siano svolte per le società appartenenti ai settori considerati materiali per la transizione allo scenario di zero emissioni nette entro il 2050 (c.d. "Material Sector"), ossia settori rappresentati dai codici NACE (*la nomenclatura delle attività economiche produttive secondo una*

Figura 2

Criteria per valutare l'allineamento delle società allo scenario di zero emissioni nette



Fonte: Net Zero Investment Framework: IIGCC's Supplementary Guidance on Target Setting

nomenclatura europea standard) A-H e J-L.

Inoltre, NZIF prevede la suddivisione degli emittenti in (i) operanti in settori ad alto impatto per la transizione allo scenario di zero emissioni nette entro il 2050 (c.d. "High Impact Companies") e (ii) operanti in settori

a basso impatto (c.d. "Low Impact Companies"). In particolare, sono definite "High Impact Companies":

- Società appartenenti alla Climate Action 100 Focus List; o
- Società appartenenti ai settori definiti "High Impact" da Transition Pathway Initiative; o

Figura 3**Classificazione dell'allineamento delle società allo scenario "Net Zero"**

Achieving net zero	Aligned to a net zero pathway	Aligning towards a net zero pathway	Committed to aligning	Not aligned
Current emissions at/ close to 2050 net zero level + investment plan/business model in line with net zero	Higher impact companies: criteria 1-6 Lower impact companies: criteria 2, 3,4	Criteria 2, 4, + partial fulfilment of criteria 5	Criteria 1	All other companies

Fonte: Net Zero Investment Framework: IIGCC's Supplementary Guidance on Target Setting

- Società con codice NACE K (Banks) ed L (Real Estate).

Tutti i 6 criteri fondamentali vengono utilizzati per le "High Impact Companies", mentre per "Low Impact Companies" vengono utilizzati soltanto alcuni di essi.

La valutazione dei criteri applicabili a ciascuna società ne determina il grado di allineamento: da "No Data" fino ad "Achieving Net Zero".

Per ottenere una valutazione complessiva e robusta del grado di allineamento di ciascuna società si può ricorrere alle informazioni sulle società condivise da info provider indipendenti suggeriti dalla Net Zero Investment Framework tra cui Climate Action 100+ (CA100+), Transition Pathways Initiative (TPI) e Science Based Target Initiative (SBTI).

Climate Action 100+ è un database pubblico liberamente consultabile che valuta l'allineamento di alcune società allo scenario "Net Zero" tramite 10 criteri di valutazione; si concentra sulle 166 aziende ritenute prioritarie per guidare la transizione globale a zero emissioni nette. Inoltre, Climate Action 100+ stila una lista (c.d. "Climate Action Focus List") che identifica tra queste 166 società le prime 100 per livello di emissioni e quindi maggiormente responsabili delle emissioni globali.

Transition Pathway Initiative è una piattaforma gratuita che fornisce una ricerca solida e indipendente, effettuata sulla base di dati pubblici, per la valutazione dei progressi delle aziende nella transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. I dati di TPI sono di libero

accesso e possono essere scaricati e consultati gratuitamente.

Science Based Target Initiative è un'iniziativa internazionale nata con l'intento di guidare le aziende nella definizione di obiettivi ambiziosi di mitigazione del cambiamento climatico in linea con gli obiettivi scientifici. Il database di SBTi è liberamente consultabile e scaricabile.

Gli investitori possono anche ricorrere a dataprovider privati per valutare l'allineamento delle aziende. Tuttavia, il Paris Alignment Investment Initiative ("PAII") riconosce che sul mercato esiste una moltitudine di fornitori che valutano le aziende in base a diversi indicatori di performance e utilizzano diversi modelli e scenari di emissioni sottostanti. Il PAII raccomanda quindi agli investitori di essere trasparenti sulle metodologie utilizzate dai dataprovider privati e di assicurarsi che i dataprovider forniscano valutazioni delle aziende in linea con i criteri e i parametri stabiliti nel Framework o, per quanto possibile, coerenti con le

metodologie pubblicamente disponibili da Climate Action 100+, Transition Pathway Initiative e Science Based Target.

Il Paris Alignment Investment Initiative riconosce che la definizione degli obiettivi richiederà un approccio iterativo. L'attuale copertura e qualità dei dati rappresentano una sfida per la definizione di obiettivi completi a livello di asset class. Con un approccio iterativo, gli investitori sono incoraggiati a iniziare il processo di definizione degli obiettivi familiarizzando con i requisiti dei dati e stabilendo le fonti principali di dati, quindi iniziando a valutare e monitorare l'allineamento degli asset all'interno di un portafoglio utilizzando i dati disponibili per stabilire una linea di base e fissare un obiettivo iniziale. Gli investitori possono poi sviluppare la loro strategia di engagement sulla base dei dati di allineamento, con l'obiettivo di ampliare la copertura dell'obiettivo o di includere una serie più completa di dati, man mano che la disponibilità dei dati migliora.

**Lanciata nel dicembre 2020,
la Net Zero Asset Managers
è stata promossa
dai maggiori asset manager
internazionali per sostenere
l'obiettivo concreto
di raggiungere
la neutralità
delle emissioni nette
di gas serra entro il 2050**

Portfolio Level Alignment Target

Il secondo target obbligatorio richiesto dal Net Zero Investment Framework è il Portfolio Level Reference Target che richiede di stimare la decarbonizzazione attesa del Portafoglio in Scope al 2030 e al 2050, in linea con l'obiettivo di zero emissioni nette entro il 2050; questo obiettivo può essere espresso in termini assoluti o di intensità.

NZIF suggerisce l'individuazione di target intermedi quinquennali al fine di monitorare nel tempo l'effettiva decarbonizzazione del portafoglio.

Il raggiungimento del target di decarbonizzazione deve avvenire tramite la progressiva realizzazione da parte degli emittenti partecipati dei propri piani di transizione verso i gradi di allineamento "Achieving Net Zero" e "Aligned to a Net Zero pathway", come già previsto dal target Asset Level Alignment.

È importante sottolineare che l'obiettivo di decarbonizzazione del Portafoglio in Scope non implica il

disinvestimento degli emittenti con un livello di emissioni più elevate, bensì l'impegno a dialogare (c.d. engagement) con le società ritenute "laggard" nel processo di decarbonizzazione affinché si adoperino per allinearsi allo scenario "Net Zero".

Per la definizione di questo target NZIF prevede diversi approcci ed in particolare richiede la scelta tra:

- Approccio "Self-decarbonization" vs. "Benchmark-relative" - ossia se valutare o meno la performance di decarbonizzazione del Portafoglio in Scope rispetto ad un benchmark che ne approssimi l'allocazione. La scelta dell'approccio "Self-decarbonization" è preferibile quando l'allocazione del Portafoglio in Scope non risulta facilmente comparabile a benchmark esistenti; in tal caso il tasso di decarbonizzazione atteso al 2030 e al 2050 verrà calcolato in riferimento al livello di emissioni del Portafoglio in Scope al Baseline Year (c.d. "starting point").

Tabella 1**Scenari di decarbonizzazione coerenti con l'obiettivo di mantenere il riscaldamento globale entro 1.5°C raccomandati da NZIF**

Scenario	Sectors/ sub-sectors	Regional breakdown	Publication date
IIASA /IPCC "PI", "P2", "P3"	AFOLU*, industry, transport, buildings, energy supply.	OECD (1990) + EU, Asia, Middle East and Africa, Latin America, and Reforming Economies (i.e. ex-USSR)	2018
IEA NZE2050	Buildings, transport, industry, electricity, and heat, other.	"Advanced economies" and "emerging market and developing economies"	May 2021
One Earth Climate Model (OECM)	Oil and gas, utilities, transport (including subcategories), steel, cement	OECD Europe, OECD North America	December 2020
Energy Transitions Commission (ETC) 'Mission Possible'	Cement, steel, plastics, trucking, shipping, and aviation.	Global pathway, with some elements of regional breakdown	November 2018
Carbon Risk Real Estate Model (CRREM)	Real estate (including residential and commercial)	40 jurisdictions globally	Updated 2020

Fonte: Net Zero Investment Framework: IIGCC's Supplementary Guidance on Target Setting

- Approccio "Point in time" vs. "Cumulative GHG Emissions" - riguarda la decisione di seguire una stima di decarbonizzazione lineare rispetto al Baseline Year attraverso obiettivi c.d. "point in time", oppure basata sulla riduzione delle emissioni di carbonio su base cumulativa. L'approccio "Cumulative GHG Emissions" permette di gestire in modo flessibile nel tempo il Carbon Budget (*Il Carbon Budget rappresenta la quantità massima di emissioni nette cumulative di anidride carbonica (CO₂) al fine di limitare il riscaldamento globale entro 1.5°C*) del portafoglio.

Per determinare il tasso di riduzione del livello di emissioni del Portafoglio in Scope, NZIF suggerisce gli scenari di decarbonizzazione in Tabella 1.

Gli scenari di decarbonizzazione più utilizzati sono gli scenari dell'International Panel on Climate Change (IPCC) e dell'International Energy Association (IEA).

International Panel on Climate Change - IPCC

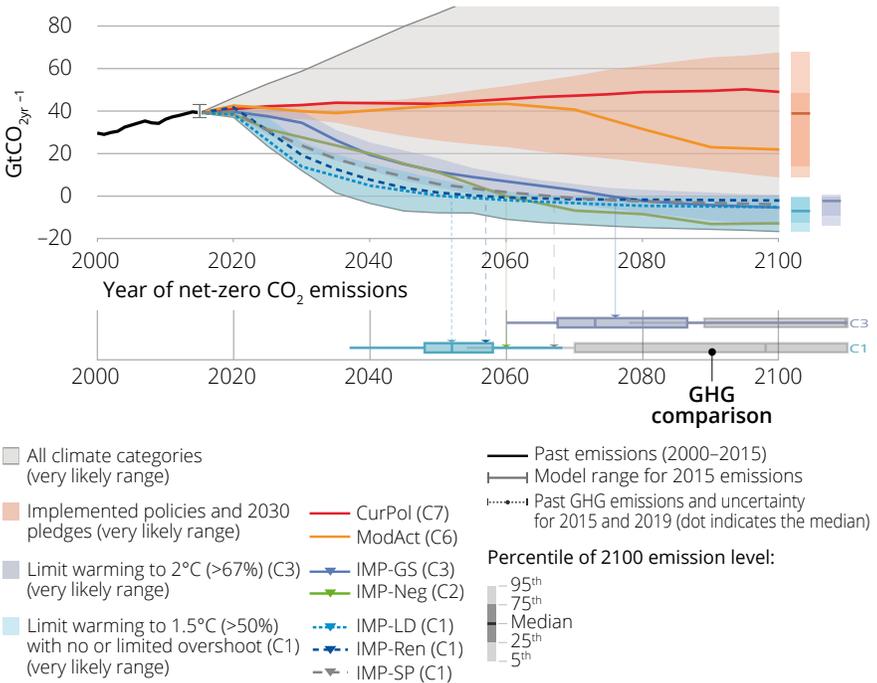
Il Gruppo Intergovernativo sul Cambiamento Climatico (International Panel on Climate Change - IPCC) è l'organismo delle Nazioni Unite che si occupa delle valutazioni scientifiche sul cambiamento climatico.

Ai fini delle analisi di decarbonizzazione del Portafoglio in Scope viene preso in considerazione il sesto rapporto di IPCC pubblicato ad Aprile 2022 ("AR6 Climate Change 2022: Mitigation on Climate Change").

Gli scenari di decarbonizzazione coerenti con l'obiettivo di limitare il riscaldamento globale entro 1.5°C sono rappresentati dalle traiettorie C1 (*Le traiettorie C1 si riferiscono agli scenari che limitano il riscaldamento globale ad 1.5°C nel 2100 con una probabilità superiore al 50% e che raggiungono o superano il riscaldamento globale di 1.5°C durante il ventunesimo secolo con una probabilità pari o inferiore al 67% senza o con limitati "overshoot" (i.e. superamento del riscaldamento globale di 1.5°C). Per limitati "overshoot" si fa riferimento al superamento del riscaldamento globale di 1.5°C fino a circa 0.1°C per alcuni decenni*): IMP-LD, IMP-Ren e IMP-SP (*Gli "Illustrative Mitigation Pathways" (c.d. "IMP") rappresentano dei percorsi che consentono di*

ottenere riduzioni delle emissioni attraverso diverse combinazioni di strategie di mitigazione. IMP -LD ("Low Demand") fa riferimento ad uno scenario dove vi è un uso efficiente delle risorse e un cambiamento dei modelli di consumo a livello globale che portano ad una bassa domanda delle risorse garantendo al contempo un elevato livello di servizi e soddisfacendo i bisogni di base. IMP-Ren ("Renewables") fa riferimento ad uno scenario dove vi è una forte accelerazione dell'uso delle energie rinnovabili e dell'elettrificazione. IMP-SP ("Shifting Pathways") fa riferimento ad uno scenario dove i cambiamenti dei percorsi globali verso lo sviluppo sostenibile, anche attraverso la riduzione delle disuguaglianze, porta alla mitigazione delle emissioni). È importante sottolineare che le traiettorie di decarbonizzazione di IPCC arrivano fino a fine secolo: solo la traiettoria IMP-LD prevede un azzeramento delle emissioni nette entro il 2050.

Figura 4
Scenari di emissioni globali nette - IPCC AR6



Fonte: AR6 Climate Change 2022: Mitigation on Climate Change

International Energy Agency - IEA

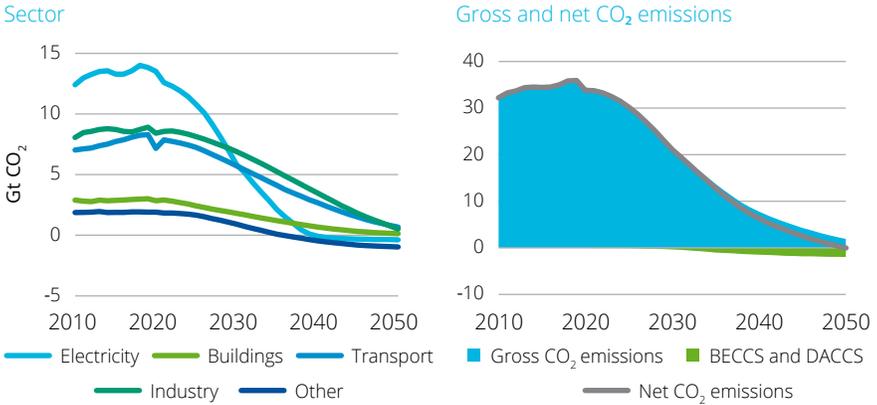
L'International Energy Association (IEA) è un'organizzazione internazionale intergovernativa che è stata creata nel 1974 dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE). Lo scopo dell'IEA è quello di facilitare il coordinamento delle politiche energetiche dei paesi membri per assicurare la stabilità degli approvvigionamenti energetici (principalmente petrolio) al fine di sostenere la crescita economica.

Negli ultimi decenni l'IEA ha esteso il suo mandato verso lo sviluppo sostenibile, occupandosi di protezione dell'ambiente e cambiamenti climatici e assumendo un ruolo fondamentale nel promuovere fonti alternative di energia, nel razionalizzare le politiche energetiche e nel coordinare la ricerca multinazionale su nuove fonti di energia.

Nel maggio 2021, l'IEA ha pubblicato il report "Net zero by 2050 - A Roadmap for the Global Energy Sector"

Figura 5

Scenari di emissioni globali nette per settori ed emissioni lorde e nette



Fonte: Net zero by 2050 - A Roadmap for the Global Energy Sector BECCS (Bioenergy with Carbon Capture and Storage); DACCS (Direct Air Carbon Capture and Sequestration)

che rappresenta uno studio riguardo la transizione a un sistema energetico a zero emissioni nette entro il 2050, assicurando al contempo forniture energetiche stabili e convenienti, fornendo un accesso universale all'energia e consentendo una solida crescita economica.

Il rapporto esamina anche le principali incertezze, come il ruolo della bioenergia e della cattura del carbonio.

La pubblicazione dell'IEA delinea, oltre ad uno scenario globale, anche degli scenari di decarbonizzazione settoriali al fine di arrivare all'obiettivo di zero emissioni nette globali entro il 2050. Come illustrato di seguito, ci sono settori che ad oggi sono molto inquinanti ma che avranno una rapida decarbonizzazione nei prossimi decenni ed altri settori che

ad oggi hanno dei livelli di emissioni non elevati per i quali è prevista una decarbonizzazione più lenta.

Stewardship Target

La finalità dello "Stewardship Target" previsto da NZAMI è quella di stimolare il dialogo tra le società di gestione del risparmio e gli emittenti partecipati per incentivarli a raggiungere progressivamente un miglior grado di allineamento allo scenario "Net Zero" attraverso l'attuazione di opportune strategie di decarbonizzazione. A tal fine, è perciò necessario sviluppare solide politiche di engagement (e di voto) che delineino in modo puntuale, attraverso target intermedi definiti nel tempo, gli obiettivi che ciascuna società dovrà raggiungere nel rispetto dei criteri individuati al Target n.1 - "Asset Level Alignment".

Più in dettaglio, lo “Stewardship Target” individua nelle società c.d. “ad alta priorità” (ossia quelle che appartengono a “Material Sectors” identificati dai codici NACE A-H e J-L) il focus di tali azioni di engagement; tra le società “ad alta priorità” si identificano inoltre quelle che concorrono a rappresentare il 70% delle emissioni finanziate dal Portafoglio in Scope affinché ad esse venga data priorità nel dialogo entro la fine del 2024; analogamente, entro la fine del 2029 dovrà essere condotta attività di engagement con le società che rappresentano complessivamente il 90% delle emissioni finanziate dal portafoglio.

Pertanto, il primo passo nella definizione della strategia di Stewardship è proprio quello di calcolare le emissioni finanziate dal Portafoglio in Scope aggregando i dati di ciascun emittente (c.d. “Financed Emission”). Le Financed Emission delle singole società sono calcolate secondo le indicazioni del Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF) Stan-

dard, utilizzando l’Enterprise Value Including Cash (EVIC):

$$\text{Financed emissions} = \sum_i \frac{\text{Outstanding amount}_i}{\text{Enterprise Value Including Cash}_i} \times \text{Company emissions}_i$$

Un’efficace azione di engagement può essere svolta attraverso diverse modalità di contatto, a seconda di quella ritenuta più opportuna per la specifica circostanza. Per esempio, le modalità di engagement potranno prevedere lo svolgimento:

- Su base bilaterale, ovvero prevedendo il contatto diretto con la società;
- Su base collettiva, ovvero avvalendosi di piattaforme di engagement per avviare dialoghi collettivi dove sarà possibile partecipare in qualità di “Lead” (con responsabilità diretta del dialogo) o di “Participant” (in affiancamento al “Lead”).

Investment in Climate Solutions Target

Gli impegni di NZAMI prevedono l’allocazione di una quota parte di

AuM ad investimenti in c.d. “climate solution”, ossia investimenti che concorrono al raggiungimento degli obiettivi di mitigazione e adattamento al cambiamento climatico espressi nel Regolamento (UE) 852/2020 (c.d. “Tassonomia Europea”), attraverso il rispetto di specifici criteri tecnici, misurati sulla base delle revenues o del capex degli emittenti che compongono il portafoglio.

Tuttavia, i dati relativi all’allineamento alla Tassonomia Europea (c.d. “Taxonomy Alignment”) sono tutt’ora per lo più stimati da parte degli info-provider specializzati e non risulta al momento possibile reperire in maniera sistematica tali dati direttamente dagli emittenti. Pertanto, ad oggi gli investimenti in “climate solutions” sono solo i progetti ammissibili (c.d. “Eligible Projects”) ai fini delle obbligazioni verdi (c.d. “Green Bonds”), in quanto tali progetti sono selezionati dagli emittenti specificatamente con l’obiettivo di portare evidenti benefici a livello ambientale e sono soggetti a valu-

tazione e quantificazione da parte dell’emittente in specifici Report di Impatto.

A titolo esemplificativo, le categorie dei progetti “Green” ammissibili per il finanziamento attraverso Green Bonds includono (secondo quanto riportato nei “Green Bond Principles” pubblicati dall’International Capital Markets Association):

- energia rinnovabile (include la produzione, la trasmissione, gli elettrodomestici e i prodotti);
- efficienza energetica (ad esempio in edifici nuovi o rinnovati, lo stoccaggio di energia, il tele riscaldamento, le reti elettriche intelligenti, gli elettrodomestici e i prodotti);
- prevenzione e controllo dell’inquinamento (comprende la riduzione delle emissioni atmosferiche, il controllo dei gas a effetto serra, la bonifica del suolo, prevenzione dei rifiuti, riduzione dei rifiuti, riciclo dei rifiuti termovalorizzazione con efficienza energetica e di emissioni);

- gestione ambientalmente sostenibile delle risorse naturali e utilizzo del territorio (include l'agricoltura ambientalmente sostenibile; l'allevamento animale ambientalmente sostenibile; produzione agricola intelligente come, ad esempio, la protezione biologica delle colture o l'irrigazione a goccia; pesca e acquacoltura ambientalmente sostenibili, silvicoltura ambientalmente sostenibile, che include la riforestazione e la preservazione o il ripristino del paesaggio naturale);
- conservazione della biodiversità terrestre e marina (include la protezione degli ambienti costieri, marini e di spartiacque);
- trasporto pulito (ad esempio i trasporti elettrici, ibridi, pubblici, su rotaie, non motorizzati o multimodali, le infrastrutture per veicoli ad energia pulita e la riduzione delle emissioni nocive);
- gestione sostenibile delle acque e delle acque reflue (include infrastruttura sostenibile per acqua potabile e/o pulita, trattamento delle acque reflue, sistemi di drenaggio urbano sostenibile e correzione del corso dell'acqua e altre forme di mitigazione del rischio di inondazioni);
- adattamento al cambiamento climatico (include i sistemi informativi di supporto, quali il monitoraggio ed i sistemi d'allerta);
- prodotti, tecnologie di produzione e processi eco-efficienti e/o di economia circolare (come sviluppo e introduzione di prodotti a minor impatto ambientale, con un marchio di qualità ecologica o una certificazione di sostenibilità ambientale, efficienza dell'uso delle risorse utilizzate per gli imballaggi e la distribuzione);
- edilizia ecologica che rispetta standard o certificati regionali, nazionali e internazionali.

CAPITOLO 4

CARATTERISTICHE E ANALISI DEGLI INDICI CLIMATICI

di Clino Papa, CFA, CESGA

Il cambiamento climatico rappresenta una delle sfide più significative mai affrontata dall'umanità, con conseguenze già troppo evidenti. Per preservare il benessere del pianeta e garantire un futuro sostenibile alle generazioni future, i leader globali hanno adottato l'obiettivo di contenere l'incremento della temperatura media globale ben al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali, come stabilito nell'accordo di Parigi del 2015.

Nel frattempo, gli investitori istituzionali hanno cominciato a riconoscere l'importanza di indirizzare il capitale verso entità che allineano i loro affari alla lotta contro il cambiamento climatico, promuovendo così la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e gestendo meglio i rischi e le opportunità offerte dalla transizione climatica. Questo ha dato vita a una varietà di strategie di investimento climatico, sia attive che passive, che riflettono la diversità degli obiettivi degli investitori e permettono di implemen-

tare soluzioni più personalizzate. Questo capitolo mira a fornire una panoramica delle principali categorie di indici climatici, esaminando le loro implicazioni a livello di portafoglio e mettendo in evidenza le strategie accessibili a diversi profili di investitore.

Indici climatici

La considerazione degli aspetti climatici nei benchmark finanziari è un modo per costruire un quadro coerente per integrare il rischio climatico in un portafoglio d'investimento. Nella selezione dell'indice climatico ottimale, gli investitori tendono a bilanciare obiettivi finanziari e sociali, riflettendo su due dimensioni decisionali principali:

1. **Obiettivo climatico:** gli investitori possono puntare a una riduzione immediata delle emissioni di gas serra, ad allineare i loro portafogli agli obiettivi dell'Accordo di Parigi o a perseguire uno specifico obiettivo ambientale. Molti, inoltre, desiderano integrare anche altre considerazioni extra-fi-

nanziarie, affiancando agli obiettivi puramente climatici una serie di filtri ESG più o meno stringenti.

2. Implicazioni finanziarie: le preferenze degli investitori possono variare significativamente. Alcuni potrebbero favorire indici ampiamente diversificati con un basso tracking error rispetto ai benchmark di mercato tradizionali, in modo da perseguire i propri obiettivi sociali minimizzando al contempo i rischi finanziari. Altri potrebbero optare per investimenti concentrati in aziende leader nelle tecnologie climatiche, accettando una minore rappresentatività del mercato in cambio di un maggiore impatto ambientale.

Per soddisfare questa domanda eterogenea da parte degli investitori e, in alcune aree geografiche, per rispettare i requisiti minimi regolamentari, sono state sviluppate diverse famiglie di indici climatici che sono tipicamente una funzione di cinque metriche:

- L'impronta di carbonio, che rappresenta la quantità totale di emissioni di gas serra (GHG) causata da un'azienda, servizio o prodotto;
- Il percorso di auto-decarbonizzazione, ovvero la riduzione annuale di emissioni che l'indice deve rispettare;
- L'esposizione a riserve di combustibili fossili come petrolio, carbone e gas naturale;
- I ricavi verdi, ovvero derivanti da prodotti o servizi originati da energia rinnovabile, efficienza energetica, bioedilizia, etc.
- Altri filtri ESG, ovvero esclusioni non direttamente legate ad obiettivi climatici.

Sebbene le prime quattro metriche siano centrali nella definizione di un indice climatico, l'ultimo punto spesso determina il livello di concentrazione della strategia di investimento. Molti indici combinano infatti stringenti filtri ESG con specifici obiettivi climatici.

Figura 1
Classificazione degli indici climatici

Low Carbon	<ul style="list-style-type: none"> • Focus: impronta di carbonio, combustibili fossili • Tracking error: da limitato a elevato • Es: MSCI ex Fossil Fuels, MSCI Low Carbon SRI, MSCI Low Carbon Target
Net Zero	<ul style="list-style-type: none"> • Focus: impronta di carbonio, decarbonizzazione annuale, combustibili fossili • Tracking error: da medio a elevato • Es: Indici PAB e CTB provider vari, S&P Dow Jones Carbon Budget
Tematici ad Impatto	<ul style="list-style-type: none"> • Focus: ricavi verdi, filtri ESG • Tracking error: da medio a elevato • Es: MSCI Global Environmental, MSCI Climate Action

Fonte: elaborazione personale dell'autore, marzo 2024. Distinzione operata a scopo illustrativo e a titolo esemplificativo.

Classificazione

A seconda del grado di attenzione posto su ciascuna metrica, e del modo in cui queste vengono combinate tra loro, è possibile raggruppare le famiglie di indici climatici in funzione degli obiettivi perseguiti, individuando così tre categorie principali: indici Low Carbon, indici Net zero e indici Tematici ad impatto. Nelle prime due categorie, inoltre, è particolarmente importante distinguere gli indici climatici “puri”, che minimizzano l'applicazione dei criteri ESG, dagli indici SRI con filtri climatici, che adottano filtri ESG più stringenti.

Gli **indici Low Carbon** mirano ad un'immediata riduzione della quantità di emissioni di gas serra prodotte dal portafoglio finanziario. L'attenzione viene quindi posta su due metriche, ovvero l'impronta di

carbonio e l'esposizione ai combustibili fossili. Esempi in questo ambito includono gli indici MSCI ex Fossil Fuels, che escludono le aziende con riserve di combustibili fossili, e gli indici MSCI Low Carbon Target, che limitano sia l'esposizione alle riserve di combustibili fossili che alle emissioni di gas serra. Questa categoria include anche approcci più complessi come i benchmark Low Carbon SRI Leaders che, oltre a ridurre l'impronta di carbonio, implementano rigide esclusioni ESG restringendo notevolmente l'universo investibile.

Gli **indici Net Zero** includono strategie che permettono di rispettare gli obiettivi climatici dell'Accordo di Parigi, e quindi di contenere l'incremento della temperatura media globale entro 2°C rispetto ai livelli preindustriali. A differenza degli indici Low Carbon,

la cui attenzione è esclusivamente sul livello di emissioni attuali, gli indici Net Zero devono quindi guardare anche alle emissioni future, definendo un percorso di decarbonizzazione annuale. Gli indici Climate Transition Benchmark (CTB) e Paris-Aligned Benchmark (PAB), che rappresentano le prime certificazioni paneuropee per indici di investimento, rientrano in questa categoria. Tra i requisiti minimi da rispettare per poter essere classificato come indice CTB o PAB, è richiesto un percorso di decarbonizzazione annuo di almeno il 7% (*vedi box di approfondimento a fine capitolo, ndr*).

Gli **indici tematici ad azione climatica** adottano un approccio più concentrato per rappresentare le prestazioni in un determinato tema legato alla transazione climatica. Per esempio, l'Indice MSCI Global Environmental si concentra sulle aziende con un'elevata esposizione di ricavi provenienti dalla tecnologia verde. Un altro esempio è offerto dagli indici MSCI Climate Action che selezio-

nano in ciascun settore le aziende maggiormente preparate a guidare la transizione a un'economia a basso contenuto di carbonio.

Selezione dell'indice appropriato

Per scegliere l'indice climatico più appropriato, gli investitori devono trovare un equilibrio tra obiettivi finanziari e responsabilità sociale, definendo innanzitutto il fine specifico che intendono perseguire. Per illustrare questo processo analizziamo sei indici climatici rappresentativi dei tre gruppi principali precedentemente identificati. In un primo momento ci concentreremo su quattro indici climatici "puri", per minimizzare le implicazioni derivanti dall'applicazione di ulteriori filtri ESG. In un secondo momento completeremo l'analisi con due esempi di indici SRI con filtri climatici. Per garantire coerenza nel confronto, ci baseremo esclusivamente su indici MSCI, benché i concetti trattati possano essere estesi ad indici simili di altri fornitori. Gli indici climatici "puri" esaminati

Tabella 1
Esempio di indici climatici

	Ex Fossil Fuels	Select Sustainability Screened CTB	Paris Aligned	Global Environment
Impronta di carbonio	Riduzione gas GHC $\geq 30\%$	Riduzione gas GHC $\geq 30\%$	Riduzione gas GHC $\geq 50\%$	-
Decarbonizzazione annua	-	7% all'anno	10% all'anno*	-
Combustibili fossili	Riduzione del 50% delle emissioni da riserve di combustibili fossili	Riduzione del 30% delle emissioni da riserve di combustibili fossili	Esclusioni: ricavi da carbone >1%, petrolio >10%, produzione di carbone, petrolio e gas >50%	-
Ricavi verdi	-	Almeno pari al benchmark di mercato	Significativamente superiori al benchmark di mercato	Energia rinnovabile, efficienza energetica, edifici verdi, acqua sostenibile, prevenzione inquinamento, agricoltura sostenibile

Fonte: elaborazione personale dell'autore, marzo 2024. Selezione effettuata a scopo illustrativo, non rappresenta alcuna raccomandazione all'investimento. *Per essere classificati come PAB, i requisiti EU richiedono un percorso di decarbonizzazione annuo di almeno il 7%; MSCI ha adottato un criterio più stringente.

sono (Tabella 1): MSCI World ex Fossil Fuels, MSCI World Select Sustainability Screened CTB, MSCI World Paris Aligned, e MSCI Global Environment Select.

MSCI World ex Fossil Fuels è un esempio di indice Low Carbon ed è pensato per quegli investitori che desiderano ridurre l'esposizione alle riserve di combustibili fossili, escludendo aziende con riserve di petrolio, gas o carbone. Il focus di questo

indice è quindi sull'impronta di carbonio e l'esposizione ai combustibili fossili, sui quali è previsto uno specifico obiettivo di riduzione immediata delle emissioni.

Gli indici **MSCI World Select Sustainability Screened CTB** e **MSCI Climate Paris Aligned**, invece, rispettano i requisiti per essere etichettati come indice CTB e indice PAB. Seguono quindi obiettivi simili ma si differenziano in termini di livello di

Tabella 2**Confronto tra indici climatici puri**

	MSCI World	Ex Fossil Fuels	Select Sustainability Screened CTB	Paris Aligned	Global Environment
ESG Quality Score	6.9	6.9	7.0	7.1	7.2
Impronta di carbonio	347%	247%	135%	81%	264%
Riserve combustibili fossili	6.0%	0%	2.5%	0.4%	0%
Ricavi verdi	6.3%	6.5%	6.8%	12.1%	91.9%
Aumento implicito temperatura	> 2°C - < 3.2°C	> 2°C - < 3.2°C	> 1.5°C - < 2°C	> 1.5°C - < 2°C	- > 2°C - < 3.2°C
N° di titoli	1,465	1,388	1,106	587	153
TE vs. MSCI World	-	0.95%	0.63%	1.53%	-
Turnover	2.29%	2.68%	13.51%	11.12%	24.61%

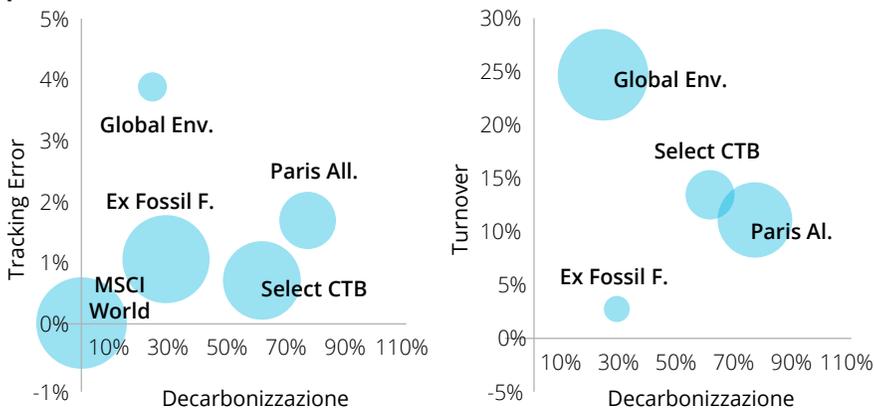
Fonte: MSCI, elaborazione personale dell'autore. Dati a fine marzo 2024. Impronta di carbonio: media ponderata delle emissioni di carbonio Scope 1, Scope 2 e Scope 3 in rapporto al enterprise value including cash (tonnellate di CO₂/ \$ EVIC).

restrizione e ambizione. In particolare, rispetto all'indice CTB, l'indice PAB prevede un percorso di auto-decarbonizzazione del 10% (vs. il 7%), una maggiore riduzione dell'impronta di carbonio attuale (50% vs. 30%) e una maggiore attenzione alle riserve di combustibili fossili e ricavi verdi.

MSCI Global Environment Select rientra tra gli indici tematici ad impatto, in quanto seleziona aziende i cui prodotti e servizi incidono positivamente sull'ambiente. In questo caso non viene posto alcun vincolo

significativo per ridurre la decarbonizzazione attuale e futura, ma si delinea un focus specifico sui ricavi verdi legati a sei temi principali: energia rinnovabile, efficienza energetica, edifici verdi, acqua sostenibile, prevenzione inquinamento e agricoltura sostenibile.

Nell'analisi rappresentata in Tabella 2, viene confrontato il profilo ESG, le metriche climatiche e le implicazioni finanziarie dei quattro benchmark rispetto all'indice di mercato MSCI World. In particolare, si evince che:

Figura 2**Trade-off tra decarbonizzazione e rappresentatività negli indici climatici puri**

Fonte: MSCI, elaborazione personale dell'autore. Dati a fine marzo 2024. L'area delle sfere rappresenta nel primo grafico il numero di titoli dell'indice, nel secondo il numero di esclusioni rispetto all'indice MSCI World.

- Tutti gli indici offrono un miglioramento rispetto al MSCI World in riferimento allo score ESG. Questo evidenzia come l'applicazione di filtri climatici aiuti a migliorare il profilo sostenibile del paniere, incidendo in particolare sugli aspetti "ambientali".
- Relativamente all'impronta di carbonio, espressa in funzione del valore d'impresa (EVIC), è evidente notare che tutti gli indici esaminati riducono le emissioni complessive del portafoglio rispetto al MSCI World. I progressi maggiori sono offerti dai due indici Net Zero che, nel corso del tempo, dovranno ulteriormente migliorare in virtù del percorso di decarbonizzazione annuale. Non

è un caso, infatti, che questi indici siano gli unici con un aumento implicito stimato di temperature in linea con gli Accordi di Parigi ($> 1.5^{\circ}\text{C} - < 2^{\circ}\text{C}$). L'indice MSCI ex Fossil Fuels, d'altro canto, è l'unica strategia con zero esposizione alle riserve di combustibili fossili, ma con miglioramenti marginali in tutti gli altri aspetti.

- L'analisi del portafoglio rivela un interessante trade-off tra obiettivi climatici e rappresentatività dell'indice: maggiore è il miglioramento del profilo extra-finanziario, superiore è il tracking error rispetto al MSCI World. In indici come MSCI World Climate Paris Aligned e MSCI Global Environment Select si osserva anche un

Tabella 3**Estensione del confronto a indici SRI con filtri climatici**

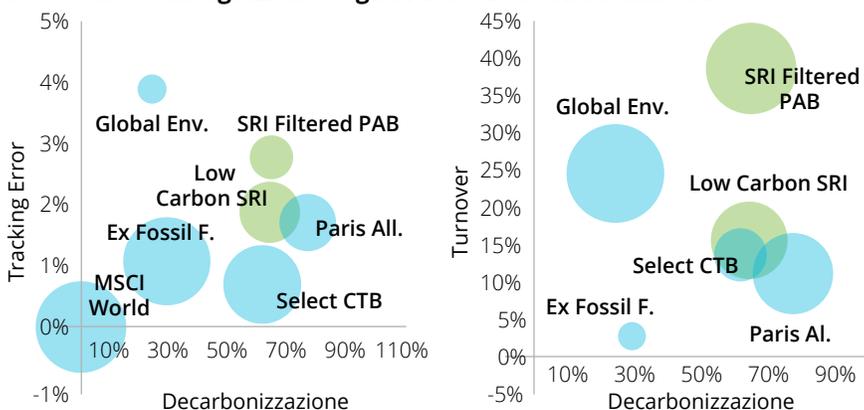
	Ex Fossil Fuels	Select Sustainability Screened CTB	Paris Aligned	Global Environment	Low Carbon SRI	SRI Filtered PAB
ESG Quality Score	6.9	7.0	7.1	7.2	7.7	8.2
Impronta di carbonio	247%	135%	81%	264%	126%	124%
Riserve combustibili fossili	0%	2.5%	0.4%	0%	0%	0%
Ricavi verdi	6.5%	6.8%	12.1%	91.9%	9.8%	8.7%
Aumento implicito temperatura	> 2°C - < 3.2°C	> 1.5°C - < 2°C	> 1.5°C - < 2°C	- > 2°C - < 3.2°C	> 2°C - < 3.2°C	> 1.5°C - < 2°C
N° di titoli	1,388	1,106	587	153	669	344
TE vs. MSCI World	0.95%	0.63%	1.53%	na	1.68%	2.49%
Turnover	2.68%	13.51%	11.12%	24.61%	15.58%	38.60%

Fonte: MSCI, elaborazione dell'autore. Dati a fine marzo 2024. Impronta di carbonio: media ponderata delle emissioni di carbonio Scope 1, Scope 2 e Scope 3 in rapporto al enterprise value including cash (tonnellate di CO₂ / \$ EVIC).

turnover più elevato, indicativo di cambiamenti significativi nella composizione dell'indice ad ogni revisione (Figura 2).

È importante segnalare che negli ultimi anni i filtri climatici siano stati spesso aggiunti a indici originariamente pensati per integrare criteri

ESG senza alcun focus specifico. Questa tendenza aggiunge un ulteriore livello di complessità e nella selezione dell'indice climatico più appropriato rende necessario considerare anche le esclusioni causate dai filtri ESG. Un esempio è rappresentato dalle famiglie di indici MSCI Low Carbon SRI e

Figura 3**Trade-off con integrazione degli indici SRI con filtri climatici**

Fonte: MSCI, elaborazione personale dell'autore. Dati a fine marzo 2024. L'area delle sfere rappresenta nel primo grafico il numero di titoli dell'indice, nel secondo il numero di esclusioni rispetto all'indice MSCI World.

MSCI SRI Filtered PAB Index. A seguire i risultati dell'analisi includendo questi due ultimi benchmark. Come rappresentato in Tabella 3, i due indici SRI si distinguono dai casi precedenti in particolare in merito al profilo ESG significativamente superiore, inevitabile conseguenza dei filtri extra finanziari applicati anche sugli aspetti "sociali" e di "governance", e non solo "ambientali". Questi filtri addizionali, tuttavia, hanno implicazioni finanziarie evidenti in termini di concentrazione dell'investimento, turnover e tracking error (Figura 3).

Performance e caratteristiche finanziarie

Una delle principali preoccupazioni nel perseguire obiettivi sostenibili è legato al dubbio che un elevato tracking error possa riflettersi in scarse performance finanziarie, specialmente in termini relativi rispetto agli indici a capitalizzazione di mercato tradizionali.

Andando a verificare come gli indici analizzati si sono comportati negli ultimi cinque anni, è possibile trarre alcune osservazioni (Tabella 4). In primo luogo, tutti gli indici clima-

Tabella 4
Performance storiche, in %

	MSCI World	Ex Fossil Fuels	Select Sustainability Screened CTB	Paris Aligned	Global Environment	Low Carbon SRI	SRI Filtered PAB
1y Ret	25.11	25.64	24.18	23.92	-12.12	28.33	18.94
3y Ret	8.60	8.04	7.77	7.44	-12.37	9.46	7.04
5y Ret	12.07	12.25	11.99	11.80	6.94	13.30	12.45
Volatilità	18.07	18.09	18.10	18.47	26.52	18.22	18.44

Fonte: MSCI, elaborazione personale dell'autore. Periodo: marzo 2019 - marzo 2024. Valori annualizzati, in USD. Le performance passate non sono un indicatore di rendimenti futuri.

tici mostrano una volatilità leggermente superiore rispetto al MSCI World. Questo può essere in parte spiegato dalla maggiore concentrazione dei panieri di investimento, naturale conseguenza dei filtri ESG applicati. In secondo luogo, i risultati relativi alle performance differiscono a seconda della strategia e dell'orizzonte temporale. Ad esempio, l'indice MSCI World Low Carbon SRI ha sempre sovraperformato, mentre MSCI World Select Sustainability Screened CTB ha sottoperformato su tutti i periodi considerati. Andando a esaminare parametri finanziari come dividend yield e il pri-

ce-to-book, i filtri climatici tendono a comprimere il rendimento dei dividendi in tutti i benchmark analizzati, laddove il price-to-book risulta essere generalmente più elevato (Tabella 5). Guardando ai benchmark individualmente, notiamo che i valori più estremi li osserviamo per MSCI World Low Carbon SRI. Questo può essere spiegato dalla composizione settoriale, in quanto l'indice Low Carbon SRI ha un'esposizione superiore di quasi l'8% a IT e Servizi di Comunicazione rispetto all'indice MSCI World. Questi settori, per definizione, tendono ad avere un price-to-book elevato e un dividend yield più contenuto. Allo

Tabella 5
Principali parametri finanziari

	MSCI World	Ex Fossil Fuels	Select Sustainability Screened CTB	Paris Aligned	Global Environment	Low Carbon SRI	SRI Filtered PAB
Dividend Yield	1.82%	1.73%	1.77%	1.62%	1.96%	1.57%	1.84%
Price-to-Earnings	21.97	23.07	23.08	24.84	65.56	25.81	24.54
IT+Cserv	31.12%	33.1%	31.28%	33.75%	12.52%	38.3%	20.24%
EN+MA+UT	10.79%	6.6%	7.6%	5.0%	14.36%	4.1%	7.34%

Fonte: MSCI, elaborazione personale dell'autore. Dati a fine marzo 2024. IT+Cserv= peso complessivo dei settori Information Technology e Communication Services. EN+MA+UT= peso complessivo dei settori Energy, Materials e Utilities

stesso tempo, i settori ad alta intensità di carbonio tendono a mostrare un dividend yield maggiore, spiegando il valore più elevato negli indici CTB e SRI Filtered PAB (poiché la loro esposizione a energia, materiali e servizi di pubblica utilità è più vicina all'indice di mercato).

Conclusioni

Questo studio ha evidenziato la crescente rilevanza degli indici climatici nel modellare le strategie di investimento sostenibili. Attraverso l'analisi comparativa degli indici Low Carbon, Net Zero e Tematici ad impatto, abbiamo dimostrato come

ciascuna categoria possa servire diversamente gli obiettivi di decarbonizzazione e sostenibilità, mantenendo al contempo un equilibrio con le performance finanziarie. L'analisi di portafoglio ha inoltre rilevato un interessante trade-off tra obiettivi climatici e rappresentatività dell'indice: maggiore è il miglioramento del profilo extra-finanziario, superiore è il tracking error rispetto ai corrispondenti indici a capitalizzazione di mercato. Maggiore tracking error, tuttavia, non implica necessariamente peggiori performance finanziarie, come evidenziato dai dati storici.

Approfondimento: Climate Transition Benchmark (CTB) e Paris-Aligned Benchmark (PAB)

Per poter essere etichettato come CTB o PAB, un indice deve rispettare una serie di requisiti minimi da man-

tenere nel tempo. I principali sono:

1. Riduzione della quantità di emissioni di gas serra rispetto all'universo di riferimento (almeno il 30% per i CTB e il 50% per i PAB);
2. Decarbonizzazione annuale di al-

	EU CTB	EU PAB
Intensità di carbonio rispetto al parent index	Riduzione del 30%	Riduzione del 50%
Decarbonizzazione	-7% base annua	
Principio del "Non Nuocere"	Armi controverse, norme sociali	Armi controverse, norme sociali
Esclusioni di attività	NO	<ol style="list-style-type: none"> 1. Carbone (oltre l'1% di ricavi) 2. Petrolio (oltre il 10% di ricavi) 3. Gas naturale (oltre il 50% di ricavi) 4. Produttori di elettricità con un'intensità delle emissioni di gas serra del ciclo di vita superiore a 100g CO₂/kWh (oltre il 50% di ricavi)
Esposizione a settori ad alto impatto	Almeno Equivalente	

meno il 7% (in linea con il contenimento del riscaldamento globale entro 2°C rispetto ai livelli preindustriali);

3. Esclusioni per il coinvolgimento in attività controverse, in incidenti gravemente dannosi per l'ambiente o per la violazione di principi globali (requisito del "do no significant harm");
4. Screening in base alla tipologia di attività nel caso del PAB (attività carbonifere, petrolifere, gas naturale e ad alta intensità di carbonio per la generazione di elettricità);
5. Obbligo di mantenere esposizione a settori "ad alto impatto" rilevanti per la lotta al cambiamento climatico.

Gli indici CTB e PAB perseguono obiettivi simili e si differenziano in termini di livello di restrizione e ambizione. Entrambi condividono lo stesso percorso di decarbonizzazione, ma gli indici PAB richiedono una maggiore riduzione dell'impronta di carbonio (rispetto all'universo inve-

stibile) e limitano l'investimento in specifiche attività ad alta emissione di CO₂.

È importante sottolineare che gli obiettivi di decarbonizzazione devono essere raggiunti a livello di portafoglio, non di singola società, e che vengono fornite indicazioni e metodologie comuni per il calcolo dell'impronta di carbonio. In particolare, l'intensità di carbonio dell'indice deve essere calcolata come media annuale ponderata delle intensità di carbonio delle singole aziende, normalizzata per l'enterprise value. Inoltre, devono essere considerate tutte le emissioni di gas a effetto serra (GHG) Scope 1, Scope 2 e Scope 3.

$$\sum w_i \times \frac{\text{Scope1}_i + \text{Scope2}_i + \text{Scope3}_i}{\text{EVIC}_i}$$

w_i = Peso dell'azienda i nell'indice,
 Scope_i = emissioni Scope 1, Scope 2 e Scope 3 in tCO_{2e} per l'azienda i ,
 EVIC _{i} = Enterprise Value including Cash per l'azienda i

In azione per abbattere le emissioni: perché investire in un fondo Net Zero*

a cura di Claudia Collu, Responsabile azionario globale - Anima SGR

Che l'azzeramento delle emissioni nette di gas serra entro il 2050 sia un obiettivo prioritario per evitare conseguenze molto gravi per l'economia globale e le condizioni stesse di vita sul Pianeta è ormai assodato da quasi dieci anni, quando nel 2015, con l'Accordo di Parigi, oltre 190 Stati si impegnarono a raggiungere questo target.

L'industria finanziaria - che può e deve giocare un ruolo di primo piano per contribuire alla lotta contro il cambiamento climatico - ha la possibilità di trasformare questa sfida colossale in un'opportunità di investimento altrettanto importante.

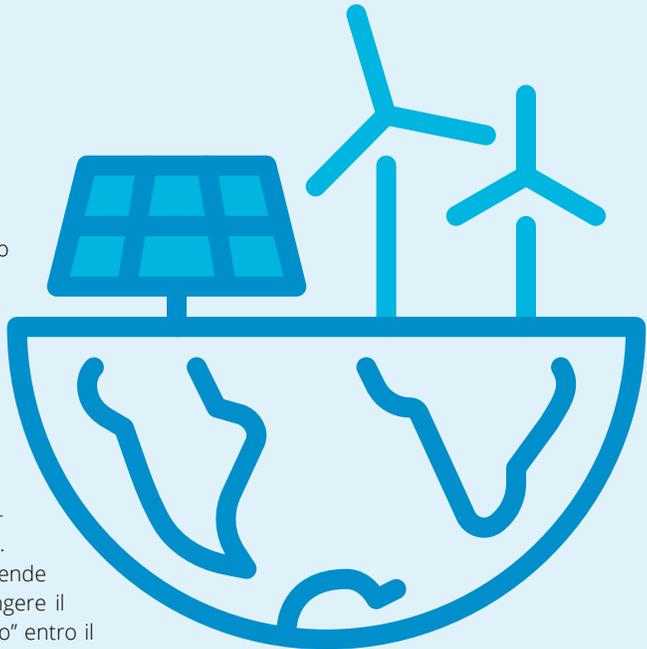
Le aziende che stabiliscono obiettivi misurabili di riduzione e quindi di azzeramento delle proprie emissioni nette si tutelano da diversi rischi e al tempo sono stesso posizionate al meglio per sfruttare venti di coda di natura economica, finanziaria, politica e regolamentare.

Più protetti da rischi...

Più nel dettaglio, adeguarsi agli obiettivi di azzeramento delle emissioni nette consente di mitigare innanzitutto i rischi fisici, cioè quelli connessi agli impatti diretti dei cambiamenti climatici stessi sull'ambiente di insediamento e sulle infrastrutture. Contribuire al raggiungimento del Net Zero, inoltre, riduce anche i cosiddetti rischi di transizione, che sono invece legati alle trasformazioni provocate indirettamente dal riscaldamento globale. Si pensi, ad esempio, al danno di immagine a cui potrebbe andare incontro un'azienda che procurasse una perdita economica ai propri investitori per aver adottato pratiche commerciali irrispettose dell'ambiente o politiche societarie contrarie ai principi di sostenibilità ESG: ricostruire la propria reputazione dopo un incidente finanziario legato a mancanze di questo genere risulterebbe molto più oneroso - in termini economici ma anche di tempo - di quanto non sarebbe necessario fare se si fosse deciso di improntare le proprie scelte di business al rispetto della sostenibilità. A quelli reputazionali, inoltre, si sommano poi i rischi normativi, che, in un contesto di con-

tinuo aggiornamento della regolamentazione di ogni ordine - dalle direttive europee fino alle policy delle singole aziende - in direzione della tutela dell'ambiente e del Pianeta, sono una variabile non trascurabile.

Posizionarsi sulle aziende impegnate per raggiungere il traguardo del "Net Zero" entro il 2050, però, non tutela solo dai rischi di diversa natura qui elencati, ma consente anche di posizionarsi su un megatrend sostenuto da fattori di supporto strutturali.

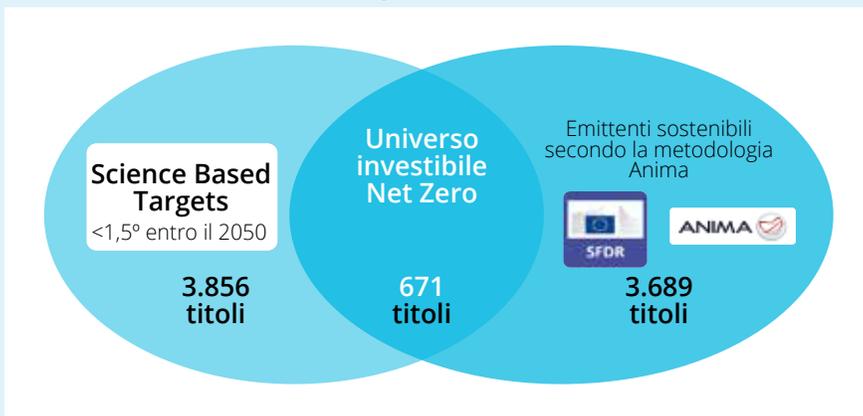


...e sostenuti da diversi venti di coda

Innanzitutto, investire in queste società permette di acquistare esposizione a comparti industriali ad alta crescita e innovativi, come ad esempio quello delle energie rinnovabili o delle tecnologie pulite. La transizione verso il Net Zero, peraltro, è sostenuta da massicci programmi sovranazionali di supporto, come lo European Green Deal dell'Unione Europea, che prevede un piano di investimenti pubblici e privati da 1000 miliardi di euro fra il 2020 e il 2030. Un altro importante fattore di supporto è costituito dalle politiche fiscali governative accomodanti implementate in alcuni dei principali mercati globali: si pensi all'Inflation Reduction Act approvato dal Congresso USA nel 2022, che prevede fra l'altro importanti misure per ridurre le emissioni di metano e crediti d'imposta per incentivare la produzione di elettricità a zero emissioni, o al programma europeo Repower EU, introdotto due anni fa per ridurre la dipendenza energetica dalla Russia diversificando le fonti di approvvigionamento e stimolando la produzione di energia pulita.

Infine, è importante ricordare che i prodotti focalizzati sulla transizione climatica intercettano la domanda crescente, da parte degli investitori, di soluzioni di investimento coerenti con i valori di tutela dell'ambiente e di rispetto dei criteri di sostenibilità.

Emittenti sostenibili e SBTi compliant: l'unione fa la forza!



Fonte: Osservatorio ANIMA, dati al 19 giugno 2024. L'universo investibile è in crescita, grazie all'adozione degli SBT da parte di un numero crescente di aziende

L'approccio di ANIMA al Net Zero

Per cogliere queste opportunità, ANIMA ha lanciato, a dicembre 2022, il fondo Anima Net Zero Azionario Internazionale, classificato ai sensi dell'art.9 della Sfdr. Questa soluzione, gestita in modo attivo, si concentra su titoli di aziende a media e grande capitalizzazione, inclusi in portafoglio in base a un doppio criterio: le società selezionate non solo devono essere sostenibili secondo l'approccio metodologico proprietario di ANIMA, che prevede una serie di criteri di esclusione e inclusione, ma devono anche rientrare nella lista delle imprese che si impegnano ad azzerare le emissioni nette entro 1,5°C rispetto all'era pre-industriale stilata dalla Science Based Targets iniziative (SBTi). Inoltre, il portafoglio è gestito in modo che il profilo emissivo di gas serra rispetto al fatturato (la cosiddetta GHG intensity) sia allineato o migliore, su base annuale, di quello del benchmark.

Nonostante questi criteri siano particolarmente selettivi al fine di assicurare il rispetto dei criteri di sostenibilità, l'universo investibile è in espansione grazie all'aumento del numero di aziende che intraprendono la transizione verso il Net Zero, assicurando così la necessaria diversificazione.

**Informazioni importanti su quanto contenuto in questo articolo sono disponibili a pag. 104*

**L'industria finanziaria
ha la possibilità
di trasformare
la sfida colossale
rappresentata dalla lotta
al cambiamento climatico
in un'opportunità
di investimento altrettanto
importante**

CAPITOLO 5

IL RUOLO DELLE STRATEGIE NET ZERO E CLIMATE CHANGE NEL PORTAFOGLIO

di Nicola Tommasini, CFA

Con l'Accordo di Parigi del 2015, oltre 190 Paesi si sono impegnati nel contenere l'aumento delle temperature globali ben al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali - con l'obiettivo di restare entro 1,5° C - attraverso un piano concreto di lungo termine che prevede una forte riduzione delle emissioni di gas serra entro il 2030 (-45%) e il raggiungimento del Net Zero entro il 2050. L'adesione all'accordo dei principali Paesi responsabili di gran parte delle emissioni di CO₂ a livello globale (come Cina, Stati Uniti, Unione Europea) ha portato, con tempi e modalità diverse, ad una concreta risposta dei vari governi in termini di piani d'investimento e di azione volti ad accelerare la transizione verso un mondo a basse emissioni di carbonio e decisivi nel coinvolgere in maniera crescente il mondo delle imprese e della finanza. In particolare, in ottica Net Zero, vale la pena ricordare alcune iniziative promosse nello specifico dal mondo del risparmio gestito, come

l'Asset Owners Net-Zero Alliance (2019) e la Net Zero Asset Managers Initiative (2020), quest'ultima per sostenere la transizione verso il Net Zero entro il 2050 anche attraverso la definizione di obiettivi climatici su base scientifica. In quest'ottica, particolarmente rilevante è anche la Science Based Targets Initiative (SBTi), che dal 2021 ad oggi ha fatto registrare una crescita esponenziale in termini di adesioni, con più di 4000 aziende che ad oggi hanno Science-Based Targets e più di 2.700 quotate che si sono date obiettivi Net Zero.

Alla luce quindi del crescente coinvolgimento sia del settore del risparmio gestito che del mondo delle imprese, le opportunità per gli investitori di far convergere i capitali verso strategie con obiettivi climatici legati al Net Zero sono cresciute in maniera significativa negli ultimi anni, innescando un circolo virtuoso che incentiva le aziende a partecipare con sempre maggior

impegno alla lotta per contrastare il cambiamento climatico. Ma concretamente, quali strategie legate al Net Zero sono effettivamente disponibili sul mercato e che caratteristiche hanno, sia in termini di approccio verso gli obiettivi climatici e Net Zero, che in termini di metriche tradizionali? E che ruolo possono ricoprire all'interno di un portafoglio, nel medio-lungo periodo?

Nonostante siano da tempo presenti sul mercato un numero elevato di strategie con obiettivi non-finanziari in qualche modo legati ad un contenimento delle emissioni di gas serra (per esempio, da tempo esistono strategie che escludono i combustibili fossili e negli ultimi anni sono cresciute quelle che mirano a mantenere un livello di emissioni di CO₂ inferiore a quelle dei rispettivi benchmark), in questo capitolo cercheremo di descrivere e analizzare le tipologie di strategie (in particolare azionarie) effettivamente più rilevanti in un'ottica Net Zero.

Strategie Azionarie Net Zero/ Paris-Aligned

Principali caratteristiche e differenze

Le strategie esplicitamente allineate agli Accordi di Parigi (i.e. Paris-Aligned) possono essere considerate quelle più direttamente collegate al tema Net Zero, avendo come obiettivo non finanziario specifico ed esplicito l'azzeramento delle emissioni nette di portafoglio entro il 2050, in linea con il Paris Agreement. Queste strategie, da un lato, offrono agli investitori l'opportunità di allocare e spostare i capitali da società a maggiore intensità di carbonio a società con minore intensità di carbonio, influenzandone così sul costo del capitale; dall'altro, mirano ad investire nelle società più impegnate verso la riduzione delle emissioni, contribuendo così a raggiungere i target di Parigi e allo stesso riducendo i rischi climatici in portafoglio. In particolare, quest'ultimo elemento può rivelarsi particolarmente rilevante nello scenario in cui i target degli Accordi di Parigi non vengano raggiunti e le

temperature in futuro dovessero continuare a salire.

Particolarmente rilevante per la chiara definizione e per l'evoluzione di queste strategie è la "EU climate benchmarks": nel 2020 la commissione Europea ha stabilito i criteri minimi che un indice deve soddisfare per essere considerato Carbon Transition Benchmark (CTB) e EU Paris-Aligned (PAB). In particolare, tali indici devono rispettare un percorso che consenta l'allineamento con l'obiettivo di 1,5°C dell'Accordo di Parigi, rispetto a un livello base iniziale definito dall'indice standard dell'universo di riferimento; i PAB richiedono una riduzione iniziale dell'intensità di carbonio del 50% rispetto ad un benchmark standard, mentre il CTB fissa questa percentuale al 30%, ed entrambi seguono un percorso di decarbonizzazione che prevede una riduzione media delle emissioni del 7% annuo, fino a raggiungere emissioni nette Zero nel 2050. Questi criteri, oltre ad essere cruciali per la creazione degli indici Net Zero e quindi per le strategie pas-

sive in quest'ambito, hanno definito una metodologia di riferimento per valutare la traiettoria di decarbonizzazione di qualunque portafoglio, anche attivo, rispetto ai target di Parigi.

Specificatamente per quanto riguarda la gestione attiva, le case d'investimento hanno scelto approcci diversi per quanto riguarda la costruzione di una strategia Paris-Aligned e percorso verso il Net Zero. In particolare, alcune strategie Net Zero hanno scelto di adottare come benchmark indici Paris Aligned (PAB) (e in misura minore, Climate Transition Benchmark - CTB) rispetto ai quali viene monitorata la traiettoria di decarbonizzazione del fondo e la "carbon intensity" di portafoglio (che solitamente rapporta le emissioni Scope1 + Scope2 del portafoglio rispetto al fatturato), con l'obiettivo di mantenere quest'ultima su livelli allineati o inferiori rispetto a quella del benchmark; altre case hanno invece scelto benchmark tradizionali, unitamente a target in termini di carbon intensity e decarbonizzazione diversi. Per quanto riguarda l'univer-

so investibile, generalmente le strategie Net Zero attive circoscrivono l'universo investibile alle sole società che mostrano un buon profilo in termini di "carbon intensity" e/o un percorso di decarbonizzazione credibile, investendo gran parte del portafoglio in società che hanno una carbon intensity decisamente inferiore a quella dei benchmark tradizionali o del settore di appartenenza e che, in termini di decarbonizzazione, hanno obiettivi Net Zero "science-based" (SBTi) oppure che si sono impegnate a definire obiettivi Net Zero "science-based" nel breve-medio periodo. La Science Based Target Initiative (SBTi), che nasce dalla collaborazione tra UN Global compact, World Resource Institute, Carbon Disclosure Project e WWF, ha infatti l'obiettivo di supportare le aziende nel percorso verso la riduzione delle emissioni di gas serra attraverso la definizione di target sia in termini di velocità che di entità. Alcune strategie si focalizzano specificatamente sulla società presenti nella lista SBTi e che quindi

hanno un esplicito Net Zero commitment - cioè un obiettivo di riduzione delle emissioni nette coerente con uno scenario di mantenimento delle temperature di 1,5°C al 2050 - altre strategie, pur privilegiando tali società, non hanno un commitment specifico e vincolante già ad oggi. Inoltre, se alcune di queste strategie sono nate avendo come principale tema e obiettivo non finanziario quello legato al Net Zero, mentre per altre strategie l'obiettivo Net Zero è affiancato da altri temi ugualmente o ancor più caratterizzanti ma comunque coerenti con un focus Net Zero (ed esempio, Sustainable Development goals, Climate solutions, etc.).

Il ruolo dell'engagement

Particolarmente rilevante sia per l'evoluzione e la diffusione delle strategie Net Zero, che per il raggiungimento degli obiettivi degli Accordi di Parigi è il ruolo del Climate Engagement. Per le strategie che fanno riferimento alla lista di aziende SBTi, l'attività di engagement è importante

per incoraggiare le aziende a rispettare gli obiettivi di riduzione delle emissioni, monitorando le iniziative intraprese, oppure nelle situazioni in cui una società non rispetta i target, per incoraggiare a predisporre programmi di azione e miglioramento. Inoltre, il dialogo attivo è rilevante anche per quanto riguarda l'aumento della trasparenza, al fine di stimolare le società a rendicontare non solo le emissioni di tipo Scope 1 e 2, ma anche, a tendere, quelle di tipo Scope 3. Le strategie Net Zero che hanno scelto un approccio maggiormente "unconstrained" (per esempio, adottando un benchmark tradizionale e investendo anche in aziende non presenti ad oggi nella lista SBTi) utilizzano l'attività di engagement soprattutto per persuadere le aziende che non aderiscono alla SBTi ad adottare target science based o a ridurre ugualmente l'intensità di carbonio, in questo modo contribuendo ad allargare l'universo investibile per tutte le strategie Net Zero. Ad esempio, quando una società ha un'intensità di

carbonio superiore ad un determinato target, alcune strategie richiedono di predisporre un piano di riduzione con obiettivi basati sulla scienza, in questo modo contribuendo all'allargamento della lista SBTi.

Per tutte le tipologie di strategie Net Zero, il ruolo dell'engagement potrebbe comunque assumere sempre più rilevanza nel corso del tempo: incoraggiare le aziende a ridurre le proprie emissioni anno dopo anno è fondamentale per contribuire a mantenere e possibilmente ad allargare le opportunità di investimento allineate ai target Net Zero, e rendere le strategie Net Zero sempre più "mainstream". Questo ha chiaramente una forte rilevanza anche in un'ottica generale in termini di raggiungimento dei target degli Accordi di Parigi; infatti, se tali strategie possono comunque ridurre l'intensità di carbonio a livello di portafoglio, vendendo anno dopo anno le società a maggiore intensità di carbonio, a livello generale ciò che conta maggiormente per la mitigazione della crisi climatica è persuadere le

Tabella 1**Overview di alcune strategie azionarie Net Zero**

Nome fondo	Categoria Morningstar	Benchmark	Tracking error (ultimi 3 anni - p.a.)*
Fondo 1	Global Large Cap Blend Equity	MSCI World Paris-Aligned	3,6%
Fondo 2	Global Large Cap Blend Equity	MSCI World	4,1%
Fondo 3	Global Large Cap Blend Equity	MSCI Acwi	4,6%
Fondo 4	Global Large Cap Blend Equity	MSCI World Paris-Aligned	5,0%
Fondo 5	Global Large Cap Blend Equity	MSCI World	5,4%

Fonte: Bloomberg ed elaborazioni personali dell'autore; *se track record inferiore a 3 anni, dato calcolato dal lancio della strategia

singole aziende ad adottare modelli di business che portino ad una graduale decarbonizzazione dell'economia.

Ruolo all'interno del portafoglio

Gran parte delle strategie Paris-Aligned, anche alla luce della modalità di costruzione dei principali indici Paris-Aligned (in linea con i criteri della "EU climate benchmarks"), mostrano generalmente caratteristiche tipiche delle strategie azionarie "blend", e attualmente le strategie globali Paris-Aligned, sia attive che passive, sono solitamente incluse nella categoria Morningstar "Azionario Globale Equity Blend". Esse mostrano infatti un "tracking error" non eccessivamente

elevato, rispetto a quello del mercato azionario di riferimento o dei principali indici tradizionali, e scostamenti settoriali e geografici moderati (inferiori al 10%). Il ruolo all'interno di un portafoglio per queste strategie può essere quindi particolarmente rilevante, in particolare per quegli investitori orientati a ridurre i rischi climatici di portafoglio mantenendo allo stesso un'esposizione bilanciata al mercato azionario (senza eccessivi bias fattoriali o settoriali). In quest'ottica, è importante continuare a monitorare l'evoluzione dell'universo investibile, per poter valutare se tali caratteristiche (tracking error moderato e bias contenuti) potranno esse-

re confermate nel corso del tempo; infatti, in uno scenario di decarbonizzazione coerente con gli Accordi di Parigi per le principali economie, l'universo investibile di società in grado di ridurre le emissioni potrebbe ulteriormente allargarsi. Viceversa, se il processo di decarbonizzazione dovesse segnare battute d'arresto, l'universo investibile potrebbe ridursi.

Strategie Azionarie Climate Change/ Climate Solutions **Principali caratteristiche e differenze**

In ambito azionario, l'altra dimensione più rilevante rispetto alla tematica Net Zero è rappresentata dalle strategie che investono in società che producono tecnologie, beni e servizi in grado di contrastare il cambiamento climatico e che quindi offrono soluzioni per raggiungere il target Net Zero, come ad esempio l'energia pulita, i veicoli elettrici, lo stoccaggio del carbonio, l'efficienza energetica, etc. (i.e. climate change/ solutions strategies). Queste strategie, da un lato,

contribuiscono agli Accordi di Parigi consentendo agli investitori di allocare i capitali verso aziende che hanno tecnologie e innovazioni necessarie per raggiungere gli obiettivi prefissati, dall'altro, consentono di partecipare a trend e opportunità legate ai forti investimenti necessari per raggiungere questi obiettivi. Inoltre, nel caso le temperature non dovessero seguire la traiettoria stabilita, esse consentono di prendere esposizione anche verso società ben posizionate per la mitigazione degli effetti del cambiamento climatico.

Nonostante la tematica comune, sul mercato sono presenti strategie con caratteristiche diverse, a seconda del focus delle strategie e dell'approccio dei vari gestori rispetto ai problemi e soluzioni in ambito climatico; in particolare, il peso dei principali temi in ambito climate change (indicati nella Tabella 1) può variare in maniera significativa, a seconda dell'approccio e della view di lungo periodo dei vari gestori, e portare ad esposizioni settoriali, geografiche e di stile di-

verse. Inoltre, la maggior parte delle strategie in quest'ambito mirano ad allineare il portafoglio ad alcuni specifici SDGs (generalmente i 7 più rilevanti sono relativi all'ambito climatico e climate related- Affordable and Clean Energy, Climate Action, Sustainable Cities and Communities, etc), ma il contributo ed il peso dei vari SDGs in portafoglio varia considerevolmente tra le strategie. Va comunque sottolineato che tutte le principali strategie in quest'ambito hanno un focus su alcuni settori specifici; come mostrato nella Tabella 2, i settori maggiormente rappresentati sono generalmente Technology, Industrials, Materials e Utilities; in particolare il peso elevato del settore Technology porta ad un leggero bias growth nella maggior parte di queste strategie. La concentrazione settoriale, inoltre, può aumentare per le strategie che scelgono di privilegiare la "purezza" dell'esposizione al tema "climate change" nella selezione dei singoli titoli (es. investendo solo in aziende che generano più del 50%

ricavi da prodotti e servizi allineati al tema climate change).

In ottica Net Zero, le strategie "climate solutions" possono essere viste come complementari alle strategie Paris-Aligned, poiché hanno un obiettivo diverso rispetto al tema ambientale/climatico. In particolare, queste strategie non hanno generalmente target in termini di carbon intensity e di riduzione delle emissioni di portafoglio, dato che il focus tematico specifico (clean energy, water efficiency) non consente di introdurre altri obiettivi, che rischierebbero di restringere eccessivamente l'universo investibile. In termini di contributo al tema Net Zero, le società in cui investono queste strategie forniscono comunque un impatto decisivo per la riduzione delle emissioni a livello generale, e per mitigare gli effetti negativi del cambiamento climatico (es. anche per quanto riguarda la biodiversità, la salute e l'alimentazione).

Il ruolo dell'engagement

Per queste strategie l'attività di En-

**Un'asset allocation
che tenga adeguatamente
conto della transizione
verso il Net Zero,
può essere efficace in termini
di mitigazione e riduzioni
dei rischi fisici e di transizione,
e di conseguenza
in termini di risultati
risk-adjusted
di medio-lungo periodo**

gagement, quando effettuata, risulta spesso focalizzata su tematiche tradizionali, come il miglioramento nei processi di Governance, per le società nelle quali i gestori investono con un orizzonte temporale di medio lungo periodo (e che solitamente rappresentano una parte importante del portafoglio). Il Climate Engagement è invece meno rilevante rispetto a quanto effettuato dalle strategie Paris-Aligned, dato che le strategie climate change investono in società che contribuiscono strutturalmente alla mitigazione dei cambiamenti climatici, che quindi hanno già un chiaro profilo “green” e come già sottolineato, non hanno solitamente obiettivi specifici in termini di riduzione delle emissioni di portafoglio.

Ruolo all'interno del portafoglio

È importante evidenziare che sul mercato sono presenti strategie “climate change/ solutions” con lunghi track record; infatti queste strategie sono state lanciate anche prima degli Accordi di Parigi, dato

che le società nelle quali investono sono esposte a trend (es. rinnovabili, efficienza energetica, etc) che hanno acquisito forte rilevanza nel mercato già diversi anni fa. Per questo motivo, le caratteristiche di queste strategie tendono ad essere già ben definite: nonostante solitamente utilizzino come benchmark indici tradizionali (solitamente MSCI All Country World) l'active share ed il tracking error sono sempre stati particolarmente elevati (come mostra la Tabella 2), come conseguenza anche dei bias settoriali e, in misura minore, di stile (growth). Infatti, queste strategie sono normalmente inserite da Morningstar in una categoria specifica, Equity Ecology. Il ruolo all'interno del portafoglio, per queste caratteristiche, tende quindi ad essere “satellite”, ma comunque rilevante in ottica Net Zero, in particolare per gli investitori più orientati verso le opportunità che possono emergere nell'ambito della transizione energetica e della mitigazione del cambiamento climatico.

Tabella 2**Overview di alcune strategie azionarie Climate Change/Climate Solutions**

Nome fondo	Tracking error vs Msci Acwi (ultimi 3 anni - p.a.)	Correlazione excess return vs fattore growth (ultimi 3 anni)	Peso cumulato settori Technology, Industrials, Materials e Utilities	Principali temi in portafoglio
Fondo 1	6,7%	0,17	tra 75% e 85%	Rinnovabili, efficienza energetica e gestione delle risorse, tutela dell'ambiente
Fondo 2	7,4%	0,5	tra 70% e 75%	Rinnovabili, efficienza energetica, risorse ambientali, trasporti sostenibili
Fondo 3	8,7%	0,46	tra 80% e 85%	Rinnovabili, efficienza energetica, gestione acqua e rifiuti, agricoltura sostenibile
Fondo 4	9,1%	0,61	tra 80% e 85%	Rinnovabili, efficienza energetica, gestione acqua e rifiuti, controllo dell'inquinamento, agricoltura sostenibile
Fondo 5	9,2%	-0,05	tra 75% e 85%	Rinnovabili, efficienza energetica, gestione acqua e rifiuti, trasporti sostenibili

Fonte: Bloomberg ed elaborazioni personali dell'autore

Altre strategie azionarie legate al clima

Alcune strategie azionarie si focalizzano, in maniera specifica o per una parte del portafoglio, su società che hanno un livello di emissioni ancora elevato e sopra la media del settore

e che, anche attraverso un'attività di Climate Engagement, cercano di promuovere i necessari cambiamenti strategici e operativi per un futuro a basse emissioni. Tali strategie mirano a trarre beneficio dal percorso di re-rating e di riduzione del rischio

di queste società, che può derivare ad esempio dall'introduzione di metodi di produzione più "green". In quest'ottica, anche il contributo positivo all'economia reale in termini Net Zero può essere significativo, considerando il ruolo che dovranno avere le aziende attualmente ad alte emissioni nel raggiungimento dei target. Va però sottolineato che per questo tipo di approccio è fondamentale un processo d'investimento chiaro e disciplinato, che preveda una review regolare dei progressi in ambito climatico delle società investite, e che includa un processo di dismissione delle società che non rispondono in maniera soddisfacente all'attività di engagement.

Strategie legate al clima in ambito obbligazionario

Anche in ambito fixed income gli investitori hanno la possibilità di contribuire alla mitigazione dei cambiamenti climatici e agli obiettivi Net Zero. In particolare, per quanto riguarda l'ambito Paris-Aligned, le

indicazioni della Ue circa i climate benchmark sono applicabili anche all'obbligazionario corporate, e anche in questo caso sono stati creati indici corporate PAB e prodotti obbligazionari Paris-Aligned. Anche le strategie Paris-Aligned obbligatorie mostrano caratteristiche interessanti: da un lato, consentono un'allocazione adeguatamente diversificata al mercato di riferimento, dall'altro permettono di evitare di finanziare società ad elevata intensità di carbonio, che potrebbero essere penalizzate da un repricing del costo del debito per ragioni climatiche.

Per quanto riguarda l'offerta di soluzioni legate al clima e che consentono un'esposizione anche a titoli Governativi e Quasi-Governativi, vale la pena menzionare le strategie Green Bond, che investono in obbligazioni cosiddette "green" e che hanno l'obiettivo di raccogliere fondi per progetti legati all'ambiente. Il primo green bond è stato emesso dalla BEI nel 2007 per sostenere progetti di energia rinnovabile e di efficienza energetica; negli

ultimi 10 anni questi strumenti hanno fatto registrare un'importante crescita e sono ormai riconosciuti come uno strumento rilevante per affrontare il cambiamento climatico, in particolare per la rilevanza nel finanziare progetti legati alle rinnovabili e all'efficienza energetica. Infatti, considerando gli elevati costi richiesti per la transizione verso il Net Zero, le strategie green bond risultano utili nella raccolta di capitali, in particolare dando la possibilità di accedere a uno spettro più ampio di investitori a quegli emittenti che abbiano progetti che contribuiscono alla transizione energetica. Dall'altro lato, gli investitori hanno la possibilità di contribuire al Net Zero anche investendo in emittenti corporate all'interno dei settori meno "green" (ma con nuovi progetti green) o in emittenti governativi, contribuendo quindi al Net Zero e allo stesso tempo potendo diversificare in maniera adeguata il portafoglio obbligazionario.

Conclusione

Gli sviluppi degli ultimi anni e le op-

zioni d'investimento ora presenti sul mercato consentono agli investitori d'integrare gli obiettivi Net Zero nell'asset allocation in maniera strutturale e consistente nel tempo, con possibili vantaggi dal punto di vista del rischio-rendimento del portafoglio. In particolare, anche se non è possibile prevedere con certezza se questa integrazione sarà premiante in futuro, si può affermare che un'asset allocation che tenga adeguatamente conto della transizione verso il Net Zero, può essere efficace in termini di mitigazione e riduzioni dei rischi fisici e di transizione, e di conseguenza in termini di risultati risk-adjusted di medio-lungo periodo. Inoltre, la presenza sul mercato di strategie consolidate e focalizzate sulle opportunità derivanti dalla transizione verso il Net Zero, consente agli investitori di contribuire attivamente alla mitigazione dei cambiamenti climatici e alla transizione verso basse emissioni di carbonio anche in quest'ottica e in maniera adeguatamente diversificata.

Bibliografia & Sitografia

Capitolo 1

- Climate Action Tracker (<https://climateactiontracker.org>)
- Glasgow Financial Alliance for Net Zero (<https://www.gfanzero.com>)
- IPCC, AR6 Synthesis Report: Climate Change 2023
- Net Zero Tracker (<https://zerotracker.net>)
- The Carbon State of Carbon Dioxide Removal, A global, independent scientific assessment of Carbon Dioxide Removal, 1st Edition, 2022
- World Economic Forum, The Global Risks Report 2024, Gennaio 2024

Capitolo 4

- Giese, G. (2019). Understanding MSCI ESG Indexes. MSCI.com
- CREATE-Research, DWS. (2022). Net zero: Going beyond the hype. create-research.co.uk
- EU Technical Expert Group. (2019). TEG Final Report on Climate Benchmarks and Benchmarks' ESG disclosures. ec.europa.eu
- Amundi. (2021). Capire gli Investimenti sul Clima. amundi.it

Capitolo 5

- Morningstar September: Investing in Times of Climate Change 2023
- Analisi proprietarie derivanti dal confronto diretto con gestori/ case d'investimento
- CFA Financial Analysts Journal: Net-Zero Carbon Portfolio Alignment
- SBTi, UN-convened Net-Zero Asset Owner Alliance, The Net Zero Asset Managers Initiative (siti internet)

Finito di stampare nel mese di luglio 2024 presso:

AGF SpA

Via del Tecchione, 36

20098 Sesto Ulteriano-S.Giuliano Milanese (MI)

Su carta



DISCLAIMER

Il contenuto della presente pubblicazione ha carattere puramente informativo ed esprime l'opinione personale dei contributori e non rappresenta la posizione ufficiale di CFA Society Italy né dei datori di lavoro degli autori.

Nessuna delle informazioni ivi contenute costituisce una consulenza, una raccomandazione o una sollecitazione all'investimento, né l'offerta per la prestazione di un servizio di investimento.

Le opinioni espresse in questo documento non costituiscono una consulenza all'investimento o altra forma di consulenza in materia di investimenti e possono essere soggette a modifiche. Il presente documento è privo delle informazioni idonee a determinare, in concreto, la propensione al rischio e, dunque, non può e non deve costituire la base per assumere alcuna decisione di investimento. Tutte le operazioni descritte vengono riportate come semplici spunti di riflessione.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Open Financial Communication e sulla base di informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti. Open Financial Communication non garantisce l'accuratezza, la completezza e l'affidabilità dei dati e delle informazioni contenuti in questo documento e declina ogni responsabilità al riguardo.

Il lettore si assume ogni responsabilità relativamente alle proprie scelte di investimento, che sono prese in completa autonomia. Open Financial Communication declina ogni responsabilità per eventuali conseguenze che dovessero derivare da un'operatività fondata sui contenuti di questo volume.

Le informazioni riguardanti le performance passate di qualsiasi strategia di investimento non garantiscono e non sono indicative di possibili performance future. L'investimento in strumenti finanziari può comportare un elevato grado di rischio e può comportare perdite anche superiori al capitale inizialmente impegnato. Tale documento non costituisce materiale pubblicitario ma è redatto solo ed esclusivamente a carattere informativo.

ANIMA

Informazioni importanti

Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il Prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave (KID), il Regolamento di gestione e il Modulo di sottoscrizione prima di prendere una decisione finale di investimento. I KIDs sono disponibili nella lingua ufficiale locale del paese di distribuzione. Il Prospetto è disponibile in italiano/inglese. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Il Gestore può decidere di porre fine alle disposizioni adottate per la commercializzazione dei suoi organismi di investimento collettivo in conformità dell'articolo 93 bis della direttiva 2009/65/CE.

Autori

Alessandro Stella, CFA, CESGA - Coverage & ESG Specialist, Retail and Wholesale - DWS

È entrato in DWS nel 2017 e si occupa di gestire la relazione con la clientela Wholesale e Retail, con focus sull'attività di distribuzione dei fondi a gestione attiva. È anche ESG Specialist per la branch italiana. In precedenza, ha lavorato per 3 anni in Anima SGR come Relationship Manager all'interno della divisione commerciale. Ha iniziato il proprio percorso professionale nel 2014 in Deutsche AWM, dopo aver conseguito una Laurea Magistrale in International Management presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. È docente di AIAF Financial School per il corso CESGA ESG Essentials e collabora con AIAF su iniziative legate a finanza sostenibile ed investimenti ESG. Ha ottenuto un master in ESG Analysis & Investing presso POLIMI Graduate School of Management, il diploma EFFAS CESGA e il CFA Certificate in ESG Investing. È CFA Charterholder e membro del comitato Advocacy di CFA Society Italy.

Nicola Tommasini, CFA - Responsabile Servizio Analisi, Divisione Multi-Manager - Anima SGR

È Responsabile del Servizio Analisi per la Divisione Multi-Manager di ANIMA SGR. Entrato in ANIMA nel 2018, in precedenza ha ricoperto le posizioni di Fund selector e Portfolio manager di fondi di fondi, sempre nell'ambito della Divisione Multi-Manager. Proviene da Aletti Gestielle SGR, dove è entrato nel 2005 come Equity Analyst/Assistant Portfolio manager nel comparto Investimenti diretti, per poi diventare Fund selector/Investment analyst per il comparto Multi-Manager nel 2009 e Head of Research and Due Diligence per lo stesso comparto nel 2016. È laureato in Economia aziendale all'Università degli Studi di Parma e ha conseguito un Master in Economics presso l'Università Bocconi; è inoltre titolare di una certificazione CFA.

Le uscite precedenti

- 1 Factor Investing
- 2 Fixed Income
- 3 Alternative Investments
L'importanza del Wealth Management
- 4 Investimenti ESG
- 5 Alternative Investments
Le principali tecnologie
- 6 Etf & Fund Selection
- 7 Systematic Investments
- 8 Unconstrained Fixed Income
- 9 Value Investing
- 10 Asset Allocation
- 11 Passive Investments
- 12 Thematic Investments
- 13 Emerging Markets
- 14 Fixed Income ESG
- 15 Investimenti ESG
Un universo in evoluzione
- 16 Private Markets
- 17 Fixed Income
Una nuova era
- 18 Emerging Markets
Fixed Income

CFA Society Italy è l'associazione Italiana dei professionisti che lavorano nell'industria finanziaria italiana.

CFA Society Italy nata nel 1999 come organizzazione no profit, è affiliata a CFA Institute, l'associazione globale di professionisti degli investimenti che definisce gli standard di eccellenza per il settore. CFA Society Italy conta attualmente circa 600 soci attivi e nel mondo i professionisti certificati CFA® sono oltre 167.000. Assegnato per la prima volta nel 1963, CFA® è la designazione di eccellenza professionale per la comunità finanziaria internazionale. Il programma CFA® offre una sfida educativa davvero globale in cui è possibile creare una conoscenza fondamentale dei principi di investimento, rilevante per ogni mercato mondiale.

I soci che hanno acquisito la certificazione CFA® incarnano le quattro virtù che sono le caratteristiche distintive di CFA Institute: Etica, Tenacia, Rigore e Analisi.

CFA Society Italia offre una gamma di opportunità educative e facilita lo scambio aperto di informazioni e opinioni tra professionisti degli investimenti, grazie ad una serie continua di eventi per i propri membri. I nostri soci hanno la possibilità di entrare in contatto con la comunità finanziaria italiana aumentando il proprio network lavorativo. I membri di CFA Society Italy hanno inoltre la possibilità di partecipare attivamente ad iniziative dell'associazione, che consentono di fare leva sulle proprie esperienze lavorative.

L'iscrizione e il completamento degli esami del programma CFA®, anche se fortemente raccomandati, non sono un requisito per l'adesione e incoraggiamo attivamente i professionisti italiani del settore finanziario a unirsi alla nostra associazione.