

Investimenti sostenibili nei fondi pensione italiani: illusione o buone pratiche di sviluppo?

Paola Paoloni *, *Giuseppe Modaffari***

Received: 10 November 2024

Accepted: 27 March 2025

Sustainable investments in Italian pension funds: decoys or best practices for development?

Abstract

Responsible investments represent one of the key topics within the broader research stream on sustainable development. In this context, the aim of this paper is to investigate how Italian pension funds consider ESG factors within their investment policy documents. The paper adopts a mixed-method approach, analyzing ESG factor disclosure and performance in the investment policy documents of 72 Italian pension funds, both open-ended and contractual. The findings reveal differing approaches among the funds with respect to the observed factors. Open-ended pension funds tend to be more sensitive to responsible investment issues compared to contractual pension funds. Moreover, only in a few cases, funds choose specific names on ESG and sustainability factors to assign to individual investment sub-funds.

The originality of this work can be observed from both a theoretical and practical standpoint. Integrating ESG criteria into corporate strategy can generate competitive advantages through differentiation and material risk management, as well as deliver greater benefits to key stakeholders of these entities: pension beneficiaries, regulators, employers, and voluntary members. From a practical perspective, the evidence provided by this study may support regulators and industry practitioners in enhancing the quality of disclosure and reporting practices of Italian pension funds regarding ESG considerations.

Keywords: Pension funds, ESG, Sustainable development, SRI, investment strategy, performance

* Sapienza University of Rome, Department of Law and Economics of Firm.

** UniCamillus-Saint Camillus International University of Health Sciences, Department of Medicine. Corresponding author: giuseppe.modaffari@unicamillus.org

1. Introduzione

Lo scopo del presente lavoro è investigare in che modo i fondi pensione italiani considerano i fattori ESG all'interno della propria politica di investimento, cercando di approfondire le sfide che possono insorgere tra il bilanciamento degli obiettivi economici e finanziari dell'azienda (Zappa, 1950; Onida, 1985; Bertini, 1990; Zanda G., 2015; Paoloni, 2021; Catturi, 2022; Cinquini *et al.*, 2023) e gli obiettivi dei diversi portatori di interesse (Ciccola *et al.*, 2022; Pigatto *et al.*, 2023; Collini and Coller, 2023; Norreklit and Cinquini, 2024).

I fondi pensione sono il fulcro della previdenza complementare, essi accumulano i contributi versati dai lavoratori e dai datori di lavoro, investendoli in asset finanziari per accrescere il patrimonio nel tempo. La gestione dei fondi pensione è regolata da norme specifiche che mirano a proteggere gli interessi degli aderenti e a garantire la sopravvivenza del fondo stesso. Nel contesto nazionale si possono distinguere quattro tipologie di fondi pensione, ai cui estremi si collocano i fondi negoziali e i fondi aperti. I primi non perseguono scopo di lucro e sono alimentati da aderenti che vi confluiscano per specifiche disposizioni giuslavoristiche. I secondi, invece, perseguono scopo di lucro e sono alimentati da volontarie sottoscrizioni da parte degli aderenti. La differente considerazione dei fattori ESG nelle previsioni di investimento, quindi, può causare effetti diversi per la sopravvivenza di questi soggetti uguali nella forma ma profondamente diversi nella sostanza (Modaffari and Beck, 2025).

Nella letteratura economico-aziendale, il dibattito sulla sostenibilità nelle strategie di investimento dei fondi pensione è ancora poco sviluppato. I contributi presenti sul tema si basano prevalentemente sul concetto di *responsible investment* (RI) (Himick and Audousset-Coulier, 2016; Sievänen *et al.*, 2017; Alda, 2019; Hoepner and Schopohl, 2020; Alda, 2021; Hoepner *et al.*, 2021; Giese *et al.*, 2021). Nel contesto europeo, il tema della sostenibilità è principalmente affrontato dalla Direttiva UE n. 2022/2464 (cd. CSR Directive), anche se, in Italia, tale previsione normativa non trova applicazione per i fondi pensione che rimangono soggetti alla Direttiva n. 2016/2341 (cd. Iorp II) ed alla delibera Covip del dicembre 2020 e al Regolamento UE 2019/2088, modificato dal Regolamento (UE) 2020/852. Con specifico riferimento al tema affrontato nel presente lavoro, i principali obblighi a cui i fondi sono soggetti possono essere riassunti da un lato dalle previsioni della Iorp II che pongono l'obbligo di considerare i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nella propria politica di investimento; dall'altro dalle previsioni della delibera Covip del dicembre

2020, che richiedono di fornire informazioni aggiuntive sulle caratteristiche ambientali o sociali degli investimenti sostenibili; l'integrazione dei rischi di sostenibilità; e i principali effetti negativi per la sostenibilità delle decisioni di investimento (Modaffari, 2024).

In questo scenario in continua evoluzione, ancora caratterizzato da regole poco chiare sulle pratiche che i fondi debbano seguire in tema di investimenti sostenibili, si inserisce il presente lavoro che si prefigge lo scopo di studiare le seguenti domande di ricerca:

1. i fattori ambientali sociali e di governance sono trattati in maniera esplicita dai fondi pensione aperti e negoziali nel documento di politica di investimento?

2. in termini di performance, gli investimenti sostenibili raggiungono risultati migliori rispetto agli altri praticabili?

Per rispondere alle summenzionate domande di ricerca, gli autori hanno adottato una metodologia di ricerca mista quali-quantitativa. Per la prima domanda di ricerca si è proceduto con l'analisi qualitativa dei contenuti esposti nel documento della politica di investimento dei fondi pensione italiani aperti e negoziali e alla catalogazione delle informazioni in questi contenute. Per la seconda domanda di ricerca, invece, si è proceduto ad elaborare le informazioni catalogate attraverso tecniche di statistica inferenziale.

Le principali evidenze della ricerca mostrano come i fondi pensione aperti e negoziali italiani non presentano lo stesso grado di sensibilità alle questioni ESG. Alcuni trattano in maniera esplicita tali questioni, altri in modo generico, altri ancora non risultano *compliant* con le previsioni che pongono l'obbligo di considerare i fattori ESG nella propria politica di investimento.

I fondi aperti sono più sensibili alle tematiche della sostenibilità rispetto ai fondi negoziali, i primi utilizzano in maniera più frequente una nomenclatura specifica ESG per i comparti dedicati agli investimenti sostenibili.

In termini di performance, gli investimenti sostenibili non si differenziano particolarmente dagli altri investimenti praticabili, anche se nella maggior parte dei casi i comparti con nomenclatura specifica sui fattori ESG fanno registrare performance migliori rispetto a tutti gli altri comparti.

L'originalità del lavoro può essere osservata sia dal punto di vista teorico che pratico. Integrare i criteri ESG nella strategia di investimento può condurre a vantaggi competitivi di differenziazione ed una più efficace gestione dei rischi. Quanto ai profili più strettamente collegati alle implicazioni pratiche, l'utilità del presente contributo può essere apprezzata con riferimento allo stile di gestione dei fondi, ad aspetti tecnici sugli

investimenti, all'attività del regolatore e alla standardizzazione delle politiche ESG in termini di disclosure e misurazione.

In particolare, la presente ricerca conferma il ruolo positivo dei fondi pensione con una gestione attiva nel mercato azionario e mostra come ancora oggi esistano divergenze sull'informativa inerente ai fattori ambientali, sociali e di governance e sulle performance degli investimenti collegati a questi fattori.

Il lavoro si struttura come segue: nel paragrafo 2 si approfondisce la letteratura in tema di investimenti e sostenibilità dedicando particolare enfasi al concetto di investimenti responsabili, il paragrafo 3 illustra il background metodologico del lavoro, il paragrafo 4 è riservato ai risultati della ricerca, il paragrafo 5 illustra le conclusioni, le implicazioni teoriche e pratiche sono elaborate nel paragrafo 6.

2. Investimenti e sostenibilità dei fondi pensione nella letteratura

Il tema degli investimenti sostenibili ha subito una profonda evoluzione, passando da una generica trattazione all'interno dei *socially responsible investment* (SRI) ad una più attuale e specifica all'interno del filone di ricerca dedicato ai *responsible investment* (RI) (Modaffari and Beck, 2025). Il filone dei SRI nasce come declinazione dei temi sulla responsabilità sociale di impresa e per molto tempo è stato utilizzato come “concetto-ombrello” per descrivere una serie diversificata di pratiche di investimento orientate ad aspetti sociali, responsabili o etici (O'Rourke, 2003; Sethi, 2005). A causa della poca chiarezza con la quale è stato utilizzato il significato di investimenti socialmente responsabili (SRI), gli studi sviluppati in questo filone di ricerca non hanno permesso di affermare con precisione i temi collegati agli investimenti sostenibili. Per tale ragione, nella prima decade degli anni duemila, si sviluppa il filone dei RI con lo specifico scopo di trattare esclusivamente questioni legate a questa particolare forma di investimento. Secondo l'Eurosif, 2010, un fondo decide di praticare investimenti responsabili (*responsible investment* - RI) quando include criteri ambientali, sociali, di governance ed etici nelle loro decisioni di investimento, integrandoli nel proprio business model in modo costante e non solo allo scopo di attrarre nuovi investitori (Sievänen *et al.*, 2013).

Gli investimenti responsabili possono avere un impatto positivo sulla reputazione dei fondi e sulla fiducia degli stakeholders (Woods and Urwin, 2010). Implementare una strategia di successo dedicata agli investimenti socialmente responsabili, basata sull'integrazione dei criteri ESG nelle

analisi finanziarie, può condurre a diversi vantaggi come incentivare l'allocazione degli asset verso investimenti sostenibili, promuovere l'adozione di pratiche di engagement attivo con le aziende in cui si investe, migliorare la performance finanziaria nel lungo termine del fondo e la gestione del rischio, ridurre la volatilità del portafoglio e offrire l'accesso a nuove opportunità (Sievanen *et al.*, 2013). Al contempo, perseguire una strategia di investimento sostenibile integrata non è sempre sinonimo di vantaggi nella gestione, anzi questa può condurre ad un disallineamento tra gli interessi sociali e quelli finanziari. Le principali cause di queste divergenze sono individuabili, in primo luogo, nel periodo temporale dell'investimento: a differenza della dinamica sociale, quella finanziaria si focalizza prioritariamente sui rendimenti di breve termine, contrastando la realizzazione di strategie di investimento responsabile i cui risultati richiedono tempi più lunghi. In secondo luogo, le pratiche di RI necessitano di maggiori risorse e di un impegno attivo e pertanto possono generare costi aggiuntivi a scapito della performance finanziaria. Altri studi si sono concentrati sul bilanciamento tra performance economico-finanziarie ed obiettivi degli stakeholder (Deelestra *et al.*, 2003; Andreu *et al.*, 2014; Ongena and Zalewska, 2018; Blake *et al.*, 2017, Jara *et al.*, 2019).

Ad esempio, lo studio di Ajina *et al.* 2014, conferma il ruolo determinante dei fondi pensione all'interno del mercato finanziario, in particolare in quello azionario, in termini di riduzione delle asimmetrie informative e di gestione della liquidità. La presenza di questi soggetti istituzionali è un fattore positivo per la governance aziendale e la protezione degli investitori di minoranza. Nella stessa direzione si inserisce lo studio di Aglietta *et al.*, 2012, che mira ad osservare se la gestione attiva possa coesistere con le esigenze di stabilità e protezione degli stakeholder, tra cui pensionati-beneficiari, policymaker, datori di lavoro o aderenti volontari. Lo studio mostra come la gestione attiva dei fondi è meno rilevante per portafogli bilanciati, ma assume un ruolo determinante per singole classi di asset, come azioni, obbligazioni e investimenti garantiti. Lo studio in commento sviluppa riflessioni diverse per ciascuna categoria di stakeholder. Per i beneficiari (i pensionati) gli autori propongono una duplice riflessione: se da un lato la gestione attiva del fondo può provocare maggiore volatilità, dall'altro può generare extra-rendimenti in favore della stabilità delle rendite. Per i principali finanziatori dei fondi pensione (i datori di lavoro e gli aderenti volontari), si osserva come la gestione attiva basata sull'allocazione strategica delle risorse può contribuire a contenere i rischi e ottimizzare i rendimenti nel lungo periodo, ovvero favorisce un migliore equilibrio tra contribuzione e stabilità finanziaria. Infine, per il regolatore (il policymaker),

la gestione attiva promuove le attività di regolamentazione e controllo volte al contenimento dei rischi sistemici del mercato.

Studi più recenti sul tema delle pratiche sostenibili dei fondi pensione, si sono prevalentemente concentrati sull'osservazione del comportamento dei fondi in specifici contesti territoriali. Lo studio di Apostolakis *et al.*, 2018, propone un'analisi sui fondi pensione olandesi e mostra come gli aderenti prediligano un'interpretazione estesa del dovere fiduciario, che includa considerazioni etiche, ambientali e sociali, oltre ai ritorni finanziari. Secondo tale interpretazione, i fondi pensione che adottano pratiche di investimento responsabili esercitano una pressione significativa sulle aziende, influenzando positivamente la governance aziendale, oltre a rispettare gli interessi degli aderenti. Ancora, Alda, 2019, propone uno studio su 197 fondi pensione britannici e giunge alla conclusione che i fondi orientati alle pratiche sostenibili contribuiscono a far sviluppare business sostenibili alle imprese partecipate, influenzando le decisioni delle imprese partecipate. Lo stesso autore in un successivo studio del 2021 giunge alla conclusione che i fondi socialmente responsabili raggiungono performance finanziarie non inferiori a quelle raggiunte dai fondi che attuano investimenti non sostenibili. Lo studio in commento dimostra che l'attuazione di RI può migliorare la sostenibilità di lungo termine del fondo non penalizzando le attese in termini di rendimenti per gli investitori (Alda, 2021).

Alla luce di quanto sopra, se da un lato si comprende la necessità di alimentare questo filone di ricerca per migliorare la conoscenza sul ruolo che i fondi pensione possono giocare nello sviluppo sostenibile del contesto economico e sociale, dall'altro emerge l'assenza di una prassi consolidata in tema di investimenti responsabili.

Per contribuire all'integrazione di pratiche ESG all'interno dei processi decisionali di investimento dei fondi pensione sarebbe opportuno prevedere un quadro normativo specifico che integri queste pratiche nel dovere fiduciario dei fondi pensione. Seppur tanto lavoro ancora c'è da fare, specie in Italia dove i fondi pensione restano esclusi dalle principali normative sulla sostenibilità, un primo passo verso tale modello integrato potrebbe essere lo sviluppo dei principi sugli investimenti sostenibili UN PRI (UN PRI, 2012; Jansson, *et al.*, 2014; Himick and Audousset-Coulier, 2016) con vincoli più stringenti.

In questa direzione si inserisce il presente studio, il quale intende osservare se, effettivamente, praticare investimenti sostenibili consente ai fondi pensione socialmente responsabili di raggiungere un vantaggio competitivo di differenziazione rispetto ai fondi convenzionali e di

conseguenza di far beneficiare gli stakeholder di maggiori rendimenti. Nell'ottica più strettamente economico-aziendale, il lavoro permette di osservare il comportamento delle due diverse categorie di fondi pensione che oggi rappresentano gli estremi della previdenza complementare italiana: i fondi aperti che perseguono lo scopo di lucro e i fondi negoziali che, invece, non perseguono tale scopo.

3. Metodologia

Il lavoro si basa su una metodologia di ricerca mista. Per rispondere alla prima domanda di ricerca, il lavoro utilizza la metodologia qualitativa dell'analisi esplorativa-descrittiva, nota come "*Exploratory Descriptive Qualitative*" (EDQ) research (Carvalho *et al.*, 2005; Cleff, 2014; Modaffari and della Corte, 2022; Modaffari and Paoloni, 2023). La ricerca esplorativa risulta particolarmente utile per osservare le modalità con cui un determinato fenomeno si manifesta, il suo utilizzo permette di studiare fenomeni poco esplorati, contribuendo allo sviluppo di nuove conoscenze in quell'area (Glaser and Strauss, 1967; Glaser, 1978). Nel caso proposto nel presente lavoro, la metodologia esplorativa descrittiva è utilizzata quindi per comprendere l'approccio dei fondi pensione di tipo aperto e di tipo negoziale nei confronti dei fattori ambientali, sociali e di governance nell'ambito dei propri investimenti.

3.1 Dataset e protocollo di ricerca

Il dataset utilizzato per sviluppare il lavoro prende in esame i fondi pensione di tipo aperto e di tipo negoziale operanti in Italia alla data del 30 marzo 2024. I dati anagrafici di ciascun fondo sono stati estratti dall'elenco pubblicato sul sito internet della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione (Covip)¹. Alla data di indagine risultano iscritti n.39 fondi aperti e n.36 fondi negoziali, di cui 3 in liquidazione. Gli elementi disponibili per l'analisi sono pertanto 72. Le anagrafiche dei fondi che compongono il

¹ Istituita nel 1993, la COVIP vigila sull'ordinato sviluppo del sistema delle forme pensionistiche complementari con ampi poteri di vigilanza, ispettivi, sanzionatori e di regolamentazione. L'Autorità, quindi, gestisce l'Albo dei fondi pensione a cui tutte le forme pensionistiche complementari devono essere iscritte per esercitare l'attività. Può formulare proposte di modifica legislativa in materia di previdenza complementare. Per maggiori informazioni www.covip.it.

campione sono esposte nelle appendici del lavoro (cfr. figure 1 e 2 in Appendice - www.sidrea.it/investimenti-sostenibili-fondi-pensione).

Individuati tutti gli elementi del campione, il protocollo di ricerca ha preso avvio con l'estrazione del documento sulla politica di investimento pubblicato sul sito internet di ciascuno dei 72 fondi pensione individuati.

Le fasi di estrazione e catalogazione delle informazioni sono state realizzate attraverso l'utilizzo di Python, un software di programmazione avanzata spesso utilizzato nel campo delle scienze. Per le attività di estrazione sono state impiegate le librerie "Sqlite3+re", mentre per le attività di catalogazione all'interno del database è stata impiegata la libreria Pandas.

La fase di analisi dei risultati è stata sviluppata osservando il diverso comportamento tenuto dai fondi in ciascuna tipologia di investimento, ovvero nell'azionario, nell'obbligazionario, nel bilanciato e nel garantito.

Con specifico riferimento alle performance degli investimenti, oggetto della seconda domanda di ricerca, il lavoro utilizza un approccio quantitativo basato sulla statistica inferenziale. Nello specifico, partendo dal fenomeno noto delle performance degli investimenti dei fondi pensione, gli autori cercano di comprendere il fenomeno non noto del vantaggio competitivo di differenziazione che può verificarsi tra i fondi socialmente responsabili e i fondi convenzionali. Tale analisi è resa possibile attraverso il confronto dei rendimenti percentuali di performance degli investimenti (responsabili e convenzionali) rispetto alla deviazione standard di ciascuna tipologia di investimento (azionario, obbligazionario, bilanciato e misto).

4. Analisi dei risultati

Alla data di analisi risultano attivi 280 comparti di cui: 182 attivati dai 39 fondi pensione aperti e 98 dai 33 fondi negoziali. Questa prima evidenza mostra un comportamento più attivo negli investimenti dei fondi aperti rispetto ai negoziali.

Rispetto alla singola tipologia di investimento, i fondi aperti ricorrono in misura prevalente agli investimenti di tipo bilanciato e di tipo obbligazionario, solo una parte dei comparti attivi è dedicato ad investimenti di tipo azionario o garantito. I fondi pensione negoziali, al contrario, basano la loro politica prevalentemente su investimenti di tipo garantito e di tipo bilanciato, solo una parte dei comparti attivi è riservata ad investimenti azionari e a quelli obbligazionari.

La figura che segue (fig. 1) fornisce una classificazione dei comparti attivi con evidenza della singola tipologia di investimento.

Investimenti sostenibili nei fondi pensione italiani: illusione o buone pratiche di sviluppo?

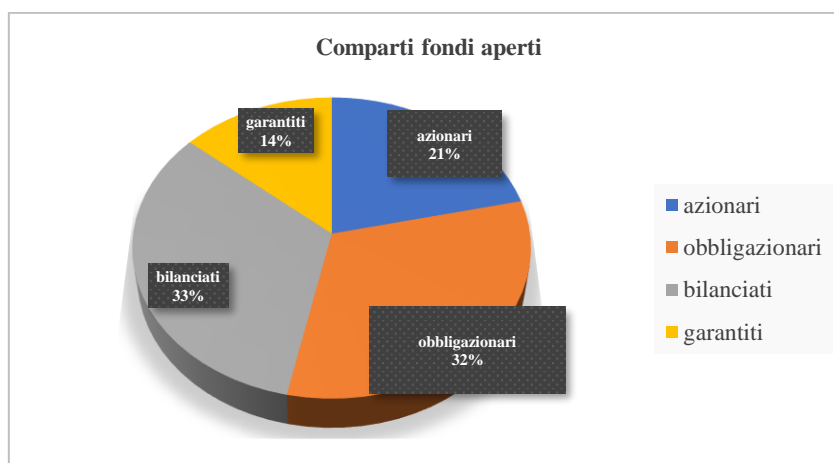
Figura 1 – Classificazione dei comparti attivi per singola tipologia di investimento

Tipologia investimento:	Azionario	Obbligazionario	Bilanciato	Garantito	Totale Comparti
Tipologia fondo:	<i>n. comparti</i>	<i>n. comparti</i>	<i>n. comparti</i>	<i>n. comparti</i>	
FONDI APERTI	39	58	60	25	182
FONDI NEGOZIALI	20	13	32	33	98
Totale	59	71	92	58	280

Fonte: Autori

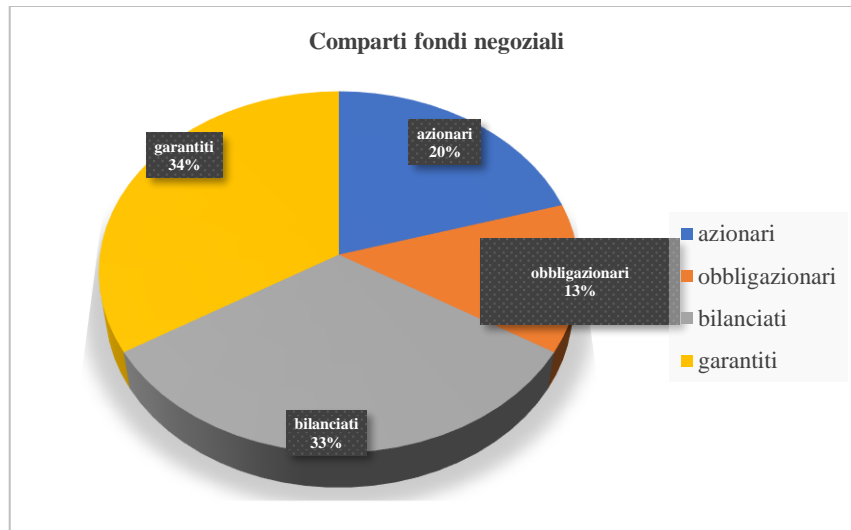
Le seguenti figure 2 e 3 illustrano la composizione percentuale del totale dei comparti attivi per ciascuna tipologia di fondo.

Figura 2 - Composizione dei comparti attivi nei fondi pensione aperti rispetto alla tipologia di investimento



Fonte: Autori

Figura 3 - Composizione dei comparti attivi nei fondi pensione negoziali rispetto alla tipologia di investimento



Fonte: Autori

Dall'analisi dei diversi documenti, sia i fondi pensione aperti che negoziali adottano indicatori di tracking error volatility (TEV) e di value at risk (VAR) per il monitoraggio degli investimenti. Il TEV misura la volatilità dei rendimenti rispetto ad un indice determinato, mentre il VAR esprime la probabilità massima di perdita in un periodo di tempo prestabilito.

Effettuata una panoramica generale sulle determinanti del comportamento dei fondi pensione aperti e negoziali rispetto agli investimenti, i paragrafi che seguono sono dedicati al tema dei fattori ambientali, sociali e di governance presenti in ciascuna categoria di investimento.

4.1 I fattori ESG nella politica di investimento dei fondi aperti e negoziali

Il presente paragrafo sviluppa un focus sulle due domande di ricerca formulate dagli autori.

La prima domanda di ricerca è:

Investimenti sostenibili nei fondi pensione italiani: illusione o buone pratiche di sviluppo?

1. i fattori ambientali sociali e di governance sono trattati in maniera esplicita dai fondi pensione aperti e negoziali nel documento di politica di investimento?

Atteso che alla data del presente lavoro le previsioni della direttiva CSRD non trovano specifica applicazione per i fondi pensione italiani, i risultati dell'analisi evidenziano una diversa attenzione alla disclosure sugli investimenti sostenibili da parte dei soggetti esaminati. Alcuni fondi, forniscono un'informativa generica sui fattori ESG, altri non la prevedono affatto ed altri ancora, invece, non solo si esprimono in modo dettagliato su queste tematiche ma scelgono anche di attribuire una nomenclatura specifica ai fattori ESG a tutti quei comparti che pongono in essere investimenti sostenibili.

Per una migliore descrizione del fenomeno gli autori hanno proceduto a catalogare le evidenze riscontrate nei documenti di politica di investimento secondo tre diverse opzioni: a) "espressione esplicita" se all'interno del documento è riservato un paragrafo apposito sui fattori ESG; b) "espressione generica" se all'interno del documento i fattori sono citati in senso generale senza nessuna sezione specifica; c) "nessuna espressione" se tali fattori non sono menzionati all'interno della politica di investimento.

Dei 39 fondi aperti analizzati circa il 76% (30 fondi su 39) rientra nell'opzione a) espressione esplicita, mentre circa 24% (9 fondi su 39) rientra nell'opzione c) nessuna espressione. Non si rilevano fondi aperti nell'opzione b) espressione generica.

Dei 33 fondi negoziali analizzati circa il 48% (16 fondi su 33) rientra nell'opzione a) espressione esplicita, il 39% rientra nell'opzione b) espressione generica (13 fondi su 33), mentre circa 12% (4 fondi su 33) rientra nell'opzione c) nessuna espressione.

I risultati dell'analisi mostrano quindi una differente sensibilità dei fondi rispetto ai fattori ambientali, sociali e di governance, con un comportamento più attivo dei fondi di tipo aperto.

Rispetto alla nomenclatura ESG dei singoli comparti si rileva che:

- per gli investimenti azionari: sono presenti 6 comparti ESG per i fondi aperti e nessun comparto per i fondi negoziali;
- per gli investimenti obbligazionari: sono presenti 9 comparti ESG per i fondi aperti e 3 per i fondi negoziali;
- per gli investimenti bilanciati: sono presenti 10 comparti ESG per i fondi aperti e 1 per i fondi negoziali;

- per gli investimenti garantiti: sono presenti 4 comparti ESG per i fondi aperti e nessuno per i fondi negoziali

La figura (fig. 4) che segue riassume il comportamento dei fondi in termini di disclosure ed evidenzia il numero di comparti attivi con nomenclatura ESG rispetto a ciascuna tipologia di investimento.

Figura 4 – Modalità di disclosure e numero di comparti con nomenclatura ESG rispetto a ciascuna tipologia di investimento

Sezione Disclosure				
Tema disclosure:	Tipologia Fondo: Espressione:	Fondi Aperti	Fondi Negoziati	Totale
ESG	Espressione Esplicita	30	16	46
	Espressione Generica	9	13	22
	Nessuna Espressione	0	4	4
Totale		39	33	72
Sezione Investimenti e comparti ESG				
Investimento	Tipologia Fondo:	Fondi Aperti	Fondi Negoziati	Totale
Azionario	n. comparti attivi	39	20	59
	<i>di cui ESG</i>	<i>6</i>	<i>0</i>	<i>6</i>
Obbligazionario	n. comparti attivi	58	13	71
	<i>di cui ESG</i>	<i>9</i>	<i>3</i>	<i>12</i>
Bilanciato	n. comparti attivi	60	32	92
	<i>di cui ESG</i>	<i>10</i>	<i>1</i>	<i>11</i>
Garantito	n. comparti attivi	25	33	58
	<i>di cui ESG</i>	<i>4</i>	<i>0</i>	<i>4</i>
Totale comparti attivi		182	98	280
<i>di cui ESG</i>		<i>29</i>	<i>4</i>	<i>33</i>

Fonte: Autori

Dalla lettura della figura 4 si può osservare che solo l'11,78% dei comparti attivi possiede una specifica nomenclatura ESG (33 comparti sui 280 attivi) e tra questi si rileva l'assenza totale di comparti ESG per gli investimenti azionari e garantiti dei fondi negoziali.

Pur non essendo presenti ancora standard di redazione e di disclosure su questi specifici temi per i fondi pensione, si rileva una ricorrente espressione degli investimenti responsabili sulla tematica del climate-change da attuarsi in Paesi OCSE.

Investimenti sostenibili nei fondi pensione italiani: illusione o buone pratiche di sviluppo?

Conclusa la risposta alla prima domanda di ricerca, si può ora passare ad osservare le performance dei diversi investimenti dichiarate dai fondi aperti e negoziali attraverso la seconda domanda di ricerca:

2. in termini di performance, gli investimenti sostenibili raggiungono risultati migliori rispetto agli altri praticabili?

Per ciascuna tipologia di investimento (azionario, obbligazionario, bilanciato/misto e garantito) è dedicato uno dei seguenti sub-paragrafi.

I valori di performance sono calcolati come deviazione standard del rendimento di ciascun comparto rispetto al valore medio della categoria di investimento cui il comparto si riferisce.

4.1.1. I fattori ESG negli investimenti azionari dei fondi pensione aperti e negoziali

Gli investimenti azionari non ricorrono in maniera prevalente nella politica di investimento dei fondi pensione. Come mostrato nei paragrafi che precedono, i comparti dedicati ad operazioni di acquisto di quote di capitale di rischio delle imprese sono solamente circa il 21% dei comparti attivi dei fondi aperti (39 comparti su 182) e circa il 20% dei comparti attivi dei fondi negoziali (20 comparti su 98).

- *Le performance dei comparti azionari dei fondi pensione aperti*

Con riferimento agli investimenti azionari praticati dai fondi aperti, 39 sono i comparti attivi su questa tipologia di investimento, di cui 31 attivati da fondi che si prefiggono lo scopo di perseguire pratiche responsabili in termini di ESG, di questi ultimi solo 6 riportano anche una nomenclatura specifica di rimando a tali fattori.

In termini di performance, il valore medio dei rendimenti dichiarati dai fondi aperti sugli investimenti di tipo azionario è circa del 3,58%. La figura 3 in Appendice www.sidrea.it/investimenti-sostenibili-fondi-pensione mostra gli scostamenti di ciascun comparto rispetto al suo valore medio.

Gli elementi contraddistinti dal colore verde (es. 9, 12) rappresentano i 6 comparti con nomenclatura ESG, quelli con il solo bordo di colore verde (es. 4,5,7) raffigurano i comparti attivati dai fondi che forniscono informazioni ESG in termini di disclosure ma il comparto non possiede una specifica nomenclatura ESG, mentre quelli senza nessun bordo (es. 17, 32) sono i

comparti attivati da fondi che non forniscono tali informazioni nel documento di politica di investimento. I valori delle deviazioni standard espressi nella collegata figura in Appendice non mostrano particolari differenze degli investimenti sostenibili rispetto agli investimenti tradizionali, ad eccezione di 4 comparti con specifica nomenclatura ESG che mostrano risultati sopra la media, attestandosi come i migliori della categoria. Da tale evidenza si può affermare che negli investimenti azionari dei fondi pensione aperti, il riferimento specifico ai fattori ambientali, sociali e di governance attraverso la nomenclatura del comparto può determinare un aspetto positivo in termini di performance. Per completezza di analisi, è necessario segnalare anche che 2 dei 6 comparti con nomenclatura ESG (n.20 e n.24) riportano valori di performance di poco sotto la media della categoria.

- *Le performance dei comparti azionari dei fondi pensione negoziali*

I fondi negoziali presentano 20 comparti attivi su questa tipologia di investimento, di cui 11 attivati da fondi che si prefiggono lo scopo di perseguire pratiche responsabili in termini di ESG, di questi ultimi nessuno possiede una nomenclatura specifica di rimando a tali fattori.

In termini di performance, il valore medio dei rendimenti dichiarati dai fondi negoziali sugli investimenti di tipo azionario è circa del 2,67 %. La figura 4 in Appendice www.sidrea.it/investimenti-sostenibili-fondi-pensione mostra gli scostamenti di ciascun comparto rispetto al suo valore medio. Gli elementi contraddistinti dal solo bordo di colore verde (es. 5, 7, 8) rappresentano i comparti attivati dai fondi che forniscono informazioni ESG in termini di disclosure ma il comparto in questione non possiede una specifica nomenclatura ESG, mentre quelli senza nessun bordo (es. 16, 18) raffigurano i comparti attivati da fondi che non forniscono tali informazioni nel documento di politica di investimento. Per la categoria in commento non sono presenti comparti con specifica nomenclatura ESG e per tale ragione la collegata figura in appendice non presenta elementi di colore verde. Per le performance dei comparti azionari dei fondi pensione negoziali non si rintracciano particolari differenze in termini di performance tra i fondi che trattano i fattori ESG nel documento di politica di investimento rispetto ai fondi che non ne fanno menzione. Un'informazione di rilievo si può cogliere osservando i risultati del comparto nr. 16. Questo, rappresenta il massimo della categoria pur appartenendo ad un fondo che non tratta i fattori ambientali, sociali e di governance all'interno del proprio documento di politica di investimento. Alla luce di tali considerazioni, si può ragionevolmente osservare che i fattori ESG non rappresentano ancora una

Investimenti sostenibili nei fondi pensione italiani: illusione o buone pratiche di sviluppo?

variabile determinante nella selezione degli investimenti azionari dei fondi negoziali.

4.1.2. I fattori ESG negli investimenti obbligazionari dei fondi pensione aperti e negoziali

Le obbligazioni sono una tipologia di investimento a cui i fondi aperti e negoziali ricorrono in maniera differente. I fondi aperti possiedono 58 comparti su 182 (circa il 32%) mentre i fondi negoziali 13 su 98 (circa il 13%).

- *Le performance dei comparti obbligazionari dei fondi pensione aperti*

Con riferimento agli investimenti obbligazionari praticati dai fondi aperti, 58 sono i comparti attivi su questa tipologia di investimento, di cui 40 attivati da fondi che si prefiggono lo scopo di perseguire pratiche responsabili in termini di ESG, di questi ultimi solo 9 riportano anche una nomenclatura specifica di rimando a tali fattori.

In termini di performance, il valore medio dei rendimenti dichiarati dai fondi aperti sugli investimenti di tipo obbligazionario è circa dello 0,27%. La figura 5 in Appendice www.sidrea.it/investimenti-sostenibili-fondi-pensione mostra gli scostamenti di ciascun comparto rispetto al suo valore medio. Gli elementi contraddistinti dal colore verde (es. 12, 19) rappresentano i 9 comparti con nomenclatura ESG, quelli con il solo bordo di colore verde (es. 3,4,5,7) raffigurano i comparti attivati dai fondi che forniscono informazioni ESG in termini di disclosure ma il comparto in questione non possiede una specifica nomenclatura ESG, mentre quelli senza nessun bordo (es. 17, 27) sono i comparti attivati da fondi che non forniscono tali informazioni nel documento di politica di investimento. Per questa categoria di investimento dei fondi aperti, i valori delle deviazioni standard non mostrano particolari differenze degli investimenti sostenibili rispetto agli investimenti tradizionali. Per i comparti con specifica nomenclatura ESG solo 5 comparti su 6 mostrano risultati sopra la media. Questi comparti, tuttavia, non raggiungono i migliori risultati di performance della categoria.

- *Le performance dei comparti obbligazionari dei fondi pensione negoziali*

I fondi negoziali presentano 13 comparti attivi su questa tipologia di investimento, di cui 11 attivati da fondi che si prefiggono lo scopo di perseguire pratiche responsabili in termini di ESG, di questi ultimi solo 3 possiedono una nomenclatura specifica di rimando a tali fattori.

In termini di performance, il valore medio dei rendimenti dichiarati dai fondi negoziali sugli investimenti di tipo obbligazionario è circa del 1,16%.

La figura 6 in Appendice www.sidrea.it/investimenti-sostenibili-fondi-pensione mostra gli scostamenti di ciascun comparto rispetto al suo valore medio. Gli elementi contraddistinti dal colore verde, il nr. 5, 10 e 25, rappresentano i 3 comparti con nomenclatura ESG, quelli con il solo bordo di colore verde (es. 11,12,16) raffigurano i comparti attivati dai fondi che forniscono informazioni ESG in termini di disclosure ma il comparto in questione non possiede una specifica nomenclatura ESG, mentre quelli senza nessun bordo (es. 1,2) sono i comparti attivati da fondi che non forniscono tali informazioni nel documento di politica di investimento. Con riferimento alle performance degli investimenti obbligazionari dei fondi negoziali, i valori delle deviazioni standard mostrano dei risultati migliori per i comparti attivati dai fondi che trattano i fattori ambientali, sociali e di governance in modo generico all'interno del documento della politica di investimento. I comparti con specifica nomenclatura ESG, invece, riportano tutti rendimenti medi inferiori alla media della categoria. Questo ultimo dato è significativo in quanto esprime una minor capacità degli investimenti obbligazionari attivati dai fondi negoziali attraverso comparti con specifica nomenclatura ESG a creare extra-performance.

4.1.3. I fattori ESG negli investimenti bilanciati dei fondi pensione aperti e negoziali

Gli investimenti bilanciati sono una delle tipologie di investimento preferite dai fondi analizzati, questi investimenti rappresentano il 33% dei comparti attivi in entrambe le tipologie di fondi. I fondi aperti ne posseggono 60 su 182, mentre i fondi negoziali 32 su 98.

- *Le performance dei comparti bilanciati dei fondi pensione aperti*

Con riferimento agli investimenti bilanciati praticati dai fondi aperti, 60 sono i comparti attivi su questa tipologia di investimento, di cui 46 attivati da fondi che si prefiggono lo scopo di perseguire pratiche responsabili in

termini di ESG. Tra questi, 10 presentano anche una nomenclatura specifica di rimando a tali fattori.

In termini di performance, il valore medio dei rendimenti dichiarati dai fondi aperti sugli investimenti di tipo bilanciato è circa del 2,10%. La figura 7 in Appendice www.sidrea.it/investimenti-sostenibili-fondi-pensione mostra gli scostamenti di ciascun comparto rispetto al suo valore medio. Gli elementi contraddistinti dal colore verde (es. 3, 9, 12) rappresentano i 10 comparti con nomenclatura ESG, quelli con il solo bordo di colore verde (es. 6, 11 19) raffigurano i comparti attivati dai fondi che forniscono informazioni ESG in termini di disclosure ma il comparto in questione non possiede una specifica nomenclatura ESG, mentre quelli senza nessun bordo (es. 25, 32) sono i comparti attivati da fondi che non forniscono tali informazioni nel documento di politica di investimento.

I valori delle deviazioni standard mettono in risalto le extra-performance dei comparti con nomenclatura ESG rispetto agli altri investimenti. Dei 10 comparti ESG, 3 rappresentano i massimi della categoria, 5 fanno registrare performance nella media come altri investimenti e solo 2 fanno registrare performance sotto la media della categoria. La specifica nomenclatura ESG assegnata al singolo comparto, quindi, può rappresentare per i fondi aperti una variabile di successo per raggiungere performance migliori nella categoria degli investimenti bilanciati.

- *Le performance dei comparti bilanciati dei fondi pensione negoziali*

I fondi negoziali presentano 32 comparti attivi su questa tipologia di investimento, di cui 15 attivati da fondi che si prefiggono lo scopo di perseguire pratiche responsabili in termini di ESG, di questi ultimi solo 1 possiede una nomenclatura specifica di rimando a tali fattori.

In termini di performance, il valore medio dei rendimenti dichiarati dai fondi negoziali sugli investimenti di tipo bilanciato è circa del 2,07%. La figura 8 in Appendice www.sidrea.it/investimenti-sostenibili-fondi-pensione mostra gli scostamenti di ciascun comparto rispetto al suo valore medio. L'elemento contraddistinto in figura dal colore verde (n.30) rappresenta l'unico comparto con nomenclatura ESG, quelli con il solo bordo di colore verde (es. 6, 7, 11) raffigurano i comparti attivati dai fondi che forniscono informazioni ESG in termini di disclosure ma il comparto in questione non possiede una specifica nomenclatura ESG, mentre quelli senza nessun bordo (es. 18, 21, 22) sono i comparti attivati da fondi che non

forniscono tali informazioni nel documento di politica di investimento. I valori delle deviazioni standard non mostrano particolari differenze degli investimenti effettuati dai fondi che trattano i fattori ambientali, sociali e di governance all'interno del documento di politica di investimento rispetto agli investimenti tradizionali attivati dai fondi che non danno menzione di tali fattori nel documento di politica di investimento. L'unico comparto con nomenclatura ESG presente per gli investimenti bilanciati dei fondi negoziali presenta le performance massime dichiarate della categoria. Il comparto attivato dal fondo n.30 è quindi il comparto bilanciato con la migliore performance in assoluto della categoria in esame.

4.1.4. I fattori ESG negli investimenti garantiti dei fondi pensione aperti e negoziali

Gli investimenti garantiti sono la tipologia di investimento preferita dai fondi negoziali; mentre rappresentano una categoria di investimenti residuale per i fondi parti.

I comparti che prevedono un ritorno minimo garantito agli investitori sono circa il 14 % della politica di investimento dei fondi aperti (25 comparti su 182) e in senso opposto, circa il 34% della politica dei fondi negoziali (33 comparti su 98).

- *Le performance dei comparti garantiti dei fondi pensione aperti*

Con riferimento agli investimenti garantiti praticati dai fondi aperti, 25 sono i comparti attivi su questa tipologia di investimento, di cui 19 attivati da fondi che si prefiggono lo scopo di perseguire pratiche responsabili in termini di ESG, di questi ultimi 4 riportano anche una nomenclatura specifica di rimando a tali fattori.

In termini di performance, il valore medio dei rendimenti dichiarati dai fondi aperti sugli investimenti di tipo garantito è circa dello 0,26%. La figura 9 in Appendice www.sidrea.it/investimenti-sostenibili-fondi-pensione mostra gli scostamenti di ciascun comparto rispetto al suo valore medio. Gli elementi contraddistinti dal colore verde, i numeri 9, 12, 24 e 37, rappresentano i 4 comparti con nomenclatura ESG, quelli con il solo bordo di colore verde (es. 5, 7, 18) raffigurano i comparti attivati dai fondi che forniscono informazioni ESG in termini di disclosure ma il comparto in questione non possiede una specifica nomenclatura ESG, mentre quelli senza

Investimenti sostenibili nei fondi pensione italiani: illusione o buone pratiche di sviluppo?

nessun bordo (es. 25, 32, 33) sono i comparti attivati da fondi che non forniscono tali informazioni nel documento di politica di investimento.

I valori delle deviazioni standard mostrano performance similari tra i comparti attivati dai fondi che trattano i fattori ambientali, sociali e di governance all'interno del documento di politica di investimento rispetto agli investimenti tradizionali attivati dai fondi che non danno menzione di tali fattori. Per i comparti con specifica nomenclatura ESG, 3 comparti su 4 mostrano risultati sopra la media. Di questi, 2 presentano le migliori performance della categoria degli investimenti garantiti attivati dai fondi aperti.

- *Le performance dei comparti garantiti dei fondi pensione negoziali*

I fondi negoziali presentano 33 comparti attivi su questa tipologia di investimento, di cui 17 attivati da fondi che si prefiggono lo scopo di perseguire pratiche responsabili in termini di ESG, di questi ultimi nessuno possiede una nomenclatura specifica di rimando a tali fattori.

In termini di performance, il valore medio dei rendimenti dichiarati dai fondi negoziali sugli investimenti di tipo garantito è circa dello 0,13%. La figura 10 in Appendice www.sidrea.it/investimenti-sostenibili-fondi-pensione mostra gli scostamenti di ciascun comparto rispetto al suo valore medio. Gli elementi contraddistinti dal solo bordo di colore verde (es. 7, 8, 11) rappresentano i comparti attivati dai fondi che forniscono informazioni ESG in termini di disclosure ma il comparto in questione non possiede una specifica nomenclatura ESG, mentre quelli senza nessun bordo (es. 1, 10, 17, 18) sono i comparti attivati da fondi che non forniscono tali informazioni nel documento di politica di investimento. Per la categoria in commento non sono presenti comparti con specifica nomenclatura ESG e per tale ragione la figura non presenta elementi di colore verde.

I valori delle deviazioni standard non mostrano particolari differenze degli investimenti sostenibili attivati dai fondi che trattano i fattori ambientali, sociali e di governance all'interno del documento di politica di investimento rispetto agli investimenti tradizionali attivati dai fondi che non danno menzione di tali fattori. Pur non essendo presenti comparti con nomenclatura specifica in termini di ESG, due dei comparti garantiti sostenibili dei fondi negoziali (n. 19 e 32) mostrano i risultati massimi della categoria in esame.

5. Conclusioni

Il presente lavoro è stato sviluppato con lo scopo di osservare il vantaggio competitivo che i fondi pensione possono ricavare dal perseguire pratiche di investimento sostenibile e se tali pratiche rappresentino delle concrete opportunità di sviluppo o se, invece, siano utilizzate solo per attrarre nuovi investitori.

L'implementazione di strategie orientate allo sviluppo sostenibile all'interno dei fondi pensione pongono numerose sfide sia in merito al bilanciamento tra obiettivi economico-finanziari, sociali ed ambientali, sia con riferimento alle modalità per conseguire simultaneamente l'obiettivo della remunerazione del capitale e quello dell'erogazione dei rendimenti in favore degli aderenti, loro principali portatori di interesse.

In questo nostro primo studio sul tema, l'analisi ha riguardato i fondi aperti e i fondi negoziali che rappresentano le due tipologie di fondi pensione collocabili, considerato il loro diverso fine, agli estremi delle quattro tipologie presenti in Italia. Da tale semplice rappresentazione ne consegue che ciascun fondo possa coltivare interessi più o meno concreti nel perseguire nuove pratiche di investimento per ottenere nuove adesioni. Uno degli stimoli verso nuove pratiche oggi è rappresentato dagli investimenti sostenibili anche noti in letteratura come investimenti responsabili (Sethi, 2005; Woods and Urwin, 2010; Sievanen *et al.*, 2013; Alda, 2019; Alda, 2021).

L'analisi condotta mette in luce diversi aspetti. In generale, si può notare un comportamento più attivo in termini di disclosure da parte dei fondi aperti. Questi dedicano una maggiore attenzione alle informazioni riguardo i fattori ESG presentate nel documento della politica di investimento. Un ulteriore tratto distintivo dei fondi aperti è il fatto che questi, in misura prevalente rispetto ai negoziali, cercano di sfruttare il carattere attrattivo degli investimenti responsabili per mezzo di una nomenclatura dei singoli comparti appositamente dedicata ai fattori ESG.

Le analisi sulle performance individuano gli investimenti azionari effettuati dai fondi aperti come la tipologia di investimento in media più performante (performance media del 3,58%). Seguono gli azionari effettuati dai fondi negoziali con un rendimento medio del 2,68%, gli investimenti bilanciati dei fondi aperti con valore medio del 2,10%, quelli dei fondi negoziali con valore medio del 2,07%, gli obbligazionari dei fondi negoziali con valore medio del 1,16% e quelli praticati dai fondi aperti con valore medio dello 0,27%. Chiude il comparto degli investimenti garantiti con

Investimenti sostenibili nei fondi pensione italiani: illusione o buone pratiche di sviluppo?

rendimenti medi dello 0,26% per i fondi aperti e dello 0,13% per i fondi negoziali.

Spostando l'attenzione sulle performance degli investimenti responsabili, sono da rilevare due preliminari considerazioni. La prima, di carattere generale, riguarda il fatto che gli investimenti responsabili non accompagnati anche da una nomenclatura specifica del comparto non presentano valori particolarmente differenziati rispetto agli investimenti convenzionali. La seconda, più nel dettaglio, riguarda il fatto che i fondi negoziali, oltre a mostrare minore interesse nell'intitolare singoli comparti agli specifici fattori ESG rispetto ai fondi aperti, non presentano nessun comparto con queste caratteristiche per gli investimenti di tipo azionario e di tipo garantito.

Con riferimento all'osservazione empirica delle performance raggiunte dai comparti ESG dei fondi aperti si può rilevare che questi performano in assoluto di più rispetto alla maggior parte degli altri investimenti, ovvero nell'azionario, nel bilanciato e nel garantito. Buoni rendimenti si riscontrano anche nell'obbligazionario. Per quanto riguarda i comparti ESG dei fondi negoziali, in tutt'altro senso, si può rilevare come questi raggiungono i massimi della categoria solo negli investimenti bilanciati mentre presentano rendimenti sotto la media negli investimenti obbligazionari.

I risultati raggiunti da questo studio possono ritenersi in linea con la letteratura esaminata: per i fondi pensione italiani, così come per altre tipologie di fondi pensione attivi in altri contesti, non si rilevano pratiche di disclosure standardizzate, basate sull'unicità dei principi di comunicazione e rendicontazione (Sievanen *et al.*, 2013; Jansson *et al.*, 2014; Himick and Audousset-Coulier, 2016).

In termini di performance gli investimenti responsabili stentano a decollare, eccetto i pochi casi in cui i comparti che posseggono anche una specifica nomenclatura ESG si attestano ai massimi delle singole categorie di investimento.

Uno degli aspetti di questo studio che trova conferma nei temi discussi in letteratura riguarda l'interesse e l'attrattiva degli investimenti responsabili di tipo azionario effettuati dai fondi pensione aperti (Aglietta *et al.*, 2012; Ajina *et al.*, 2014; Alda, 2019; Alda, 2021). Così come confermato nello studio di Alda, 2019 questi giocano un ruolo determinante sia in termini di risultati sia in termini di sviluppo sostenibile per le imprese partecipate dai fondi.

Sotto il profilo più strettamente economico-aziendale, i risultati di questo studio possono leggersi come un maggiore interesse verso pratiche sostenibili da parte dei quei soggetti che sopportano direttamente il rischio di impresa (Bertini, 1990; Zanda, 2015; Paoloni, 2021). In altre parole, il fatto di non essere esposti al rischio ontologico (Zappa, 1950; Onida, 1985) comporta una certa resistenza, o rallentamento, alle pratiche sostenibili. Non a caso, i fondi aperti sono risultati più attivi rispetto ai negoziali anche in un contesto in cui per gli investimenti responsabili dei fondi pensione non esistono stringenti pratiche di comunicazione e rendicontazione (Norreklit and Cinquini, 2024). Solo di recente sono state avviate le consultazioni pubbliche per la possibile applicazione della Direttiva CSRD anche ai fondi pensione, che al momento rimangono soggetti alle norme di carattere generale della Direttiva IORP II, ad alcune raccomandazioni di informativa da parte della delibera Covip del dicembre 2020 e alle previsioni del Regolamento UE 2019/2088, modificato dal Regolamento (UE) 2020/852.

Lo studio dimostra altresì che solo ove le pratiche ESG siano integrate all'interno processo strategico-decisionale (Catturi, 2022) possono condurre a risultati positivi che si differenziano rispetto alle alternative praticabili (Woods and Urwin, 2010; Jansson *et al.*, 2014; Pigatto *et al.*, 2023). I comparti ESG più performanti sono in capo ai fondi che divulgano esplicitamente il proprio approccio ai fattori ESG nel documento di politica di investimento (Ciccola *et al.*, 2022; Cinquini *et al.*, 2023). Da ciò può svilupparsi una riflessione in merito ai fattori culturali degli organi di governance dei fondi pensione, i quali dovrebbero consentire di indirizzare le scelte strategiche verso il concreto raggiungimento dello sviluppo sostenibile di lungo periodo. Vista la recente attuazione di questi investimenti, verificare la concreta realizzazione di pratiche responsabili non è una strada ancora praticabile. Il raggiungimento degli obiettivi prefissati potrà essere monitorato in futuro attraverso lo sviluppo di casi studio sui soggetti a cui tali investimenti sono stati destinati. Ipotizzare uno stretto collegamento tra lo sviluppo sostenibile e le pratiche responsabili dei fondi pensione italiani è senz'altro corretto, tuttavia tale connubio non è da intendersi scontato. Dietro pratiche *ESG compliant* da parte dei fondi possono ancora celarsi pratiche opportunistiche volte a ottenere nuove adesioni.

Per tale ragione, un impulso determinante potrà provenire dal regolatore, che attraverso normative *ad hoc* avrà la possibilità di introdurre regole di best practice volte a garantire la concreta realizzazione dello sviluppo sostenibile bilanciando interessi del fondo con quelli degli stakeholder.

I principali limiti della ricerca sono riconducibili ai soggetti analizzati. L'analisi di solo due delle quattro tipologie di fondi pensione esistenti, pur essendo le principali, non consente in assoluto di generalizzare i risultati. In futuro i limiti summenzionati potranno essere superati replicando lo studio sulle altre 2 categorie di fondi pensione. In questo modo si potrà ottenere la mappatura dell'intero contesto nazionale. Ulteriori spunti per ricerche future riguardano lo sviluppo di studi di caso sui fondi pensione che posseggono comparti con specifica nomenclatura ESG e che rappresentano i massimi della categoria nei diversi investimenti. Ad esempio i fondi aperti n. 9 e 12 per la categoria di investimenti azionari (si veda anagrafica in appendice www.sidrea.it/investimenti-sostenibili-fondi-pensione); i fondi aperti n. 9, 12 e 37 e il fondo negoziale n.30 per la categoria di investimenti bilanciati (si vedano anagrafiche in appendice www.sidrea.it/investimenti-sostenibili-fondi-pensione). Lo sviluppo delle direzioni future di ricerca permetterà anche agli autori di raggiungere concrete evidenze sull'impatto che gli investimenti sostenibili dei fondi pensione avranno sugli stakeholders.

6. Implicazioni teoriche e pratiche

Dal presente studio emergono diverse implicazioni teoriche e manageriali. Le principali implicazioni teoriche possono collegarsi al contributo che il lavoro offre alla letteratura sul tema dei fondi pensione, dello sviluppo sostenibile e della gestione degli investimenti. Il confronto tra la letteratura e i risultati ottenuti mostra come gli investimenti responsabili, di tipo ESG, possono offrire un migliore bilanciamento tra gli interessi di performance dei fondi e quelli dei diversi portatori di interesse. Questa strategia win-win è realizzabile da un lato grazie ai migliori risultati di performance rispetto alla media dei rendimenti, dall'altro grazie alla maggiore stabilità delle rendite per i beneficiari e alla riduzione di specifici costi di contribuzione per i datori di lavoro. Tali evidenze non permettono però di essere generalizzate, in quanto non si verificano ancora in tutte le tipologie di investimento attuate dai fondi analizzati ed inoltre, così come evidenziato nei limiti della ricerca, il campione andrebbe arricchito anche dalle altre due tipologie di fondi pensione "intermedie" presenti in Italia.

Dal punto di vista manageriale, le principali implicazioni offerte dal presente studio possono riassumersi in: profili di gestione dei fondi, aspetti tecnici sugli investimenti, politiche ESG standardizzate, attività del regolatore.

Con riferimento ai profili di gestione il contributo è riconducibile alla maggiore propensione dei fondi aperti verso pratiche responsabili e sostenibili: i fondi aperti partecipano in maniera più attiva agli investimenti rispetto ai fondi negoziali. Con riferimento agli aspetti tecnici sugli investimenti, questi potrebbero essere collegati ai maggiori rendimenti raggiunti nel mercato azionario rispetto agli altri investimenti praticabili (obbligazionario, bilanciato e garantito). Sul punto, i fondi pensione non mettono in atto investimenti responsabili con la stessa intensità. Ad esempio, mentre i fondi aperti presentano almeno un comparto ESG per ciascuna categoria di investimento, i fondi negoziali non operano allo stesso modo. In particolare, questi ultimi presentano comparti ESG solo per gli investimenti bilanciati e quelli obbligazionari. Nella categoria bilanciato presentano un solo comparto ESG e questo raggiunge performance sopra la media, mentre per la categoria obbligazionario presentano tre comparti ESG tutti con performance di valore inferiore alla media.

Da questa riflessione, si può passare alle implicazioni manageriali relative all'informativa ESG. Ad oggi, la CSRD non si applica ai fondi pensione i quali rimangono disciplinati dalla vecchia Direttiva IORP II, dalla raccomandazione COVIP del dicembre 2020 e dal Regolamento UE 2019/2088, modificato dal Regolamento (UE) 2020/852. L'esclusione dalla CSRD comporta inevitabilmente un trattamento non omogeneo di queste tematiche all'interno dell'attività tipica dei fondi, non da ultimo sull'espressione della materialità di un dato investimento.

Da quanto sinora discusso, sarebbe auspicabile un intervento sia sull'obbligo di disclosure sia sulle best practice di rendicontazione che i fondi pensione sono tenuti a rispettare. Un primo passo potrebbe essere integrare la disclosure e le pratiche di rendicontazione dei fondi con i contenuti già emanati dal regolatore e dalle principali istituzioni internazionali, come IFRS ed EFRAG, per altri soggetti.

Uniformare le pratiche in commento potrebbe contribuire ad una maggiore trasparenza dei mercati e ad un concreto avanzamento verso best practice orientate alla sostenibilità i cui effetti potranno essere apprezzati nel lungo periodo.

Bibliografia

Aglietta M., Brière M., Rigot S., Signori O. (2012), Rehabilitating the role of active management for pension funds. *Journal of Banking & Finance*, 36(9), pp. 2565-2574. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2012.05.017

Investimenti sostenibili nei fondi pensione italiani: illusione o buone pratiche di sviluppo?

- Ajjina A., Lakhali F., Sougné D. (2015), Institutional investors, information asymmetry and stock market liquidity in France, *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), pp. 44-59. DOI: 10.1108/IJMF-08-2013-0086
- Alda M. (2019), Corporate sustainability and institutional shareholders: The pressure of social responsible pension funds on environmental firm practices, *Business Strategy and the Environment*, 28(6), pp. 1060-1071. DOI: 10.1002/bse.2301.
- Alda M. (2021), The environmental, social, and governance (ESG) dimension of firms in which social responsible investment (SRI) and conventional pension funds invest: The mainstream SRI and the ESG inclusion, *Journal of Cleaner Production*, 298, p. 126812. DOI: 10.1016/j.jclepro.2021.126812
- Andreu L., Sarto J. L., Vicente L. (2014), Efficiency of the strategic style of pension funds: an application of the variants of the slacks-based measure in DEA, *Journal of the Operational Research Society*, 65(12), pp. 1886-1895. DOI: 10.1057/jors.2013.74
- Apostolakis G., Van Dijk G., Blomme R. J., Kraanen F., Papadopoulos A. P. (2018), Predicting pension beneficiaries' behaviour when offered a socially responsible and impact investment portfolio, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 8(3), pp.213-241. DOI: 10.1080/20430795.2018.1429148
- Bertini U., (1990), *Il sistema d'azienda*, Torino, Giappichelli. ISBN: 9788834805992
- Blake D., Sarno L., Zinna G. (2017), The market for lemmings: The herding behavior of pension funds, *Journal of Financial Markets*, 36, pp. 17-39. DOI: 10.1016/j.finmar.2017.03.001
- Carvalho L., Scott L., Jeffery, R. (2005), An exploratory study into the use of qualitative research methods in descriptive process modelling, *Information and Software Technology*, 47(2), pp.113-127. DOI:10.1016/j.infsof.2004.06.005.
- Catturi G. (2022), L'azienda è organismo resiliente: le possibili reazioni alle crisi economiche, *Management Control*, 3, pp. 177-202. DOI: 10.3280/MACO2022-003009.
- Ciccola R., Ascani I., Chiucchi, M. S. (2022), Relazioni tra Integrated Report e processi decisionali e di controllo: un'indagine empirica longitudinale, *Management Control*, 3, pp. 135-162. DOI: 10.3280/MACO2022-003007
- Cinquini L., Revellino S., Chiucchi M. S. (2023), La prospettiva della performatività e gli strumenti di misurazione e gestione della performance. *Management Control*, 3, pp. 5-24. DOI: 10.3280/MACO2023-003001.
- Cleff T. (2014), *Exploratory data analysis in business and economics. Exploratory Data Analysis in Business and Economics*, Springer International Publishing, Switzerland. DOI: 10.1007/978-3-319-01517-0.
- Collini P., Coller G. (2023), Accounting in a challenging world, *Management Control*, 2, pp. 5-10. DOI: 10.3280/MACO2023-002-S1001.
- Deelstra, G., Grasselli, M., Koehl, P. F. (2003), Optimal investment strategies in the presence of a minimum guarantee, *Insurance: Mathematics and Economics*, 33(1), pp. 189-207. DOI:10.1016/S0167-6687(03)00153-7
- Eurosif (2010). The European SRI Transparency Code Manual Logo Specification, May.
- Giese G., Nagy Z., Lee L. E. (2021), Deconstructing ESG ratings performance: Risk and return for E, S, and G by time horizon, sector, and weighting, *The Journal of Portfolio Management*, 47(3), pp. 94-111. DOI: 10.3905/jpm.2020.1.198.
- Glaser B. G. (1978), *Theoretical sensitivity*, Sociology Press, Mill Valley, CA. ISBN: 978-1884156014.
- Glaser B. G., Strauss, A. L. (1967), *The discovery of grounded theory: Strategies for qualitative research*. Sociology Press, Mill Valley, CA. ISBN 9780202302607.

- Himick D., Audoussert-Coulier S. (2016), Responsible investing of pension assets: Links between framing and practices for evaluation, *Journal of Business Ethics*, 136, pp.539-556. DOI: 10.1007/s10551-014-2530-z.
- Hoepner A. G., Majoch A. A., Zhou X. Y. (2021), Does an asset owner's institutional setting influence its decision to sign the principles for responsible investment?, *Journal of Business Ethics*, 168, pp.389-414. DOI: 10.1007/s10551-019-04191-y.
- Hoepner A. G., Schopohl L. (2020), State pension funds and corporate social responsibility: Do beneficiaries' political values influence funds' investment decisions?, *Journal of Business Ethics*, 165(3), pp.489-516. DOI: 10.1007/s10551-018-4091-z.
- Jansson M., Sandberg J., Biel A., Gärling, T. (2014), Should pension funds' fiduciary duty be extended to include social, ethical and environmental concerns? A study of beneficiaries' preferences, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 4(3), pp.213-229. DOI: 10.1080/20430795.2014.928997.
- Jara M., López-Iturriaga F., San Martín P., Saona P., Tenderini G. (2019), Chilean pension fund managers and corporate governance: The impact on corporate debt, *The North American Journal of Economics and Finance*, 48, pp. 321-337. DOI: 10.1016/j.najef.2019.02.012
- Modaffari G. (2024), *Investimenti e sostenibilità nei fondi pensione: profili teorici ed operativi di scelta*. In *La previdenza complementare. Corso professionalizzante Mefop-Sapienza ex dm 108/20*, Roma, Mefop, pp. 81-104. ISBN: 978-88-94-35237-5.
- Modaffari G., Beck T. (2025). ESG performance in mutual funds: an investigation towards sustainability, *Rivista bancaria - Minerva bancaria*, 1-2, pp. 1-30. DOI: 10.57622/RB2025-01-02-S-03
- Modaffari G., della Corte G. (2022), *Female Agri-Food Start-Ups: Mapping the Italian Context During the Coronavirus Era*. In Paoloni P., *Organizational Resilience and Female Entrepreneurship During Crises: Emerging Evidence and Future Agenda*, pp. 171-190, Springer International Publishing, Cham, Switzerland. DOI: 10.1007/978-3-030-89412-2.
- Modaffari G., Paoloni P. (2023), Equity crowdfunding platforms: a demographic and operational performance analysis of the Italian scenario, *Piccola Impresa/Small Business*, 3, pp. 21-46. DOI: 10.14596/pisb.3886.
- Norrekliit H., Cinquini L. (2024), Performance measurement for a better future. *Management Control*, 1, pp.15-38. DOI: 10.3280/MACO2024-001002.
- O'Rourke A. (2003), The message and methods of ethical investment, *Journal of cleaner production*, 11(6), pp.683-693. DOI: 10.1016/S0959-6526(02)00105-1
- Ongena S., Zalewska A. A. (2018), Institutional and individual investors: Saving for old age, *Journal of banking & finance*, 92, pp. 257-268. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2017.10.012
- Onida P., (1985), *Economia d'azienda*, III ed., Torino, Utet. ISBN: 880202930X.
- Paoloni P. (2021), *Elementi di governo d'azienda*, Torino, Giappichelli. ISBN: 9788892136045
- Pigatto G., Corrado M., Tenucci A., Chiucchi M. S., Cinquini, L. (2023), Integrare gli SDG nella valutazione degli investimenti aziendali: risultati da un approccio interventista. *Management Control*, 2, pp.69-91. DOI: 10.3280/MACO2023-002004.
- Sandelowski, M. (2010), What's in a name? qualitative description revisited, *Research in nursing & health*, 33(1), pp.77-84. DOI: 10.1002/nur.20362.
- Sethi S. P. (2005), Investing in socially responsible companies is a must for public pension funds because there is no better alternative, *Journal of Business Ethics*, 56, pp.99-129. DOI: 10.1007/s10551-004-5455-0

Investimenti sostenibili nei fondi pensione italiani: illusione o buone pratiche di sviluppo?

- Sievänen R., Rita H., Scholtens B. (2013), The drivers of responsible investment: The case of European pension funds, *Journal of Business Ethics*, 117, pp.137-151. DOI: 10.1007/s10551-012-1514-0.
- Sievänen R., Rita H., Scholtens B. (2017), European pension funds and sustainable development: Trade-offs between finance and responsibility, *Business Strategy and the Environment*, 26(7), pp. 912-926. DOI: 10.1002/bse.1954.
- UN PRI–United Nations Principles for Responsible Investment, (2012). About us, Retrieved February 22, 2012, from <http://www.unpri.org/about/>.
- Woods C., Urwin R. (2010), Putting sustainable investing into practice: A Governance framework for pension funds, *Journal of Business Ethics*, 92, 1–19. DOI: 10.1007/s10551-010-0631-x.
- Zanda G. (2015), *Fondamenti di economia aziendale*, Torino, Giappichelli. ISBN: 9788834863008.
- Zappa, G. (1950), *Il reddito d'impresa*, Milano, Giuffrè. ISBN: 8896004225.