



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

DALLA FINANZA ETICA AGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI E
RESPONSABILI

RELATORE:

CH.MO PROF. GIANFRANCO TUSSET

LAUREANDO: MATTIA COCCATO

MATRICOLA N. 1113021

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

Introduzione	p.2
0. Il perché di questa scelta.....	p.2
Capitolo 1 – Il principio di tutto: la finanza etica	p.3
1. Un’analisi storica.....	p.3
2. Manifesto della finanza etica.....	p.6
3. Elementi caratterizzanti.....	p.9
3.1. Principi e criteri della finanza etica.....	p.10
Capitolo 2 – Dal concetto alla pratica: Sustainable and Responsible Investment	p.14
1. Sustainable and Responsible Investment.....	p.15
1.1. Evoluzione del concetto.....	p.16
1.2. Classificazione degli approcci SRI.....	p.20
2. Rating etico.....	p.30
2.1. I criteri del rating etico.....	p.32
3. Performance dei fondi SRI.....	p.36
3.1. Underperformance o overperformance?	p.39
Conclusioni	p.45
Bibliografia e sitografia	p.48

INTRODUZIONE

Il lavoro effettuato assolve la funzione di presentare l'argomento estremamente attuale dell'investimento sostenibile e responsabile (SRI), e il più ampio tema della finanza etica. Ci tengo a precisare che quella presentata sarà un'analisi descrittiva del fenomeno, al fine di creare nel lettore ordine nel pensiero riguardo ad una tematica tanto impellente in questo periodo storico, quanto ancora troppo poco permeata nel pensiero collettivo a causa della mancanza di informazioni che siano propriamente standardizzate e facilmente accessibili. Verranno inoltre riportati studi empirici, affinché sia possibile sostenere con fatti documentati le assunzioni prese.

La dissertazione inizia con un'introduzione storica alla materia della finanza etica (Capitolo 1), la quale è essenziale per dare forma al secondo capitolo. Vengono infatti inseriti i dogmi sui quali essa si poggia, e in seguito si percorrono le caratteristiche, i criteri fondamentali e le forme reali nelle quali la materia si manifesta sui mercati finanziari. Ciò sarà necessario per formare una solida base, utile al corpo centrale del lavoro (Capitolo 2), il quale si apre analizzando il passaggio da finanza etica ad una più moderna e dinamica finanza sostenibile. Quest'ultima si declina nell'SRI e nei suoi molteplici approcci, punto più profondo – e pratico – dell'analisi che verrà presentata. Proseguendo, tornerà utile la digressione effettuata sul rating etico, strumento senza il quale non sarebbe possibile ordinare sul mercato, in maniera concorrenziale, questa categoria di investimenti, facendo essi sempre pur parte del mondo speculativo della finanza. Per concludere, verranno riportati dettagliati – e talvolta integrali – studi empirici riguardanti la performance finanziaria degli investimenti sostenibili e responsabili, presentando così un essenziale indicatore di competitività degli stessi, all'interno del complessivo universo investibile.

1. IL PRINCIPIO DI TUTTO: LA FINANZA ETICA

1. Un'analisi storica

“*Come bisogna vivere?*” – Socrate

In mancanza di una definizione universale di finanza etica, per cercare di avvicinarsi il più possibile ad una spiegazione esaustiva di questo concetto, in questo paragrafo percorrerò un'analisi storica che ha radici lontane.

Al fine di individuare un legame tra due materie quali la finanza e l'etica, che paiono in antitesi, bisogna cercare un collegamento comune ed esso si ritrova nel tema dell'economia politica, della quale la finanza ne è figlia. Aristotele, all'inizio dell'*Etica Nicomachea*, collega la materia dell'economia ai fini umani, ossia al perseguimento della ricchezza, utilizzando la politica come mezzo. Essa è considerata la più alta tra le arti e colei che deve guidare le scienze pratiche, tra le quali l'economia stessa, al fine di perseguire il “bene umano”.¹ Ecco che dunque viene presentato un livello che astrae dal benessere puramente economico e ne ricerca un aspetto etico: “La vita invece dedita al commercio è qualcosa di contro natura, ed è evidente che la ricchezza non è il bene che ricerchiamo; infatti essa è solo in vista del guadagno ed è un mezzo per un qualcos'altro”.² Nella *Politica*, nella quale Aristotele esprime il suo pensiero sull'amministrazione della *polis*, verosimilmente si trova il completamento del concetto precedentemente proposto, ossia che “il fine dello stato è il vivere bene”.³ Viene inoltre evidenziato un rapporto tra motivazioni umane e ricerca dell'economia del benessere che rimanda alla domanda etica di origine socratica: “Come bisogna vivere?”. Tale questione non pone certamente l'etica in primo piano nell'ambito individuale ma quantomeno ne certifica la presenza in un'ottica sociale, all'interno della quale “il bene umano è certamente desiderabile anche quando riguarda una sola persona, ma è più bello e più divino se riguarda un popolo e le città”.⁴

Ora che è stato evidenziato un antico legame tra economia ed etica, occorre evidenziare come la gestione delle risorse finanziarie veda le sue origini storicamente connesse a temi etici e di sostenibilità sociale. A tal proposito, conviene prendere in considerazione la proliferazione delle abbazie benedettine alla fine del XI secolo, sotto lo sviluppo di un consolidato ordine cistercense guidato da Bernardo da Chiaravalle. In queste circostanze, la prima questione sorge

¹ *Etica Nicomachea*, 1094b, 4.

² *Etica Nicomachea*, 1096a, 5.

³ *Politica*, 1240b, 40.

⁴ *Etica Nicomachea*, 1094b, 9-10.

attorno all'agire economico dell'abbazia, il quale deve essere regolato al fine di scongiurare un'accumulazione improduttiva di terreni e risorse; un ulteriore problema riguarda l'organizzazione interna dell'abbazia, se sia preferibile attuare un'autarchia oppure una specializzazione delle diverse abbazie e poi sviluppare una rete di scambi; inoltre, diventa necessario regolare il rapporto tra abbazia madre e le satelliti, preferendo la competizione piuttosto della cooperazione, o viceversa, disegnando il modello che altro non è che il modello delle reti delle grandi imprese moderne.

È nella *Carta Caritatis* del 1098 che si trova una soluzione approssimativa ai problemi precedentemente elencati, ma soprattutto si nota come l'interesse altrui viene considerato tanto prioritario quanto il proprio. Infatti, il primo principio stabilisce che non è lecito “costruire la propria abbondanza ricavandola dall'impoverimento altrui”. Esso evidenzia come il sistema economico sia volto a produrre un esito positivo piuttosto che un esito nullo, nel quale ciò che viene guadagnato da una parte è esattamente ciò che è stato provato all'altra, tramite un processo produttivo che deve per forza di cose generare un surplus affinché tutti i soggetti presenti ne traggano beneficio, in diverse proporzioni. Inoltre, la *Carta* si prende carico di sostituire il termine “elemosina” con “beneficentia”, ossia “fare il bene”, facendo sorgere notevoli implicazioni: diventa rilevante il bisogno per il quale la beneficenza è elargita, in quanto si cerca di quantificare l'atto in funzione dell'intensità del bisogno; infine, la beneficenza è pensata per aiutare un soggetto ad uscire dalla spiacevole situazione che lo induce a richiederla, e per ciò non deve sfociare in forme eccessive di prodigalità che rischiano di inibire il soggetto in quella che oggi chiameremmo “trappola della povertà”. Si noti come questi concetti siano, a distanza di più di un millennio, strettamente a contatto con un pensiero che è nuovamente di Aristotele, riportato nell'*Etica Nicomachea*: “Nel dare bisogna proporsi il bene e dare ragionevolmente. Si deve sapere a chi dare; quale ammontare è conveniente e qual è il momento appropriato. In tal modo si fa, nel più alto grado possibile, un servizio verso l'altro”.⁵

Alle opere cistercensi seguirà la corrente francescana, durante la quale, nel XV secolo, fioriranno i primi strumenti finanziari caratteristici di un'economia di mercato, come ad esempio la carta di credito, la contabilità d'impresa – il francescano Luca Pacioli nel 1494 metterà a punto la partita doppia – e in particolare i Monti di Pietà. Il primo Monte di Pietà sorse a Perugia nel 1462 su iniziativa della Chiesa Cattolica, ed è un'istituzione finanziaria senza scopo di lucro che fornì una risposta alla lotta dell'usura, in quanto elargì credito a qualunque persona bisognosa

⁵ Etica Nicomachea, IV, I.

fosse in grado di dare in pegno un qualche bene immobile, anche di scarso valore. I beneficiari erano tenuti a giurare di prendere le somme a prestito per scopi moralmente ineccepibili; i Monti di Pietà stessi potevano essere raccolti tramite beneficenza e si occupavano del sociale nelle attività del territorio al quale erano strettamente vincolati, ad esempio elargendo prestiti alle magistrature in periodi di crisi o fornendo la dote a giovani povere.

Spostandoci su un orizzonte più teorico e facendo un balzo nel XVIII secolo, epoca in cui Adam Smith pose le fondamenta dell'economia politica, giova sottolineare come egli fu filosofo e professore di filosofia morale, prima di essere largamente riconosciuto come il primo economista classico della storia. Il suo pensiero relativo all'interesse personale viene analizzato profondamente dal premio Nobel per l'economia Amartya Sen, nel suo libro "*Etica ed economia*", e la descrizione che ne viene fatta è tutt'altro che individualista – come si era largamente erroneamente supposto. Nella "*Teoria dei sentimenti morali*", Smith scrisse: "L'uomo, secondo gli stoici dovrebbe considerare sé stesso non come qualcosa di separato e staccato, ma come un cittadino del mondo, un membro della vasta comunità della natura, ... e all'interesse di questa grande comunità egli dovrebbe sempre esser lieto che si sacrifichi il suo piccolo interesse personale". Nonostante Smith considerasse che la prudenza "di tutte le virtù quella che più è utile alla persona", scrisse anche che "l'umanità, la giustizia, la generosità e lo spirito pubblico sono le qualità più utili agli altri".⁶ Gli farà eco Jeremy Bentham quando nel 1789 pose le basi dell'etica utilitaristica, secondo la quale la politica deve armonizzare l'economia e le istituzioni pubbliche al fine di raggiungere il bene totale del popolo.

È in questo ambito temporale, seppur nel nuovo continente, che si gettano le basi dell'investimento sostenibile e responsabile che verrà discusso ampiamente in seguito (SRI, in inglese, per praticità). Infatti, a metà del Settecento, il reverendo quacchero John Wesley intraprese a Philadelphia una mobilitazione dei propri correligionari contro le imprese che danneggiavano il territorio e i lavoratori, con lo scopo di inibirne le attività che venivano ritenute non meritevoli di essere finanziate. Si sviluppa dunque il principio etico di responsabilità riguardante ciò che si lascia fare all'istituzione responsabile di gestire le risorse che le vengono affidate, andando oltre l'interesse di guadagno meramente finanziario che non si cura di come esso sia generato.

Intorno alla metà dell'Ottocento, prima in Europa e poi negli USA, si iniziano ad affrontare le deviazioni presenti nella logica del bene totale che caratterizzavano l'ambito

⁶ Smith, A., *Teoria dei sentimenti morali*, p.189, 1790.

prettamente finanziario. Nel 1849, il politico e filosofo francese P.J. Proudhon, dopo aver teorizzato il sistema economico noto come mutualismo, di crismi socialisti, fondò la Banca del Popolo. Sebbene le attività durarono solamente sette settimane, due principi vennero mantenuti nel tempo; essi facevano riferimento all'accesso al credito, ritenuto lo strumento più adeguato alla vittoria sulla povertà, e al potente legame sociale creato dal credito stesso, che andava ben oltre gli aspetti puramente legali e finanziari. Tali principi troveranno luogo, tra le altre, nella fondazione delle Casse di Risparmio e delle Casse Rurali italiane, istituzioni nate inizialmente senza scopo di lucro sulla spinta dei Monti di Pietà, che tuttora si articolano in aziende di credito con annesse fondazioni a carattere esclusivamente sociale.

Nel 1863, Luigi Luzzati, il quale fu giurista, economista, politico, banchiere ed accademico anche presso l'Università di Padova, pubblicò il suo primo lavoro scientifico "*La diffusione del credito e le banche popolari*". Egli contribuì all'incivilimento del nostro Paese nel rispetto di principi di equità e di promozione delle classi popolari, investigando nei propri studi ambiti quali la cooperazione in campo creditizio e la legislazione sociale. Nacque a Venezia, studiò a Padova e si trasferì a Milano dove fondò la prima Banca popolare italiana, il 28 marzo 1864; poco più di trent'anni dopo, nel 1876, venne istituita un'associazione nazionale che contò ben 118 banche popolari italiane. "Credito nel suo concetto primigenio significa fiducia, ed è la parte più spirituale dell'economia politica. Quando si fa un prestito si può accertarne la restituzione col pegno e l'ipoteca o colla sola garanzia personale", questo un suo pensiero che evidenzia lo sviluppo dell'aspetto etico nel finanziamento e conferma la possibilità della sopracitata garanzia personale ad assicurare il credito stesso alle classi bisognose.⁷

2. Manifesto della finanza etica

Nel 1998 vennero stabiliti i principi guida delle attività di finanza etica, a cura dell'*Associazione Finanza Etica*, composta dai fondatori della successiva *Banca Etica*. Ecco riportati integralmente i sette cardini. La finanza eticamente orientata:

⁷ Luzzati, L., *La diffusione del credito e le banche popolari*, 1863.

1. Ritiene che il credito, in tutte le sue forme, sia un diritto umano.

Non discrimina tra i destinatari degli impieghi sulla base del sesso, dell'etnia o della religione, e neanche sulla base del patrimonio, curando perciò i diritti dei poveri e degli emarginati. Finanzia quindi attività di promozione umana, sociale e ambientale, valutando i progetti col duplice criterio della vitalità economica e dell'utilità sociale. Le garanzie sui crediti sono un'altra forma con cui i partner si assumono la responsabilità dei progetti finanziati. La finanza etica valuta altrettanto valide, al pari delle garanzie di tipo patrimoniale, quelle forme di garanzia personali, di categoria o di comunità che consentono l'accesso al credito anche alle fasce più deboli della popolazione.

Dunque, non discrimina tra i destinatari del credito, proteggendo i diritti dei poveri e degli emarginati tramite la promozione di progetti con aspetti sociali, umani ed ambientali, ampiamente accessibili grazie a garanzie personali che si aggiungono a quelle patrimoniali.

2. Considera l'efficienza una componente della responsabilità etica.

Non è una forma di beneficenza: è un'attività economicamente vitale che intende essere socialmente utile. L'assunzione di responsabilità, sia nel mettere a disposizione il proprio risparmio sia nel farne un uso che consenta di conservarne il valore, è il fondamento di una partnership tra soggetti con pari dignità.

Questo punto potrebbe essere considerato vitale in quanto porta credibilità all'investimento etico anche dal punto finanziario, senza il quale esso non avrebbe più mercato. È fondamentale evidenziare come i fondatori del movimento abbiano realizzato che la ricerca della responsabilità etica debba comunque andare al passo dello sviluppo economico.

3. Non ritiene legittimo l'arricchimento basato sul solo possesso e scambio di denaro.

Il tasso di interesse, in questo contesto, è una misura di efficienza nell'utilizzo del risparmio, una misura dell'impegno a salvaguardare le risorse messe a disposizione dai risparmiatori e a farle fruttare in progetti vitali. Di conseguenza il tasso di interesse, il rendimento del risparmio, è diverso da zero ma deve essere mantenuto il più basso possibile, sulla base delle valutazioni sia economiche che sociali ed etiche.

Viene sottolineata l'importanza dell'esistenza di un tasso di interesse che, seppure debba essere mantenuto il più basso possibile, è “misura di efficienza nell'utilizzo del risparmio”.

4. È trasparente.

L'intermediario finanziario etico ha il dovere di trattare con riservatezza le informazioni sui risparmiatori di cui entra in possesso nel corso della sua attività, tuttavia il rapporto trasparente con il cliente impone la nominatività dei risparmi. I depositanti hanno il diritto di conoscere i processi di funzionamento dell'istituzione finanziaria e le sue decisioni di impiego e di investimento. Sarà cura dell'intermediario eticamente orientato mettere a disposizione gli opportuni canali informativi per garantire la trasparenza sulla sua attività.

L'intermediario eticamente orientato deve curarsi di offrire al cliente tutte le informazioni riguardo al funzionamento dell'istituzione finanziaria e alle successive decisioni di investimento, oltre a dovere trattare con riservatezza le informazioni di cui entra in possesso.

5. Prevede la partecipazione alle scelte importanti dell'impresa non solo da parte dei soci ma anche dei risparmiatori.

Le forme possono comprendere sia meccanismi diretti di indicazione delle preferenze nella destinazione dei fondi, sia meccanismi democratici di partecipazione alle decisioni. La finanza etica in questo modo si fa promotrice di democrazia economica.

Vi possono essere varie forme di interazione con l'impresa, come ad esempio l'indicazione delle preferenze nella destinazione dei fondi. In tale modo, la finanza etica "si fa promotrice di democrazia economica".

6. Ha come criteri di riferimento per gli impieghi la responsabilità sociale e ambientale.

Individua i campi di impiego, ed eventualmente alcuni campi preferenziali, introducendo nell'istruttoria economica criteri di riferimento basati sulla promozione dello sviluppo umano e sulla responsabilità sociale e ambientale. Esclude per principio rapporti finanziari con quelle attività economiche che ostacolano lo sviluppo umano e contribuiscono a violare i diritti fondamentali della persona, come la produzione e il commercio di armi, le produzioni gravemente lesive della salute e dell'ambiente, le attività che si fondano sullo sfruttamento dei minori o sulla repressione delle libertà civili.

Questo è probabilmente il criterio che più caratterizza la finanza etica. Si preoccupa di escludere quelle attività finanziarie che ostacolano lo sviluppo umano, sociale ed ambientale, e al contrario lo promuove introducendo alcune variabili nell'analisi del campo d'impiego.

7. Richiede un'adesione globale e coerente da parte del gestore che ne orienta tutta l'attività. *Qualora invece l'attività di finanza etica fosse soltanto parziale, è necessario spiegare, in modo trasparente, le ragioni della limitazione adottata. In ogni caso l'intermediario si dichiara disposto ad essere 'monitorato' da istituzioni di garanzia dei risparmiatori.*

Questo punto tutela la richiesta di eticità da parte del cliente nei confronti del gestore del fondo, il quale, nel caso in cui non applichi completamente i criteri sopracitati è tenuto a rendere conto della sua attività in maniera trasparente, e può perfino essere “monitorato da istituzioni di garanzia dei risparmiatori”.⁸

3. Elementi caratterizzanti

“Il mercato è un vero mercato quando non produce solo ricchezza, ma soddisfa anche attese e valori etici” – Amartya Kumar Sen

Innanzitutto, prima di descrivere le caratteristiche della finanza etica, sarebbe lecito cercare di mettere insieme una definizione della stessa, nonostante siano molteplici le nomenclature e le accezioni che essa assume nel contesto del panorama mondiale – negli Stati Uniti si parla di *socially responsible investing*; nel Regno Unito, di *ethical investment*; in Belgio e in Olanda, di *triple bottom line investing*; in Italia, di finanza etica.

Per iniziare, dando uno sguardo molto ampio alla materia, la finanza etica potrebbe essere vista come “l’allocazione di capitali finalizzata al miglioramento delle condizioni di vita delle popolazioni”.⁹ In tale senso, si fa largo la ricerca di “regole comportamentali per le imprese che diventano attori rilevanti per il raggiungimento di obiettivi di sviluppo sostenibile, cioè di uno sviluppo rivolto sia alla conservazione del capitale economico che alla conservazione nel tempo del capitale ambientale, sociale e umano”.⁹

La finanza etica utilizza sia misure di valutazione classiche, quali il tasso di rendimento e il rischio, sia misure alternative rispetto a quelle usate dalla finanza tradizionale, che fanno capo a criteri qualitativi e quantitativi di parametri ambientali, sociali e di governance. Per sostenere le società che si affacciano a tali relativamente nuove realtà, si fa appoggio a bilanci di sostenibilità

⁸ Baldassone, E.; Ghibetti, M., *L'euro solidale. Una carta d'intenti per la finanza etica in Italia*, 1998, pp. 20-22.

⁹ Perrini, F.; Tencati, A., *Corporate Social Responsibility – Un nuovo approccio strategico alla gestione d'impresa*, 2008.

e al rating etico, il quale è uno strumento che tuttora sta cercando di affermarsi, utilizzato per verificare l'affidabilità delle società nei termini della finanza etica e che verrà discusso in seguito nell'ambito dell'investimento responsabile e sostenibile.

In termini pratici, la finanza etica studia e fornisce prodotti finanziari socialmente responsabili per soddisfare le esigenze d'investimento dei risparmiatori che sempre più frequentemente orientano le loro scelte in questa direzione, coniugando gli aspetti economici a quelli etici. Parlando dunque di finanza etica non ci si riferisce semplicemente ad una destinazione filantropica di risorse finanziarie, ma ad una vera e propria diversificazione dell'obiettivo dell'attività finanziaria: si persegue un rendimento con massimizzazione dei benefici ottenibili nel complesso, da un punto di vista totale. In conclusione, gli investitori, al di là dell'aspetto finanziario, sono attenti all'impatto sia sull'ambiente che sulla salute dell'investimento stesso; si aspettano dei ritorni economici come qualsiasi risparmiatore tradizionale ma pongono un riferimento principale sui valori etico-sociali in quanto essi sono i protagonisti del processo decisionale di ricerca e selezione.

Infine, le attività comprendono fondi di investimento verdi, sociali ed etici; fondi pensioni e SICAV¹⁰ che adottano anche criteri sociali per l'ottimizzazione delle scelte di portafoglio; il *private banking* eticamente orientato; i fondi chiusi che investono secondo criteri di eticità; le gestioni separate per clienti istituzionali come fondazioni, enti religiosi, soggetti non profit attenti alle scelte di allocazione del capitale; gli ETF (Exchange Trade Fund).¹¹

3.1. Principi e criteri della finanza etica

Vivere il tema della finanza etica significa indirizzare l'attenzione, in termini di criteri in base ai quali finalizzare un investimento, verso gli effetti causati dall'investimento stesso sull'economia definita "reale". Il presupposto originario della finanza tradizionale dovrebbe essere quello di fingersi intermediario tra risorse disponibili e quella stessa economia reale. Ecco che dunque nel periodo di massima diffusione del cosiddetto "*shortermismo*", aspetto della

¹⁰ Una società di investimento a capitale variabile, in acronimo SICAV, in Italia, è una società per azioni a capitale variabile avente per oggetto l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni.

¹¹ Gli exchange-traded fund (noti con la sigla ETF) sono un tipo di fondi d'investimento e appartengono in particolare agli ETP (Exchange Traded Products), ovvero alla macro-famiglia di prodotti a indice quotati. Le principali caratteristiche degli ETF sono la loro gestione passiva e la loro quotazione in borsa con le stesse modalità di azioni ed obbligazioni.

finanza visto negativamente in quanto si individua in una pressante necessità di un immediato ritorno economico, il significato intrinseco della finanza sembra ritornare in auge, o quanto meno combattere la sua mera funzione speculativa che non è più garante di una sicurezza economica duratura ma che allo stesso tempo fa da padrone nell'attuale panorama finanziario. Ciò nonostante, in concomitanza con il manifestarsi di questo trend, “si sta diffondendo una nuova cultura che mira all'investimento con caratteristiche etiche, dove l'investitore mira non solo alla speculazione ma punta su attività che rispondano a certi requisiti di responsabilità sociale e ambientale”.¹² Dal concetto di finanza etica si deduce dunque che gli investitori non solo sono desiderosi di conoscere che rendimento fruttano i loro risparmi, ma anche come questi vengono impiegati in termini qualitativi, in primis dal gestore ma anche, e soprattutto, dalle stesse società finanziate, e su orizzonti temporali di medio-lungo periodo.

In altre parole, significa tenere in considerazione, nel momento di determinazione dell'investimento, valori etici, ambientali e sociali, in aggiunta dei parametri tradizionali, e non al loro posto. In questi termini, giova sottolineare che la finanza etica, bensì sia nata sotto la stella della beneficenza, non è in alcun caso una deliberata devoluzione di una parte del rendimento ad attività sociali, né si identifica in opere totalmente filantropiche. Contrariamente, l'etica è una dimensione dell'investimento – che in quanto tale vuole creare un ritorno economico – poiché definisce la finalità dell'azione, ossia esprime una scelta; scelta che può essere indirizzata da tre principali strategie, le quali si ritrovano nella più vasta classe che contiene tutti i prodotti finanziari di investimento etico. Sono così elencati i criteri che definiscono gli investimenti etici:

- a. Attività di *screening* (negativo o positivo);
- b. *Shareholder activism* o *advocacy* (conosciuto anche come *engagement* o partecipazione attiva);
- c. Investimento nella comunità in attività locali, generalmente legate al settore non profit (*community investing*).¹³

L'attività di *screening* si basa fundamentalmente sull'esclusione o inclusione nel portafoglio azionario di titoli che sono stati valutati con criteri ambientali e sociali. Lo *screening* negativo si rivela una tecnica più semplice da attuare rispetto al corrispondente metodo positivo, in quanto prevede la selezione di titoli o aree geografiche che si desidera supportare mediante la fornitura di

¹² Da <http://www.finanza-etica.it/>.

¹³ Perrini, F.; Tencati, A., Corporate Social Responsibility – Un nuovo approccio strategico alla gestione d'impresa, 2008.

risorse piuttosto che una più lineare esclusione, poggiata su informazioni relativamente semplici da raccogliere, di quegli enti che non rispettano determinati paletti.

I criteri di selezione negativi che più frequentemente vengono applicati nella pratica dell'investimento etico pretendono un non-coinvolgimento delle imprese nelle seguenti circostanze:

- Settori del tabacco, dell'alcol, del gioco d'azzardo, delle forniture militari, delle armi e dell'energia nucleare;
- Produzioni pornografiche o che sfruttano la violenza;
- Sfruttamento degli animali;
- Collaborazione con regimi oppressivi;
- Mancanza nella tutela dei diritti umani.¹⁴

I criteri di selezione positivi hanno la funzione di premiare le imprese più proattive nel campo della sostenibilità. Iniziano ad affiancare i criteri negativi negli anni Novanta e si parla di approccio *best in class*, basato sulla scelta di titoli di società che si distinguono nel settore di appartenenze per spiccate performance di carattere ambientale e sociale. L'importanza di un criterio piuttosto che un altro è a totale discrezione dell'investitore, e allo stesso modo l'assenza di un requisito positivo può essere bilanciata dalla presenza di altre valutazioni. Al contrario, però, la presenza di un requisito negativo, nel maggiore dei casi certifica l'esclusione dell'impresa come soggetto dell'investimento. I criteri positivi sono prevalentemente collegati alle metodologie con le quali l'impresa si interfaccia con i suoi *stakeholder* in senso lato, i quali vanno dunque dal lavoratore semplice all'abitante della comunità nel quale è sita l'azienda. Si presentano alcuni dei criteri positivi più utilizzati dagli investitori:

- Iniziative ambientali e controllo dell'inquinamento;
- Qualità dei prodotti e dei servizi;
- Impegno sociale nella comunità;
- Pari opportunità;
- Trasparenza e qualità dell'informazione.¹⁵

¹⁴ Perrini, F.; Tencati, A., Corporate Social Responsibility – Un nuovo approccio strategico alla gestione d'impresa, 2008.

¹⁵ Perrini, F.; Tencati, A., Corporate Social Responsibility – Un nuovo approccio strategico alla gestione d'impresa, 2008.

In conclusione, ad ogni modo, a seconda dei principi dell'investitore, si potranno avere portafogli azionari contenenti titoli di imprese filtrate con criteri ambientali, sociali o etici, applicando *screening* negativi, positivi, o di entrambi i tipi.

Il termine *engagement* viene inteso come il dialogo tra investitori e imprese e come esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario. In particolare, la nozione di *engagement* fa riferimento “all'avvio di un confronto tra investitori e imprese incentrato su questioni di sostenibilità”.¹⁶ Si tratta di un processo di lungo periodo, col fine di influenzare positivamente i comportamenti dell'impresa e di aumentarne il grado di trasparenza.

Sebbene “azionariato attivo” sia ritenuto spesso essere la traduzione italiana di “*engagement*”, la traduzione letterale corrisponde all'espressione “*shareholder activism*”, che identifica l'attività di dialogo connessa ai diritti di voto in assemblea. Più ampiamente, per “*engagement*” si intende invece il dialogo strutturato dell'investitore con il management dell'impresa partecipata, sulla base del monitoraggio degli aspetti ambientali, sociali e di governance relativi all'operato aziendale. L'azionariato attivo è dunque una – ma non l'unica – modalità di relazione tra l'investitore e l'impresa. Verranno definite in seguito tutte le caratteristiche di questa importante strategia di investimento etico e sostenibile.

Infine, passando al *community investment*, esso è una tipologia di investimento etico che struttura programmi di finanziamento rivolti alla promozione di uno sviluppo sostenibile in settori produttivi o aree geografiche che non sono in grado di prendere in carico ed indirizzare autonomamente le tradizionali fonti di finanziamento. Esempi di *community investment* sono l'*housing*, la creazione di posti di lavoro, l'assistenza alle start up a carattere sociale. È probabilmente la tecnica più recente, e verrà approfondita in seguito.

¹⁶ Dal Forum per la Finanza Sostenibile.

2. DAL CONCETTO ALLA PRATICA: SUSTAINABLE AND RESPONSIBLE INVESTMENT

Intraprendere un'analisi della finanza etica è stato imprescindibile al fine di comprendere appieno l'essenza dell'investimento sostenibile e responsabile, in quanto esso è probabilmente l'incarnazione pratica più pura, diffusa ed efficace della finanza etica stessa. Quest'ultima da qui in avanti verrà chiamata "finanza sostenibile", dal momento che anche la nomenclatura utilizzata è evoluta nel tempo, ricercando volutamente un significato che più si presta ad un tema applicabile nella realtà.

L'identificarsi con un campo più ristretto della finanza sostenibile, fa in modo che l'SRI ci porti a definire in maniera più precisa la sua natura: esso è un investimento finanziario in senso stretto, ossia il collocamento di un capitale in attività che ne determinino l'aumento. In altre parole, ci si riferisce alla gestione di risorse finanziarie attraverso l'acquisto e la vendita di titoli e l'esercizio dei diritti connessi alla proprietà degli stessi: si parla di risparmio gestito (*asset management*).

1. Sustainable and Responsible Investment

“Investimento sostenibile e responsabile” (in inglese, *Sustainable and Responsible Investment*, da cui l’acronimo SRI che verrà utilizzato durante tutto il lavoro) è un’espressione con la quale si intende ogni tipo di processo di investimento che combini gli specifici obiettivi finanziari di un investitore con l’attenzione alle questioni ambientali, sociali e di governo societario (in inglese, *Environmental, Social and Governance*, da cui l’acronimo ESG), le quali sono le dimensioni attraverso cui un’impresa contribuisce alla sostenibilità dello sviluppo delle azioni che opera. Per rendere l’inquadratura più precisa, si presenta uno schema fornito dal Forum per la Finanza Sostenibile¹⁷, la **Figura 1**.

Figura 1. *Le sfere della sostenibilità.*

Sfera ambientale	Sfera sociale	Sfera governance
<ul style="list-style-type: none">- Emissioni in atmosfera e cambiamenti climatici- Gestione delle risorse idriche- Protezione del suolo- Tutela della biodiversità- Utilizzo delle risorse naturali- Efficienza energetica e fonti rinnovabili- Gestione dei rifiuti	<ul style="list-style-type: none">- Diritti umani- Sviluppo del capitale umano- Attrazione dei talenti- Pari opportunità e diversità- Salute e sicurezza- Gestione responsabile della catena di fornitura- Coinvolgimento e relazioni con la comunità- Sviluppo socio-economico- Filantropia	<ul style="list-style-type: none">- Indipendenza- Remunerazione- Compliance- Corruzione- Diritti degli azionisti- Gestione del rischio
Sfera etica		
<ul style="list-style-type: none">- Produzione e commercio di alcolici<ul style="list-style-type: none">- Produzione di tabacco- Produzione di armi- Sperimentazione sugli animali- Produzione e commercio di pellicce<ul style="list-style-type: none">- Gioco d'azzardo- Pornografia		

¹⁷ Il Forum per la Finanza Sostenibile (FFS) è nato nel 2001. È un’associazione non profit multi-stakeholder: ne fanno parte operatori del mondo finanziario e altri soggetti interessati dagli effetti ambientali e sociali dell’attività finanziaria. La missione del Forum è promuovere la conoscenza e la pratica dell’investimento sostenibile, con l’obiettivo di diffondere l’integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei prodotti e nei processi finanziari.

La definizione recentemente fornita non è però universale, data l'incertezza sull'attualità dei temi trattati; ragione per cui in questo capitolo verrà inizialmente analizzato lo sviluppo che la materia ha avuto nel tempo, in seguito verranno studiate tutte le peculiarità che lo contraddistinguono, e per concludere verrà analizzata l'effettiva performance finanziaria dell'SRI e verranno citati alcuni studi empirici a riguardo.

1.1. Evoluzione del concetto

Focalizzandoci sull'investimento finanziario così come lo conosciamo ai tempi nostri, il percorso storico da percorrere per comprendere la nascita e lo sviluppo dell'SRI è più breve di quello effettuato in materia di finanza etica.

Il discorso prende forma dove è nato il capitalismo industriale, in Gran Bretagna e negli Stati Uniti, tra la fine del Settecento e l'inizio dell'Ottocento, e si sviluppa in concomitanza dell'affermazione del modello della società per azioni, nonostante siano i religiosi i primi a muoversi in tale direzione. Se si deve stabilire una data di nascita, essa potrebbe essere il 1758, anno in cui i quaccheri¹⁸, ritrovatisi a Philadelphia per l'annuale riunione, stabilirono che una qualsiasi partecipazione dei credenti nella tratta degli schiavi fosse proibita da lì in avanti. Pressappoco nello stesso periodo, anche i metodisti¹⁹ fissarono alcuni principi comportamentali in ambito economico: fu il reverendo John Wesley, fondatore del movimento, a vietare di esercitare o sostenere imprese che danneggino il prossimo o che fossero contrarie alla morale cristiana, nel sermone numero 50, *“L'uso del denaro”*. Egli infatti scrisse: *“we ought not to gain money at the expense of life, nor at the expense of our health”*, ossia *“non dobbiamo guadagnare denaro a spese della vita, né a spese della nostra salute”*.²⁰

All'inizio del Novecento si ha una notevole accelerazione, grazie allo sviluppo dei mercati finanziari e dell'azionariato all'interno delle imprese, le quali, diventando più complesse e avendo bisogno di un imprenditore che assuma la figura di manager, ricercano i capitali nella partecipazione di altri azionisti. Da azionariato aziendale si passa ad azionariato diffuso, con

¹⁸ I quaccheri sono i fedeli di un movimento cristiano nato nel XVII secolo in Inghilterra appartenente al calvinismo puritano, caratterizzato dal sacerdozio dei credenti.

¹⁹ Il metodismo è un'espressione del protestantesimo che ha dato vita ad una delle chiese evangeliche più diffuse nel mondo (circa 70 milioni di fedeli), caratterizzandosi ovunque per profonda spiritualità, dinamismo evangelico e marcata sensibilità verso i problemi etici, sociali e politici

²⁰ Wesley, J., Sermon #50: The Use of Money, 1872 edition, editor Thomas Jackson.

l'affermarsi della borsa di New York e di una sempre maggiore propensione all'investimento da parte dei piccoli risparmiatori da una parte, e il sogno del "go public"²¹ degli imprenditori dall'altra. Diventando un fenomeno collettivo, l'investimento azionario risente di quei fattori extra-economici che influenzano l'economia attraverso dimensioni sociali e politiche. È dunque importante citare il protezionismo, che tra il 1919 e il 1933 portò al divieto di fabbricazione e commercio di alcolici, in quanto fu una delle prime forme di investimento etico, cioè orientato da fattori non specificatamente finanziari. Infatti, alcune tra le Chiese riformate americane, oltre a richiedere determinati comportamenti ai propri fedeli, come l'astinenza dal consumo di alcol, influenzarono la società a tal punto da portare chi si identificava in quella cultura a non investire in quelle imprese che, concludendo l'esempio, l'alcol lo producevano. Ecco che venne per la prima volta impiegato il concetto, già precedentemente introdotto, di *esclusione* o *screening* (di tipo negativo in questo caso). All'alcol seguirono il tabacco, il gioco d'azzardo, la pornografia (nella forma dell'editoria) e, soprattutto, le armi: vennero identificate le cosiddette *sin stocks*, le azioni del peccato, ancora lontane dalle questioni di sostenibilità che sono a cuore all'investitore socialmente impegnato dei giorni nostri.

Le prime forme di investimento responsabile, quindi, furono mosse da gruppi sociali ampi che condividevano un insieme di valori etici e che sentirono il bisogno di applicarli alla pratica dell'investimento. Questi gruppi furono di matrice religiosa fino alla fine degli anni Sessanta, periodo storico in cui, terminata la spinta economica post Seconda guerra mondiale, le masse iniziarono a preoccuparsi dell'inadeguatezza dei sistemi politici e sociali, e fecero sfociare i malumori in proteste e in movimenti di proposta. Sono gli anni dei grandi scioperi, il periodo in cui nasce il movimento alternativo degli hippy, che si oppone alla guerra in Vietnam, e avviene la grande contestazione studentesca del 68²². La nuova spinta nasce nelle piazze, passa attraverso le istituzioni e si estende fino ai mercati: è per la prima volta di carattere politico. Tutto ciò porta i governi ad iscrivere in agenda nuovi temi, quali le sfere del lavoro, della sanità, della scuola. È proprio dalle università americane che nasce una corrente *liberal*, la quale lega studenti ed intellettuali, con l'obiettivo di non investire in titoli di aziende produttrici di armamenti i cosiddetti *endowments*, ossia i patrimoni finanziari delle università.

²¹ Con l'espressione "go public" si intende diventare un'impresa pubblica, regolarmente quotata sul mercato azionario.

²² Nato nelle Università del Nord degli Stati Uniti, il movimento studentesco aveva come obiettivo essenziale la piena attuazione di quella democrazia promessa alla fine del conflitto mondiale garantito dalla Costituzione americana ma non attuata come promesso, in quanto piena di corruzione che tollerava la persistenza della segregazione razziale negli Stati del Sud, reprimeva le forme di opposizione al sistema corrotto e dittatoriale e favoriva il militarismo.

Il 1971 è un anno fondamentale per molteplici motivi. Due ministri metodisti fondarono il primo fondo comune di investimento socialmente responsabile moderno che escludeva i titoli del “peccato”, il Pax World Fund, il cui scopo era: “contribuire alla pace nel mondo attraverso l’investimento in compagnie che producessero beni e servizi a sostegno della vita”.²³ Al tempo infatti, non esisteva negli Stati Uniti alcun fondo che non traesse profitto dalla guerra. Sempre nello stesso anno, il reverendo Leon Sullivan, un sacerdote battista di colore, entra nel Consiglio di Amministrazione del colosso General Motors che, casualmente, era il datore di lavoro che più di tutti impiegava lavoratori di colore in Sudafrica. Sullivan intraprese un’azione di lobby sulla grandi *corporation* americane operanti nello stesso Sudafrica, al fine di farle desistere dall’utilizzare la pratica dell’apartheid ²⁴. Riuscì nel suo intento in quanto alle proteste fece seguire i fatti, raggruppando le opinioni del movimento che si stava sviluppando in pratiche di azionariato ostili nei confronti delle grandi società quotate. In seguito, il reverendo accrebbe l’importanza che egli ebbe in materia di SRI toccando anche la sfera della *governance*, un aspetto finora mai considerato prima, grazie alla stesura, nel 1977, di una serie di principi che presero il suo nome.

I “*Sullivan Principles*” ²⁵ furono un vero e proprio totem in materia di codici di condotta all’interno dell’impresa, un lampante esempio di *Corporate Social Responsibility* (acronimo inglese CSR). L’idea di fondo era che i lavoratori del luogo dovessero essere trattati allo stesso modo in cui i lavoratori americano erano trattati dalle corrispettive imprese americane. A ciò seguirono azioni di boicottaggio, pressioni e rivolte che talvolta sfociarono pacificamente in forme di partecipazione ai board delle società, segnando una svolta significativa, che vedeva il movimento non più limitato al non-coinvolgimento, ma finalmente diventava propositivo, attivo nell’esercizio dei diritti ed estremamente più efficace del normale dis-investimento.

²³ Regalli et al., I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari. Etica e Finanza, pp.177-200, 2005.

²⁴ L’apartheid era la politica di segregazione razziale istituita nel secondo dopoguerra dal governo di etnia bianca del Sudafrica, e rimasta in vigore fino al 1991. Venne inserita tra i “Crimini contro l’umanità”.

²⁵ The Sullivan Principles:

1. Non-segregation of the races in all eating, comfort, and work facilities.
2. Equal and fair employment practices for all employees.
3. Equal pay for all employees doing equal or comparable work for the same period of time.
4. Initiation of and development of training programs that will prepare, in substantial numbers, blacks and other non-whites for supervisory, administrative, clerical, and technical jobs.
5. Increasing the number of blacks and other non-whites in management and supervisory positions.
6. Improving the quality of life for blacks and other non-whites outside the work environment in such areas as housing, transportation, school, recreation, and health facilities.
7. Working to eliminate laws and customs that impede social, economic, and political justice. (added in 1984)

Negli anni Settanta e Ottanta emerse l'ultimo tema dell'universo ESG che ancora non era stato affrontato, ossia l'*environment*, l'ambiente. Si diffusero anche nel popolo – non più solo nell'élite acculturata – i concetti di prevenzione dall'inquinamento e di uso responsabile delle risorse naturali, e si fece sentire forte la critica ad un modello basato solamente sulla crescita quantitativa. Dalla consapevolezza diffusa si passò a forme di aggregazione sociale complesse, come è testimoniato dalla nascita delle prime associazioni dei consumatori.

Infine, si giunge al 1985, anno in cui Friends Provident²⁶ istituì lo *Stewardship Fund*, il primo fondo finanziario totalmente etico in Gran Bretagna; esso utilizzava criteri di *screening negativo* su quei business controversi che già sono emersi nel percorso storico, ossia i settori delle armi, del tabacco, dell'alcol, eccetera. Questa fu solo la prima di una serie di iniziative riguardanti prodotti finanziari nuovi ed innovativi che da lì in poi cercarono di andare incontro alla crescente domanda.

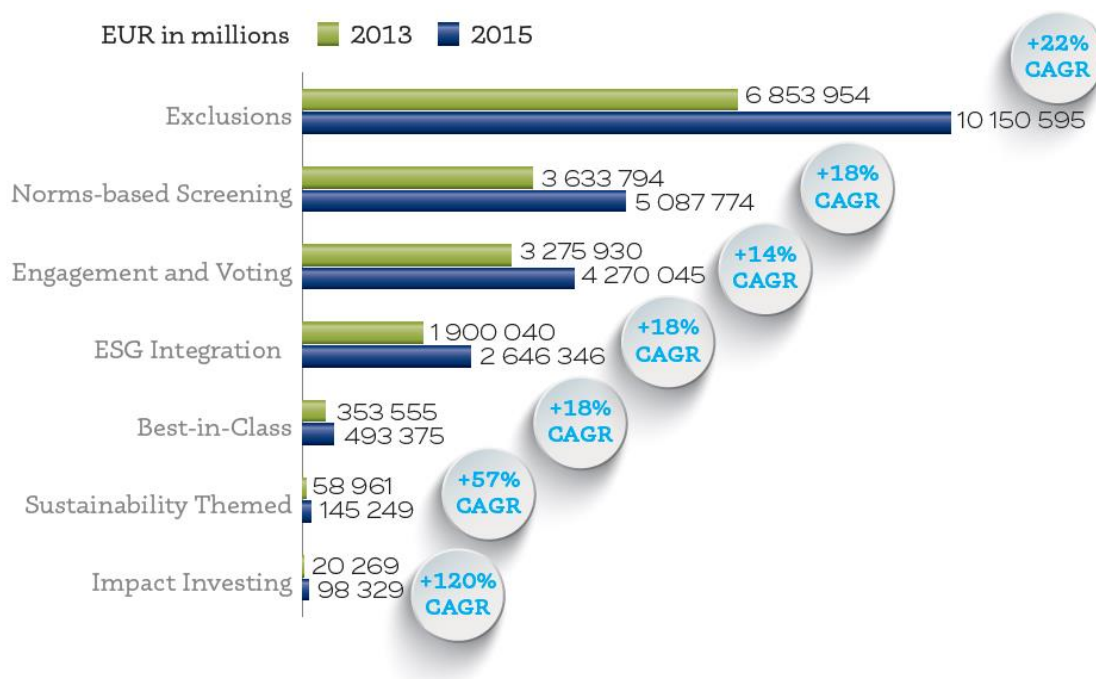
²⁶ Friends Provident fu un'organizzazione che offriva assicurazioni sulla vita, con base nel Regno Unito. Fu fondata dai quaccheri, divenne pubblica nel 2001 ed è ora parte del gruppo Aviva, il più grande assicuratore del paese.

1.2. Classificazione degli approcci SRI

Come è già stato evidenziato molteplici volte in questo lavoro, il *Sustainable and Responsible Investment* ha subito un'evoluzione nel tempo e anche ai giorni nostri è tuttora in una fase dinamica, tanto è che il nome attuale non è sempre stato lo stesso – bensì perfezionò il vecchio *Socially Responsible Investment* e lo sostituì dal 2008. Negli anni, l'universo SRI è passato dal considerare concetti generali di natura etica allo spettro più definito delle dimensioni ESG, e nel 2012 l'Eurosif ²⁷ ha sentito il bisogno di fornire una classificazione finita e dettagliata delle strategie di investimento che riguardano gli SRI. Dopo aver creato gruppi di lavoro con esponenti dei vari *Sustainable Investment Forum* (nell'acronimo, SIF) europei, coordinati dal centrale Eurosif, è stato possibile pubblicare tale classificazione nell'*European SRI Study 2012*. Le strategie sono “*process-oriented*”, poiché indicano il modo in cui il processo è formulato e applicato, piuttosto che spiegarne il fine che è già ben noto. In **Figura 2** viene analizzato il percorso di crescita di tali strategie dal 2013 al 2015.

Vengono dunque presentate le definizioni, i commenti e i dati sugli approcci SRI in ordine decrescente, dalla strategia più utilizzata alla meno utilizzata, con dati riferenti al 2015:

Figura 2. I sette approcci SRI e la loro crescita nel periodo 2013-2015. Dati: Eurosif.



²⁷ Eurosif è l'organizzazione a capo dei distinti Forum europei, la quale mission è la promozione della sostenibilità nei mercati finanziari.

1. *Exclusions* = Esclusione di titoli dall'universo investibile.

Esclusione di titoli o di settori basata su valori etici, principi o criteri stabiliti dall'investitore finale (*asset owner*) o dal gestore (*asset manager*).

Questa categoria comprende principi anche non necessariamente legati a temi di sostenibilità, come regole di natura religiosa o morale, ragione per cui sono già stati parzialmente affrontati in tema di finanza etica.

Figura 3. *Crescita dell'approccio Exclusions in Europa.*

Questa strategia ha dimostrato una crescita esponenziale e consistente durante gli ultimi anni, come dimostrato nella **Figura 3**, e si afferma per distacco come primo approccio per utilizzo, indirizzando l'investimento di oltre 10.000 miliardi di euro nel 2015, ad oggi certamente aumentati, per sottolineare come il fenomeno abbia oramai assunto dimensioni non più irrilevanti.

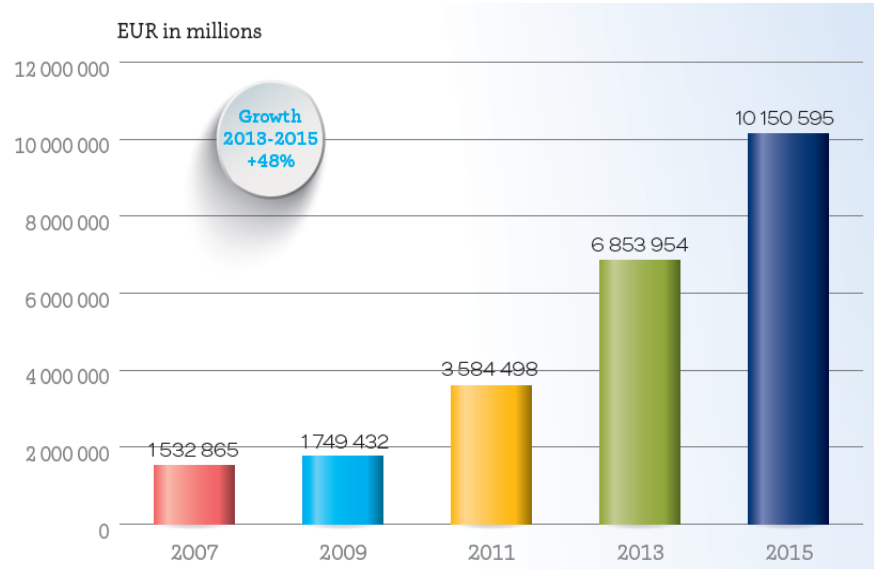
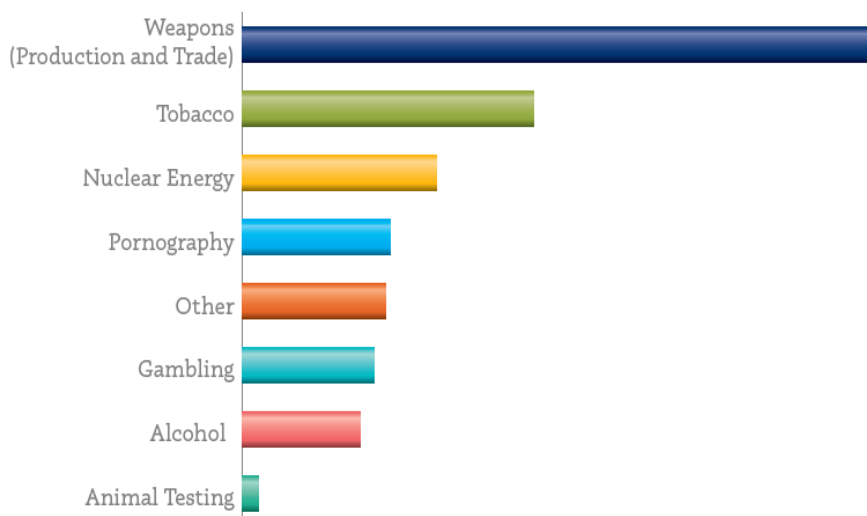


Figura 4. *Tipi più comuni di Exclusions.*



In **Figura 4** si possono invece notare quali siano le esclusioni più comuni per tipo. Come era ampiamente pronosticabile, il settore delle armi è quello più attaccato da questo approccio, a seguire tabacco,

energia nucleare, pornografia, gioco d'azzardo, produzione di alcolici e test sugli animali.

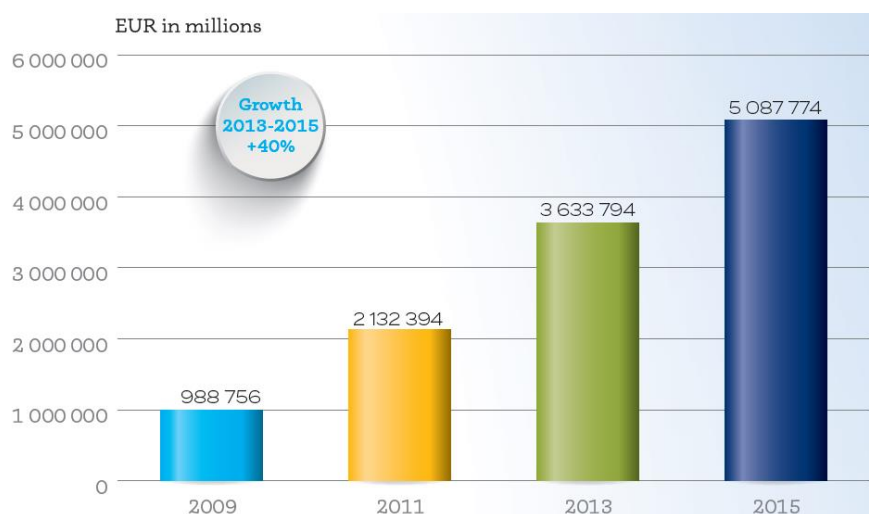
2. Norms-based Screening = Selezione basata su standard.

Selezione dei titoli basata sul rispetto di regole o standard internazionali – per esempio quelle definite in sede OCSE, ONU o agenzie ONU tra cui ILO, UNEP, UNICEF, UNHCR, Global Compact).

Questa categoria comprende non solo approcci di esclusione *ex ante* fondati su norme riguardanti i temi ESG, ma anche sovra/sotto pesatura di titoli o engagement.

Figura 5. Crescita dell'approccio Norms-based Screening in Europa.

Anche questo criterio ha dimostrato una crescita importante, del 40% nel biennio 2013-2015, come presentato in **Figura 5**. Ciò è reso possibile dal fatto che gli investitori possono aderire alle norme globali sulla protezione dell'ambiente,



sui diritti umani, sugli standard lavorativi e sull'anti-corruzione. Questi set di norme vengono offerti da iniziative internazionali quali l'*OEEC Guidelines for Multinational Enterprises*²⁸, o l'*ILO Tripartite Declaration of Principles concerning Multinational Enterprises and Social Policy*²⁹. Le norme più seguite sono i principi forniti dall'organismo *United Nations Global Compact*³⁰. Tali organizzazioni hanno un peso specifico talmente elevato in materia da orientare le politiche e spostare ingenti somme.

²⁸ L'OECD, nata come *Organisation for European Economic Co-operation* (OEEC) nel 1948, è un unico forum dove i governi di 30 democrazie lavorano insieme per affrontare le sfide economiche, sociali ed ambientali della globalizzazione.

²⁹ L'*International Labour Organisation* (ILO) fu creato nel 1919 come parte del Trattato di Versailles. I principi espressi nella *Tripartite Declaration of Principles concerning Multinational Enterprises and Social Policy* (MNE Declaration) offrono linee guida ad imprese multinazionali, governi e organizzazioni di lavoratori e datori di lavoro in aree quali l'assunzione, la formazione, le condizioni di lavoro e della vita, le relazioni industriali.

³⁰ L'UNGC è un'iniziativa strategica che supporta le aziende globali dedite a pratiche di business responsabile nelle aree dei diritti umani, del lavoro, dell'ambiente, con l'obiettivo di creare un mondo migliore tramite lo sviluppo sostenibile.

3. *Engagement and Voting* = Engagement e azionariato attivo.

Attività di buona gestione finanziaria attraverso la relazione con le imprese e l'esercizio dei diritti di voto. Si tratta di un processo di lungo periodo, finalizzato a influenzare il comportamento dell'emittente o ad aumentare il grado di trasparenza.

Questa categoria comprende attività che sono viste come parte dei doveri di gestione attiva. Per essere considerati sostenibili o responsabili, occorre che sia dichiarata una politica di investimento che richiama esplicitamente le questioni ESG. Nella **Figura 6** si possono distinguere i vari soggetti che partecipano attivamente alla strategia dell'*Engagement*.

Figura 6. *Soggetti coinvolti nell'Engagement e relative funzioni.*

SOGGETTI COINVOLTI		FUNZIONI
IMPRESE		- CdA - Segreteria societaria - CSR manager - Investor Relator - Ufficio Comunicazione e Relazioni Esterne - Ufficio legale - Audit / controllo interno
INVESTITORI	Fondi pensione Casse di previdenza Assicurazioni Fondazioni	- CdA - Finanza - Comunicazione - Ufficio legale
GESTORI		- Analisti buy-side - Portfolio manager - Risk manager - Ufficio legale - Audit / compliance
FORNITORI DI SERVIZI	Agenzie di rating ESG Data provider Agenzie di proxy advising	- Analisti ESG
BROKER		- Analisti sell-side
AUTORITÀ DI VIGILANZA E REGOLAZIONE	Parlamento e Consiglio europei, Parlamento italiano ANAC AGCM CONSOB	
ALTRI STAKEHOLDER	Sindacati ONG Media Network specializzati su temi ESG	

Le pratiche incluse nella definizione di *engagement* vengono solitamente raggruppate in due macro-categorie: il *soft engagement* e l'*hard engagement*. Le pratiche di *soft engagement* comprendono incontri periodici tra rappresentanti dell'impresa e degli investitori, conferenze call ed invio di relazioni. Le pratiche di *hard engagement* includono la presentazione di mozioni finalizzate all'integrazione dell'ordine del giorno, l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto sui punti all'ordine del giorno delle assemblee degli azionisti.

4. *ESG Integration* = Integrazione di fattori ESG nell'analisi finanziaria.

Inclusione esplicita di fattori ESG di rischio o di opportunità nell'analisi finanziaria tradizionale da parte degli *asset manager*.

Questa categoria comprende la considerazione dichiarata di questioni ESG (*Environment, Social, Governance*) insieme a quelle tipicamente finanziarie nel processo generale di investimento. Ciò è basato sulla convinzione che sia imperativo riconsiderare la tradizionale analisi finanziaria e guardare alle società con un punto di vista olistico. L'obiettivo è, quindi, quello di prendere in considerazione tutti gli stakeholder che possono essere influenzati dall'attività economica dell'impresa. La criticità di questo approccio è da ritrovarsi nella capacità di tradurre efficacemente la dimensione qualitativa delle informazioni in dati numerici che possano essere utilizzati da investitori istituzionali ed analisti. In altre parole, l'azienda ha un forte bisogno di trasferire il valore che verrà creato sul lungo termine dovuto al suo atteggiamento socialmente responsabile, in un corrispettivo miglioramento delle performance finanziarie sul breve periodo, unico vero lasso temporale che purtroppo troppo spesso gli investitori considerano, ritenendo difficilmente misurabili e dunque poco rilevanti i risultati sul lungo termine. Dunque, le imprese devono contemporaneamente focalizzarsi sul minimizzare i rischi derivanti da aspetti ambientali, sociali e di governance e cercare proattivamente di trarre vantaggio da questi nella traduzione in prodotti e servizi facenti parte del portafoglio degli *asset* societari.

Per rispondere a questo bisogno, nuove forme di reporting hanno iniziato a presentarsi sul panorama nazionale ed internazionale. Tra tutte, quella che sembra più in grado di raccogliere consensi è il Bilancio Integrato, il quale include gli indicatori ESG oltre ai tradizionali parametri finanziari. In questo modo, vengono riflessi i fattori extra-economici nel contesto commerciale, aiutando due classi di stakeholder: da un lato, gli investitori istituzionali hanno la capacità di comprendere se l'organizzazione sta cercando di creare valore sul lungo termine, dall'altro i clienti, le comunità di riferimento nelle quali l'azienda opera, gli organi di controllo e anche i dipendenti sono in grado di valutare le performance sociali e ambientali.

In merito, una dettagliata analisi della materia e la sua più efficace traduzione in indici quantitativamente consultabili è stata effettuata dalla *European Federation of Financial Analysts Societies*³¹ (in acronimo, EFFAS), con il suo studio "KPIs for ESG 3.0" del 2010, ossia *Key Performance Indicators* (in italiano comunemente chiamati indicatori chiave di performance) per

³¹ L'EFFAS è una federazione di associazioni di analisti in Europa, fondata nel 1962. Comprende 27 società che rappresentano più di 14000 investitori professionali.

le questioni ESG. Brevemente, lo studio è stato intrapreso con l'obiettivo di integrare i parametri ESG in report delle performance aziendali. A questo scopo, il documento propone presupposti generali per la presentazione di analisi ESG, linee guida per la loro presentazione, strutture e requisiti minimi per il contenuto affinché sia divulgato efficacemente.

Nella pratica, la tecnica proposta è la seguente: seguendo il *Dow Jones Industry Classification Benchmark (ICB)*³², vengono definite le liste di KPI di tutti i 114 sub settori. L'analisi minuziosa è completata dal fatto che ogni KPI è strutturato con nome, codice identificativo, livello di *disclosure*³³ e – breve – specificazione. Le società in seguito dovrebbero riportare valori assoluti, ad esempio in termini monetari o di unità, a corredo di ogni singolo KPI, e, inoltre, dovrebbero fornire annotazioni nei casi in cui i dati finanziari differiscano dai dati ESG, in termini di mercati o prodotti. Nella **Figura 7** si fornisce un esempio di tale classificazione, nello specifico si parla del settore ICB 0573 – *Oil Equipment & Services*, ossia legato all'equipaggiamento e ai relativi servizi dei combustibili fossili, e il dato preso in esame è l'efficienza energetica.

Figura 7. Esempio di analisi tratto dallo studio “KPIs for ESG 3.0”.

0573 Oil Equipment & Services

KPI	Spez.-ID	Scope	Specification
<i>(Scope I = Entry Level; Scope II = Midlevel; Scope III = Highlevel)</i>			
Energy Efficiency	E01-01	I	Energy consumption, total

In conclusione, data la dinamicità della materia e l'attuale poca chiarezza che purtroppo rende complicato l'affermarsi di una tassonomia standard, l'implementazione di un modello di analisi dei parametri ESG tanto completo quanto complesso, come quello presentato, pare utopica ad oggi.

5. *Best-In-Class* = Selezione Best in Class.

Selezione degli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, privilegiando gli emittenti migliori all'interno di un universo, una categoria o una classe di attivo.

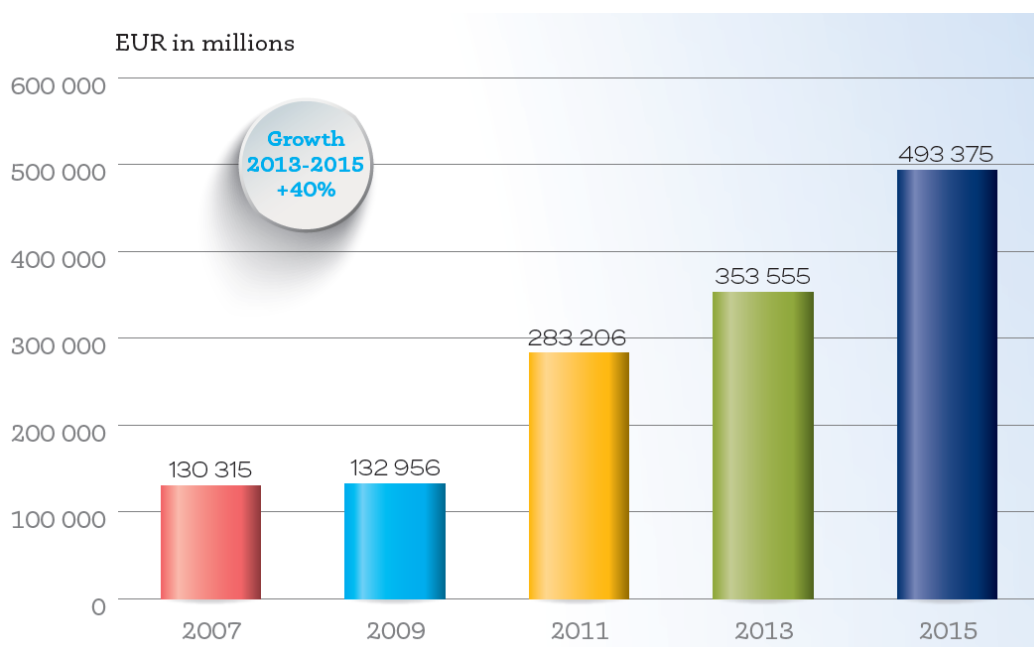
³² L'ICB è una tassonomia di classificazione delle industrie lanciata da Dow Jones e da FTSE nel 2005. È usata per divider i mercati in settori all'interno della macroeconomia. L'ICB usa un Sistema di 10 industrie, divise in 19 super settori, che sono a loro volta divisi in 41 settori, i quali contengono 114 sub settori.

³³ Vi sono tre livelli di disclosure ESG: Entry Level (Scope I) è la soglia minima di KPIs che le aziende dovrebbero divulgare, se ciò non avviene sono tenute a fornire una spiegazione a riguardo; Midlevel (Scope II) è la soglia media, chiamata *mainstream* disclosure; High Level (Scope III) è il livello al quale si hanno le informazioni più dettagliate.

Questa categoria comprende l'investimento in società che si distinguono per l'eccellenza sul piano delle performance sia ESG sia finanziarie, all'interno di un dato universo investibile. Tale strategia comprende tutte le classi di screening positivo, per cui tutti gli aspetti ESG devono essere considerati nella valutazione (E+S+G).

Negli ultimi due anni, il criterio Best-In-Class, sebbene quinto per utilizzo su sette approcci, è cresciuto del 40%, avendo gli *Asset under Management* (AuM l'acronimo) raggiunto i 493 miliardi di euro, come mostrato in **Figura 8**.

Figura 8. Crescita dell'approccio Best-In-Class in Europa.



6. *Sustainability Themed* = Investimenti tematici.

Investimenti in società la cui missione è collegata alla promozione dello sviluppo sostenibile, sebbene si focalizzi prevalentemente sul tema dell'ambiente.

Questa categoria comprende la selezione di imprese che contribuiscono intrinsecamente alla soluzione di sfide ambientali o sociali, quindi non si tratta di un semplice approccio settoriale. Anche in questo caso, è richiesta un'analisi di tutti gli aspetti ESG. Alcuni esempi sono i cambiamenti climatici, l'efficienza energetica, la salute.

Come si può notare nella **Figura 9**, gli investimenti tematici hanno subito una forte crescita nell'ultimo biennio considerato, spinti soprattutto da eventi come la ventunesima *Conference of the Parties* (COP21) tenutasi a Parigi a fine del 2015, dalla quale è scaturito un importante accordo – Paris Agreement, United Nations, 2015 – che indica come sia favorevole sia per

l'economia che per gli investitori un passaggio ad una cosiddetta “low carbon economy”³⁴, motivo per cui in **Figura 10** gli investimenti in efficienza energetica ed energie rinnovabili siano quelli prevalenti.

Figura 9. *Crescita dell'approccio Sustainability Themed in Europa.*

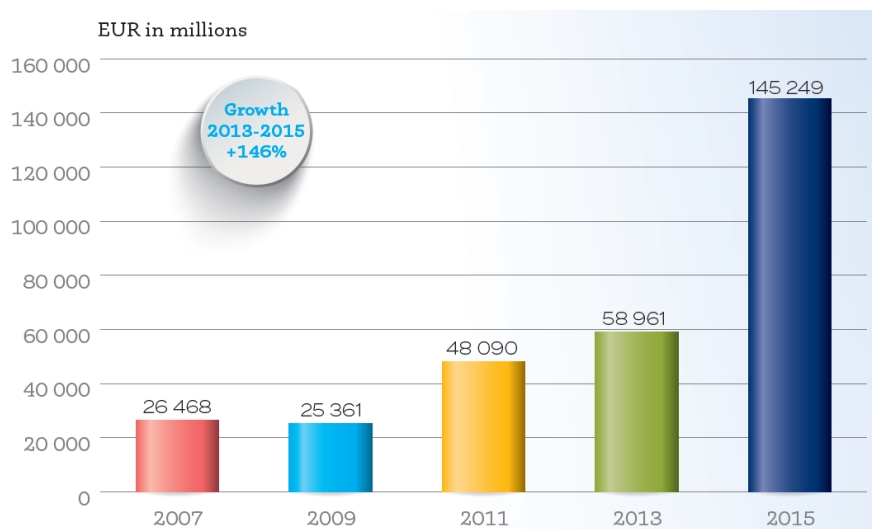
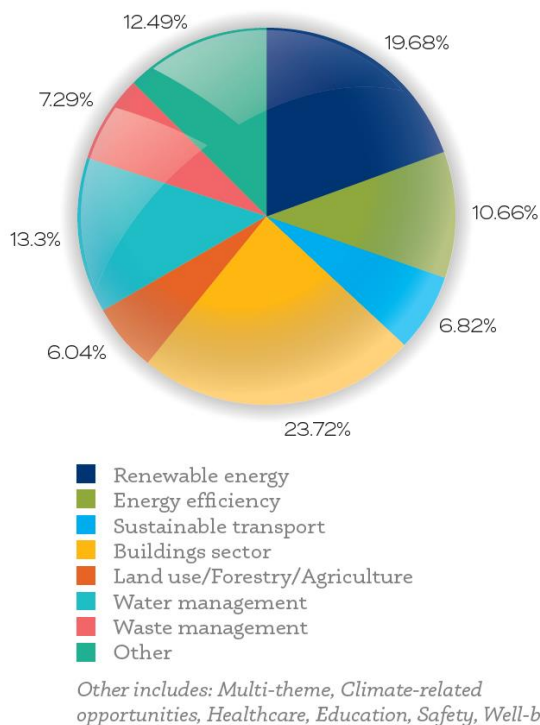


Figura 10. *Investimenti a carattere Sustainability Themed.*



³⁴ Article 9, comma 3. “As part of a global effort, developed country Parties should continue to take the lead in mobilizing climate finance from a wide variety of sources, instruments and channels, noting the significant role of public funds, through a variety of actions, including supporting country-driven strategies, and taking into account the needs and priorities of developing country Parties. Such mobilization of climate finance should represent a progression beyond previous efforts.”

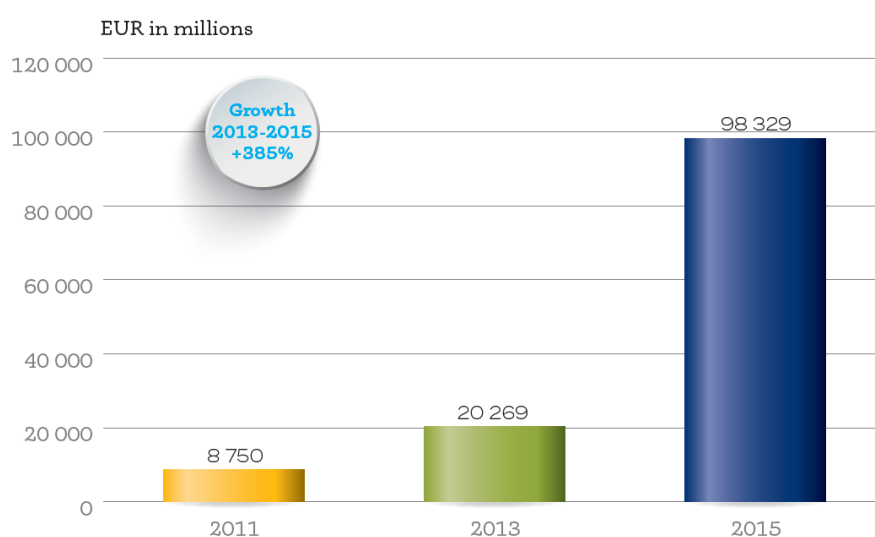
7. *Impact Investing* = Investimenti di impatto.

Investimenti progettati specificatamente per creare un impatto ambientale o sociale misurabile mantenendo un potenziale ritorno finanziario positivo.

Questa categoria comprende spesso investimenti su progetti specifici. Si tratta di una modalità di investimento relativamente nuova: non sono donazioni filantropiche, perché comunque il capitale rimane in capo all'investitore ed è atteso un ritorno finanziario; tuttavia, l'obiettivo principale dell'operazione è il ritorno ambientale o sociale. Rientrano in questa categoria la microfinanza, l'investimento in comunità, il social housing, i fondi per l'imprenditorialità, l'investimento in energie rinnovabili.

Figura 11. Crescita dell'approccio *Impact Investing* in Europa.

Come
l'investimento
Sustainability Themed,
l'Impact Investing
cavalca l'onda del trend
creato alla Conferenza di
Parigi tanto da aver
subito l'incremento
maggiore tra tutti gli
approcci nel biennio



analizzato 2013-2015, registrando un +385% come mostrato in **Figura 11**.

Come si può notare nella **Figura 12**, questa categoria di investimenti è a metà tra la filantropia e la sostenibilità, poiché l'intenzionalità proattiva con cui l'investitore persegue lo scopo sociale, insieme al ritorno economico, distingue questa nuova generazione di investimenti dall'approccio generale del SRI in cui le imprese che beneficiano degli investimenti hanno un core business "tradizionale", quindi, differente dal miglioramento sociale e ambientale che prima di tutto orienta l'impact investing. Gli investimenti ad impatto si caratterizzano, dunque, perché concepiti attorno agli obiettivi di impatto sociale da raggiungere; costruiti su modelli di misurazione di tale impatto e resi sostenibili attraverso un legame tra obiettivi di impatto raggiunti e remunerazione del capitale investito.

Figura 12. *Il continuum dell'investimento d'impatto.*



2. Rating tradizionale e rating etico

Dopo avere analizzato le varie classificazioni attribuibili all'SRI, risulta appropriato investigare come tali dimensioni vengano infine recepite dal mercato. Studiando i criteri di selezione delle aziende, abbiamo indirettamente visto quali sono le possibilità con cui esse possono differenziarsi ed altresì emergere nell'universo degli investimenti sostenibili e responsabili. È arrivato il momento di introdurre il rating etico (o rating ESG), strumento utile per spiegare come le imprese siano valutate nell'aspetto della responsabilità ambientale, sociale e di corporate governance.

Da sempre, un notevole impedimento all'affermarsi della finanza sostenibile, è stato dato dalla difficoltà di sapere distinguere gli investimenti etici stessi da attività non meritevoli di tali operazioni. Al di là di un'informale trasparenza delle attività, si stanno palesando i primi bilanci sostenibili, o ambientali, ma soprattutto si sta facendo largo il rating etico, uno strumento estremamente prezioso per fornire i primi parametri generali di selezione. Spesso l'avversità sta nella difficoltà di trovare indicatori comprensibili e significativi, corredati da un adeguato insieme di informazioni. Vi sono dunque nuove esigenze informative richieste per soddisfare quegli investitori che per primi si stanno muovendo nel prestare attenzione a tutte le dimensioni della sostenibilità dello sviluppo.

Per quanto riguarda la sostenibilità ambientale, bisogna ammettere che per quanto complesso, tale universo è quantificabile; è effettivamente possibile estrapolare dati e formulare calcoli al fine di ottenere giudizi supportati da valori numerici, avendo per oggetto ad esempio la quantità di emissioni dannose, il livello di consumi energetici e la loro fonte, se rinnovabile o meno, etc.

Invece, per ciò che concerne la sostenibilità sociale, si tratta di un mondo prettamente qualitativo, nello specifico il mondo del benessere interno ed esterno dell'organizzazione. Sebbene tale dimensione si possa esprimere in alcuni criteri, quali la salute, le condizioni di lavoro, la previdenza sociale, la parità dei sessi, il rispetto dei diritti, permane la complessità di tramutarli in valori effettivi, che possano avere un ordine di grandezza che permetta di misurarli e ordinarli.

Quindi, in altre parole, lo stabilimento di criteri che conducano ad una classificazione etica che permetta di assegnare dei giudizi numerici sulla qualità ambientale, sociale e sulla dimensione aziendale, è una metodologia tuttora in fase di sperimentazione. Tale materia, può essere appunto definita come rating etico perché "mutua dalle metodologie di rating tradizionali i

principi operativi e i presupposti della forma di valutazione ma è ispirata ai principi di responsabilità sociale e ambientale rintracciabili nel concetto di sviluppo sostenibile”.³⁵

Il rating tradizionale, d'altra parte, è stato concepito come un metodo per classificare le imprese sulla base di criteri economico-finanziari, con il fine di valutare l'entità del rischio di credito. La sua funzione principale è, dunque, di costituire uno strumento sintetico che colmi le asimmetrie informative che sono causa dell'inefficienza, e del fallimento talvolta, dei mercati.³⁶

Il rating etico affianca e non sostituisce il rating tradizionale, il quale è prevalentemente offerto dalle cosiddette “tre sorelle”, le agenzie Standard & Poor's, Moody's e Fitch, e deve sintetizzare in un giudizio in lettere lo stato di salute finanziaria dell'azienda oggetto dell'analisi. D'altra parte, il rating etico si focalizza invece sui quei KPIs indicatori di performance extra-finanziarie che già sono stati presentati, quali la quantità di emissioni di CO₂, l'esistenza di politiche per la parità dei sessi sul posto di lavoro, la presenza di organi di controllo indipendenti all'interno del consiglio di amministrazione, ecc. Questo lato alternativo della finanza cerca un ulteriore riscontro pratico che sia in grado di attirare clienti fornendo loro un tipo di informazione che ha la stessa funzione del rating tradizionale: ossia, è un giudizio oggettivo che stabilisce se l'investimento sia affidabile e dunque, con un definito grado di certezza, remunerativo. Risulta chiaro come una valutazione etica, che esamina aspetti legati all'impatto sociale e ambientale delle attività economiche, sia forzosamente complementare alla valutazione tradizionale e non possa assolutamente costituire l'unico parametro di riferimento degli investitori.

Dunque, al fine di assecondare la crescente domanda, dal lato dell'offerta sono nate le prime agenzie di rating etico, come le italiane E Capital Partners, Axia, Avanzi SRI Research e le internazionali Standard Ethics, KLD, Siri Group, Ethibel ed Eiris.³⁷ Esse operano su richiesta delle società che desiderano acquisire una classificazione etica e hanno ampliato nel corso degli anni la gamma di servizi che possono offrire. Tali agenzie, infatti, oltre alla costruzione di indici possono fornire servizi di consulenza e valutare o creare portafogli di investimento; inoltre, hanno una componente fondamentale che garantisce una maggiore veridicità delle informazioni veicolate: esse non investigano solamente i documenti prodotti appositamente dalle imprese per affermare la loro dedizione sui temi della sostenibilità, come i bilanci ambientali, i quali compongono la classe delle fonti interne, ma indagano inoltre fonti esterne come le

³⁵ Perrini, F., e Tencati, A., *Corporate Social Responsibility – Un nuovo approccio strategico alla gestione d'impresa*. Milano. Egea, 2008

³⁶ L'assenza di asimmetrie informative è condizione necessaria sulla quale poggiano i due teoremi dell'Economia del Benessere teorizzati dall'economista neoclassico italiano Vilfredo Pareto (1848-1923).

³⁷ www.borsaitaliana.it

rappresentanze sindacali, la stampa nazionale e quella specializzata, i gruppi esterni di pressione quali associazioni ambientaliste o di consumatori.³⁸

2.1. I criteri del rating etico

Le basi del rating etico poggiano sull'attività fondamentale di *screening*, che in questo caso è assunta in ottica progressiva, andando a scremare a mano a mano i soggetti dell'analisi sulla base di criteri negativi e positivi, a carattere qualitativo e quantitativo.

Analogamente a quanto visto in tema di strategie di investimento SRI, la tipologia principale di *screening* è la cosiddetta esclusione, o screening negativo. Essa è tradizionalmente utilizzata dall'investitore etico per escludere le imprese le quali attività non rispecchiano i suoi personali criteri di sostenibilità. A riguardo, l'applicazione dei criteri di esclusione può essere attuata con diversa rigidità a seconda dei principi soggettivi dell'investitore, fino a spingersi in selezioni che riguardano categorie di imprese che infrangono, implicitamente o esplicitamente, il codice etico e di sostenibilità nel praticare le loro operazioni. La metodologia più utilizzata, prevede lo stabilimento di una soglia limite, che rappresenta la percentuale di profitti ricavati da un'attività considerata non etica, oltre la quale l'investimento viene escluso con la pratica di *screening*. Tale soglia può variare a seconda del settore di competenza e della specifica attività, tanto è che si possono presentare situazioni in cui la soglia ha un valore minimo, per cui nessun profitto generato da un'attività non-etica verrà permesso, situazioni in cui la soglia ha una percentuale piuttosto elevata poiché per esempio tale attività, relativamente poco etica, viene bilanciata dal rimanente universo operativo di una specifica azienda che è proattivamente dedita alla sostenibilità, e infine possono presentarsi situazioni in cui la restrizione si limita, per esempio, alla produzione ma non alla vendita.

I criteri di esclusione, grazie alla loro semplicità di applicazione, hanno a ragion veduta conquistato un moderato successo nell'ambito del rating ESG. Tuttavia, bisogna ricordare che il fine del rating etico è fornire un giudizio sull'operato dell'azienda che metta gli investitori nella condizione di poter ordinare e scegliere quale sia l'investimento migliore. Ecco che, dunque, si raggiunge un livello più efficiente di rating esclusivamente grazie ai criteri positivi di *screening*, i quali non devono punire le aziende che – eticamente – male si comportano, bensì hanno lo scopo

³⁸ Perrini, F., e Tencati, A., Corporate Social Responsibility – Un nuovo approccio strategico alla gestione d'impresa. Milano. Egea, 2008

di premiare e fare emergere quelle aziende che lavorano con intensità nel rispetto dei criteri di sostenibilità ed eticità. Tali principi agiscono tenendo a modello un principio di riferimento e comparando la situazione effettiva dell'impresa con la migliore situazione desiderabile.

Per fornire un esempio che possa concludere efficacemente il discorso, vorrei utilizzare quella che probabilmente – il condizionale è dato dal fatto che il mercato delle agenzie di rating etico non è controllato da quello che in economia politica è definito un oligopolio, a differenza del mercato di rating tradizionale – è l'agenzia che fornisce l'indice di rating etico più accreditato a livello internazionale: Standard Ethics Aei. La società con sede a Londra, fondata nel 2001, pubblica lo *Standard Ethics Rating*, una valutazione di sostenibilità fondata sulla *compliance* ai principi e alle indicazioni volontarie delle Nazioni Unite, dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) e dell'Unione Europea, sulla base di alcuni criteri stabiliti al tempo da una società italiana (Agenzia Europea di Investimenti SpA) che si occupava di investimenti sostenibili, dalla quale Standard Ethics Aei si separa nel 2003. È stata la prima agenzia ad offrire rating “su richiesta”, standardizzati grazie ad un algoritmo che utilizza gli stessi parametri al fine di creare una valutazione che sia facilmente comparabile con le altre, a tre tipi di soggetti che possono richiederlo: le società, gli stati sovrani e i green bond. Standard Ethics utilizza un processo di rating guidato da un'attiva azione di analisi, cosicché siano gli analisti stessi e non le società a raccogliere e fornire i dati necessari alla valutazione finale; infine, a differenza di altre agenzie, non compie servizi di consulenza e non utilizza i dati per ricerche a pagamento utilizzate da enti di *asset management* o grandi banche. Tutto ciò contribuisce a creare un rating imparziale e di una riconosciuta qualità, del quale si propongono due esempi in seguito. Al fine di comprenderne l'interpretazione, si evidenzia che le valutazioni vanno dal valore più elevato della tripla E (EEE) alla F, con doppia E (EE) a rappresentare il valore medio, e la singola E a rappresentare un valore al di sotto della media.

Figura 13. *Rating etico, Repubblica Italiana. Dati: Standard Ethics.*



Comunicato Stampa

Londra, 3 novembre 2016

Repubblica Italiana: *Outlook* Positivo

Londra, 3 novembre 2016. Standard Ethics comunica di avere attribuito un **Outlook Positivo** al rating della Repubblica Italiana (attualmente **EE+**)⁵.

La **riforma costituzionale** sottoposta a *Referendum* rappresenta un'importante occasione di ammodernamento della Costituzione italiana.

Nata da una evidente urgenza che si protrae da oltre un decennio, la riforma introduce un sistema bicamerale simile ad altri paesi europei ed ordina i rapporti tra lo Stato centrale e le Regioni.

È il risultato di un compromesso parlamentare tra forze politiche di opposti schieramenti.

La **legge elettorale** è sottoposta a critica e viene collegata alla riforma. Tecnicamente, questa legge rappresenta un rafforzamento della volontà popolare. Infatti, attraverso il sistema del ballottaggio ed una premialità, permette alla massima maggioranza disponibile tra l'elettorato in quel dato momento, di determinare comunque una maggioranza parlamentare.

Per la prima volta, l'esito elettorale viene significativamente valorizzato. Spetterà al popolo (in condizioni normali) la scelta conclusiva del Primo Ministro.

Si tratta di un profilo legislativo avanzato che stimolerà i partiti politici ad un dialogo più costruttivo e diretto con l'elettorato ed alla scelta di candidati all'altezza della situazione.

Gli effetti finali, anche se con strumenti diversi, appaiono simili al modello britannico, dove un sistema parlamentare puro viene vincolato ad una chiara scelta dell'elettorato.

Senza riproporre la lista delle criticità a suo tempo segnalate, si ribadisce nuovamente il tema della **qualità di governance dei partiti politici**.

Importanti movimenti e partiti italiani sono oggi sottoposti a *leadership* paternalistiche a tempo indeterminato, non contendibili attraverso chiare procedure elettive interne, i cui poteri non sono ben definiti.

Situazioni opache che non offrono adeguate garanzie di trasparenza e tracciabilità delle decisioni.

Sono rari i casi di partiti sottoposti a congressi pubblici regolarmente convocati e diretti da *leadership* a scadenza, i cui poteri non siano arbitrari.

La **Figura 13** riguarda lo Stato italiano, con un commento sul come l'Italia abbia raggiunto un livello "*positive*". Il documento è riportato nelle lingua inglese, francese ed italiano, di cui si riporta il frammento.

Figura 14. *Rating etico, Société Générale. Dati: Standard Ethics.*



Press Release

London, 19th April 2017

Standard Ethics downgrades Société Générale

London, 19th April 2017. Standard Ethics downgrades Société Générale's rating from "EE" to "EE-". Société Générale is part of the *Standard Ethic French Index*.

In January 2017, Société Générale was fined by the U.S. Department of Justice and it agreed to pay a \$50 million civil fine to settle U.S. claims that it defrauded investors about the **marketing and sale of residential mortgage-backed securities**. The French bank acknowledged having committed misconduct.

In September 2016, the company's subsidiary SG Americas Securities was fined \$750,000 by CFTC for participating in "*unlawful wash trades*" and for failing to diligently supervise over a three-and-a-half-year period¹. Moreover, in December 2013, the French bank was fined €446 million for "*colluding*" with three other international banks in relation to pricing components for Euro-denominated **interest rate derivatives** linked to the EURIBOR and/or the EONIA. In April 2016², the European Commission has reduced Société Générale's fine to €227 million³.

According to Standard Ethics guidelines on corporate governance, the bank is in line with gender and internationality diversity and has a good level of independence of the members of the Board of Directors. On the other hand, it has a system of voting based on the double voting rights which have a negative impact on the algorithm.

Relating to the sustainability report, it includes references to the United Nations and the OECD and it appears to be line with the SE's requirements.

La **Figura 14** riguarda la banca *Société Générale*, quotata sul mercato azionario francese, e mostra come alcune vicissitudini abbiano portato ad un "*downgrade*" (abbassamento) del suo livello di ranking. Il documento è riportato in inglese per quanto riguarda il rating, ma contiene note sui criteri di valutazione in lingua inglese, francese ed italiano. Per completezza proporrò una rapida traduzione per comprendere il caso specifico. In particolare, la banca ha accettato di pagare una multa da 50 milioni di dollari nel gennaio 2017, in seguito all'accusa di malcondotta ed è incorsa, direttamente e tramite una sussidiaria, in altre sanzioni negli anni precedenti. In questo caso, sono evidenziati l'ambito sociale – il comportamento fraudolento –, la corporate governance – il rapporto con gli stakeholder e tra azionisti – e, infine, il bilancio di sostenibilità, il quale è ritenuto in linea con i requisiti.

3. Performance dei fondi SRI

Per concludere questo percorso all'interno dell'universo degli investimenti sostenibili e responsabili, è necessario affrontare l'altra tipologia di *outcome* generato, quella che riguarda il rendimento finanziario. A riguardo, giova ricordare che l'SRI si può presentare in molteplici forme, assolvendo funzioni diverse. È, dunque, fondamentale distinguere da una parte i prodotti o gli strumenti finanziari che sono oggetto dell'indagine (ad esempio fondi comuni di investimento, ETF, fondi pensione, fondi di venture capital, etc.), dall'altra lo specifico approccio SRI adottato (screening negativo/positivo, *best in class*, azionariato attivo/*engagement*). A seconda delle misure adottate, si definiscono tre tipi di investitori: l'investitore speculativo ha una sensibilità minima – se non nulla – verso gli aspetti ESG e un massimo orientamento alla massimizzazione del ritorno finanziario; l'investitore etico ha un'elevata sensibilità nei confronti dell'approccio ESG ma un orientamento al rendimento finanziario relativamente moderato; infine, vi è l'investitore sostenibile, il quale ritiene equamente e altamente importanti entrambi gli aspetti. È a lui nello specifico che questo paragrafo è dedicato, in quanto si cercherà di proporre esempi di studi empirici che negli ultimi 15 anni sono riusciti a ridimensionare prepotentemente la visione distorta di *underperformance* finanziaria che era legata al mondo degli investimenti SRI.

In realtà, di primo impatto, non sarebbe anormale pensare che l'investimento etico possa subire ripercussioni sul lato finanziario proprio in virtù della sua essenza, quella ricerca della sostenibilità caratterizzata da criteri e principi che limitano l'universo investibile e dunque la capacità di differenziare il portafoglio. Infatti, in termini di rischio che si spiegano con l'inferiore dimensione dell'universo investibile, l'investimento responsabile è più costoso di quello tradizionale e deve sopportare anche un aggiuntivo impiego di risorse e tempo nel processo di analisi e valutazione.

Ciò che verrà però evidenziato in questa digressione è che, nonostante tali vincoli eclatanti, le performance ottenute dai fondi SRI risultano in linea con quelle degli altri fondi e, talvolta, si identificano in rendimenti finanziari superiori. Al fine di costruire degli indici etici, in alcuni sistemi economici avanzati sono stati selezionati dei panieri di imprese etiche, sono state monitorate le performance e sono stati creati i primi benchmark di riferimento. Vengono riportati di seguito quattro tra gli indici etici più importanti al mondo:

- *Domini Social Index 400*: creato nel 1990 dalla società di consulenza americana KLD³⁹, è un indice azionario ponderato per la capitalizzazione di mercato; ha fatto registrare una performance superiore rispetto allo S&P500, il suo indice di riferimento.
- *Dow Jones Sustainability Indexes*: è una famiglia di indici creata da *Dow Jones & Company*⁴⁰, leader mondiale nella progettazione di indici di mercato, in collaborazione con SAM Sustainability Group⁴¹. Tale famiglia è composta da un indice globale, tre indici regionali (Nord America, Europa e Asia) e un indice nazionale per il mercato USA. Ad ognuno di questi sono associati quattro indici specialistici, per un totale di ben 80 indici etici.
- *FTSE4Good*: è una famiglia di indici azionari etici detenuta da *The Financial Times* e dal *London Stock Exchange*. Gli indici sono stati creati da FTSE⁴² con lo scopo di misurare le performance delle aziende nel rispetto dei principi di sostenibilità riconosciuti a livello mondiale, e di rendere più accessibile questo tipo di investimenti. Per essere ammesse agli indici FTSE, le aziende devono essere impegnate nella sostenibilità ambientale, sviluppare relazioni positive con gli stakeholder ed appoggiare e supportare i diritti umani universali. Oltre al marchio FTSE, vi è la società EIRIS⁴³, la quale ha il compito di raccogliere e valutare le informazioni in maniera totalmente indipendente, a rendere questo indice uno dei punti di riferimento per la creazione di portafogli etici. Inoltre, è lo stesso indice a supportare un aspetto della sostenibilità, devolvendo all'UNICEF il 40% dei proventi derivanti dalle licenze di utilizzo degli indici che vengono concesse. Parallelamente all'introduzione dell'indice, la società *Close Fund Management* ha posizionato sul mercato il fondo di investimento FTSE4Good UK Fund, il quale intende replicare la composizione dell'indice FTSE4GoodTM UK Index.
- *ECPI (E. Capital Partners) Indexes*: l'indice venne lanciato nel 1997 e nel maggio 2000 venne seguito dall'*Ethical Index Euro* che individua 150 *best in class* tra le società

³⁹ Kinder, Lydenberg, Domini & Co., fondata nel 1989, offre servizi di consulenza sulle società americane ad investitori istituzionali.

⁴⁰ Dow Jones & Company, fondato nel 1882, è un colosso americano che si occupa di servizi informativi finanziari ed è proprietario del *The Wall Street Journal*.

⁴¹ SAM, per esteso RobecoSAM, è una società di investimento svizzera con sede a Zurigo, fondata nel 1995. Focalizza la sua attività sugli investimenti sostenibili – SRI.

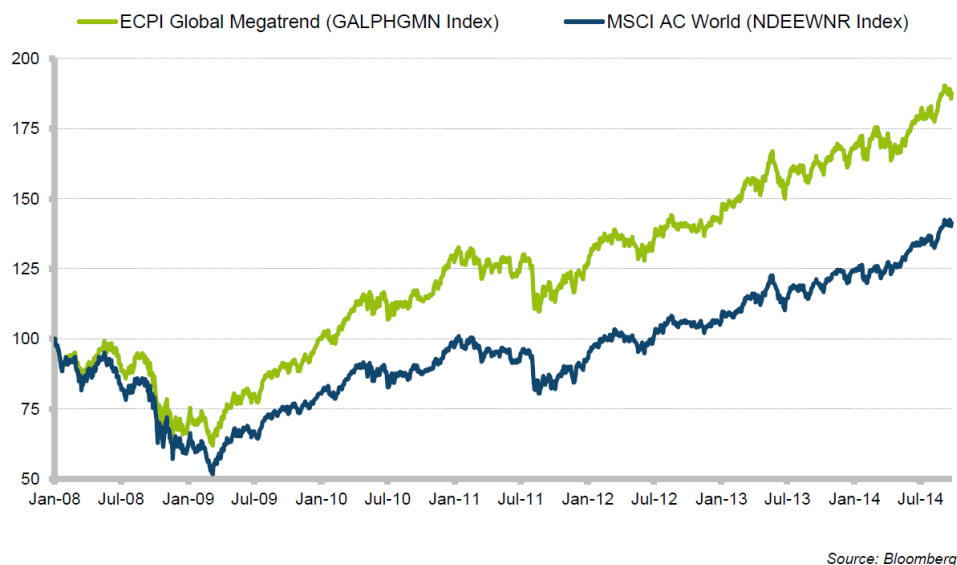
⁴² Il Gruppo Financial Times Stock Exchange, fondato nel 1995, è provider mondiale di indici di mercato, con sede a Londra.

⁴³ EIRIS, ora EIRIS Vigeo, è una società fondata nel 1983, pioniere a livello globale dell'introduzione dell'analisi ESG. Opera un'ampia gamma di servizi, dalla consulenza strategica alla pubblica distribuzione di materiale informativo di carattere sociale.

europee a maggior capitalizzazione. La compagnia, E. Capital Partners⁴⁴, fornisce un'ampia gamma di servizi nel mondo SRI: dalle consulenze a società ed investitori alla produzione di indici di sostenibilità su asset tradizionali e non, quali Equity e Credit Portfolio, CDOs⁴⁵ ed Hedge Funds⁴⁶. L'aspetto caratterizzante di tali indici sono la trasparenza e la credibilità dei criteri etici utilizzati per la ricerca dei dati, i rating e l'analisi ESG, focalizzati sulla valutazione degli *intangible values* e dei KPIs extra-finanziari.

Per concludere il discorso, oltre a voler evidenziare il peso dei nomi che si sono mossi seguendo questo trend, come *Dow & Jones Company* e FTSE, si propone la **Figura 15**, la quale, attingendo da dati Bloomberg, rappresenta l'andamento dell'indice ECPI Global Megatrend a confronto con l'indice MSCI AC World, indice di riferimento di Morgan Stanley International, una delle più grandi banche di investimento al mondo. Il dato che salta agli occhi è la migliore performance dell'indice etico su quello tradizionale, ma ciò che non va tralasciato sono le origini e la struttura vincolata dell'investimento responsabile di cui si parlava in apertura del capitolo.

Figura 15. *ECPI Global Megatrend vs MSCI AC World. Dati: ECPI Group.*



⁴⁴ Il Gruppo ECPI ha le sue origini in un'iniziativa accademica dell'Università Bocconi di Milano, nel 1995. Nel 1999 nasce ufficialmente E. Capital Partners, la prima iniziativa imprenditoriale europea per la creazione e la selezione dei prodotti finanziari ad alto valore sociale.

⁴⁵ Una CDO (*Collateralized debt obligation*) è un'obbligazione che ha come garanzia (collaterale) un debito. Una CDO è composta da decine o centinaia di ABS, obbligazioni a loro volta garantite da un altrettanto elevato numero di debiti individuali.

⁴⁶ Un fondo speculativo (in inglese *hedge fund*), è un fondo comune di investimento privato, amministrato da una società di gestione professionale.

3.1. Underperformance o overperformance?

Il percorso per dimostrare la competitività degli investimenti sostenibili e responsabili anche in tema di performance finanziaria ha richiesto notevoli studi empirici, anche se tuttora, al giorno d'oggi, permane un moderato scetticismo attorno a questo prodotto.

Dapprima vennero Barnett e Salomon⁴⁷, i quali nel 2006, dopo aver condotto uno studio su sessantuno fondi di investimento SRI dal 1972 al 2000, giunsero alla conclusione che la relazione tra la sostenibilità sociale e le performance finanziarie assume una forma curvilinea, una parabola (*U-shaped*), piuttosto che una retta. Il riscontro che ebbero verificò la loro ipotesi iniziale, la quale considerava che “la perdita (in performance) finanziaria collegata alla caratteristica propria di un fondo SRI – ossia di essere poco diversificato – è bilanciata nel momento in cui il *social screening* si intensifica, perché (il fondo) viene gestito in maniera migliore e aziende più stabili sono selezionate per creare il portafoglio”⁴⁸.

I risultati, come si può notare in **Figura 16**, mostrano che come il numero e la severità degli *screening* utilizzati da un fondo SRI aumenta, i ritorni finanziari diminuiscono in un primo momento, ma poi risalgono fino a che il livello di *screening* raggiunge il valore massimo – ad esempio con l'introduzione degli approcci *best in class* ed *engagement* o dell'integrazione ESG.

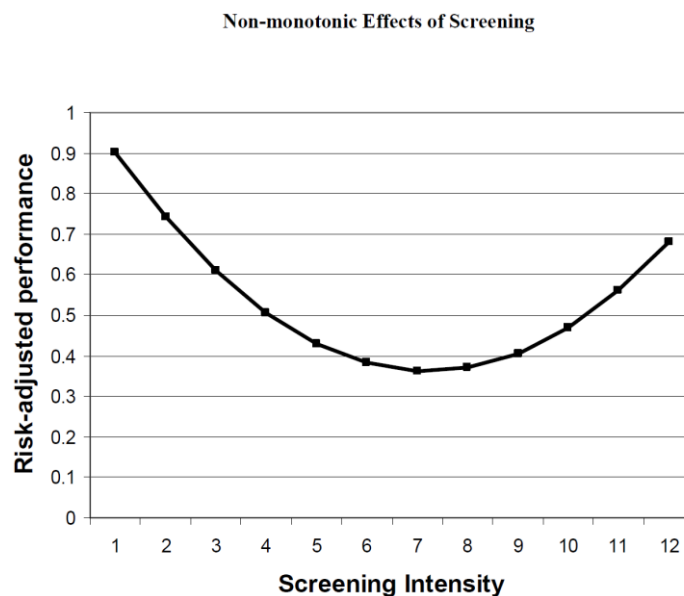


Figura 16. Effetti non-monotoni dello Screening.

⁴⁷ Michael L. Barnett è Assistant Professor of Health Policy and Management presso la School of Public Health di Harvard. Robert M. Salomon è un Associate Professor of International Management e un Faculty Scholar presso la NYU Stern School of Business.

⁴⁸ Traduzione dalla pubblicazione ufficiale: Barnett, M. & R. Salomon, 2006. Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship Between Social Responsibility and Financial Performance; Strategic Management Journal, 27: 1101-1122

Inoltre, Barnett e Salomon si spinsero in uno studio che mai nessuno aveva considerato prima di allora, ossia nella distinzione tra le varie – e sono molteplici come abbiamo visto – strategie di *screening* e più in generale di investimento SRI. Ciò che trovarono fu un incremento delle performance finanziarie nel caso di quello che chiamarono *Community relations screening* (che, per rifarsi al modello ESG, potrebbe essere considerato il livello *Social*), e una flessione delle performance finanziarie nel caso di *Environmental and Labour screening* (rispettivamente, livelli *Environment* e *Governance*). Basandosi su questi risultati, arrivarono a suggerire che la letteratura accademica che intendesse studiare il rapporto tra performance sociali e finanziarie, indirizzasse la propria attenzione sulle differenti strategie di *screening*, piuttosto che persistere sul dibattito relativo al valore derivante dall'essere socialmente responsabile o meno. Infatti, secondo loro la molteplicità di studi che avevano rivelato relazioni di non linearità e poco significative sistematicamente fu probabilmente frutto di una non adeguata categorizzazione di tali metodologie, che nella letteratura sono sempre state affrontate in modo aggregato.

L'*underperformance* che era erroneamente prevista da molti studi antecedenti viene affrontata anche da un'organizzazione di caratura internazionale come la United Nations Environment Programme – Finance Initiative (UNEP FI)⁴⁹, la quale nel 2007 pubblica il report *Demystifying Responsible Investment Performance*, pietra miliare del nostro percorso, che introduce lo studio riprendendo una propria precedente affermazione, ossia di come i fattori ESG siano “material to company value” (UNEP FI, 2004 e 2006). Il documento ha analizzato tanto il mondo accademico quanto il mondo dei *practitioner*, ossia gruppi di ricerca ESG interni ai principali operanti nel settore dell'*asset management*. Dal mondo accademico la risposta è stata più che positiva: dei venti contributi ritenuti più significativi in letteratura, ben dieci mostrano una relazione positiva tra integrazione dell'analisi ESG e performance finanziaria, sette riportano un effetto neutrale e solamente tre riferiscono di correlazione negativa. In media, l'evidenza trovata dal gruppo di lavoro di UNEP FI, l'*Asset Management Working Group* (AMWG), “suggerisce che non pare esserci una penalità nelle performance nel tenere in conto i fattori ESG nel processo di gestione del portafoglio”⁵⁰. In aggiunta, uno dei risultati dell'analisi è che le varietà di fattori quali l'abilità manageriale, lo stile di investimento e il periodo temporale sono

⁴⁹ UNEP FI è una partnership globale fondata nel 1992 con la mission di promuovere la finanza sostenibile. Vi sono più di 200 istituzioni finanziarie, incluse banche, assicurazioni ed investitori che collaborano con United Nations Environment al fine di studiare come le attuali sfide ambientali, sociali e di governance siano rilevanti per la finanza.

⁵⁰ Traduzione dalla pubblicazione originale: UNEP-Fi, M. and Asset Management Working Group, 2007. *Demystifying responsible investment performance. A review of key academic and border research on ESG factors.*

parti integranti della performance dell'investimento stesso; dato ciò, non ha ragione di essere postulata una tesi che veda l'integrazione di fattori ESG nel processo decisionale di investimento come causa di una underperformance. Al contrario, prendere in considerazione tali analisi extra-finanziarie è considerato un driver di valore utile al fine di costruire portafogli che rendano nel lungo periodo.

Proseguendo, nel 2011 la boutique finanziaria svizzera RobecoSAM⁵¹ ha rilevato una significativa *overperformance* nel condurre analisi prevalentemente sul mondo dell'*industry* piuttosto che su quello dell'accademia, utilizzando per lo più l'approccio *best in class*. Il modello creato ha visto la suddivisione dell'universo investibile in cinque macro-gruppi, differenziati per performance di sostenibilità, e la successiva rappresentazione grafica di tre portafogli nell'orizzonte temporale 2001-2010 – la quale rappresentazione si riporta nella **Figura 17**:

- Il portafoglio costituito solo da emittenti appartenenti al gruppo dei *sustainability leaders* (identificato nel primo gruppo per performance di sostenibilità);
- Il portafoglio costituito solo da emittenti appartenenti al gruppo dei *sustainability laggards* (identificato nel quinto gruppo per performance di sostenibilità);
- Il portafoglio costruito mediante una strategia consistente nell'assumere posizioni lunghe su titoli di emittenti appartenenti al gruppo dei *leaders* e corte su quelli dei *laggards*.⁵²

⁵¹ RobecoSAM, fondata SAM nel 1995 e rinominata nel 2013, fu la prima società di asset management a focalizzarsi esclusivamente sul Sustainable Investment.

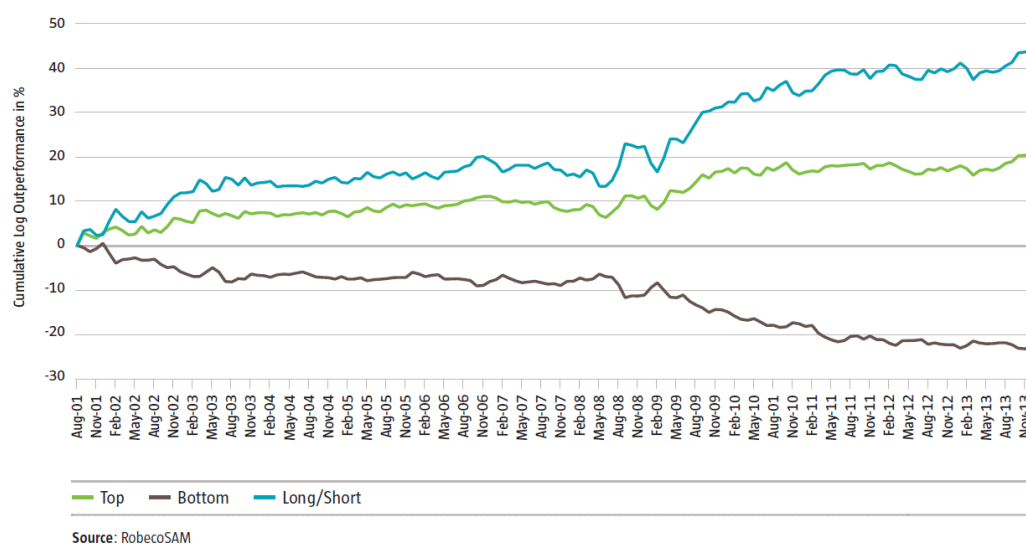
⁵² Una strategia di questo tipo consiste nel mantenere i cosiddetti leaders di sostenibilità sul lungo periodo, scommettendo su di loro in sostanza, e attuare una posizione di "vendita allo scoperto" (*short-selling*), di vendita, nei confronti dei "ritardatari" (*laggards*).

Sustainability can Outperform

Benchmark:
Companies rated on the basis of the RobecoSAM Corporate Sustainability Assessments

Metric:
Total sustainability score (economic, environmental, and social criteria)

Past performance is not indicative of future results.



	Portfolio 1 Sustainability Leaders	Portfolio 5 Sustainability Laggards	Long/Short (Pf. 1 vs. Pf. 5)
Outperformance (p.a. in %):	1,67	-1,86	3,60
Tracking Error (in %):	3,05	2,56	4,82
Information Ratio:	0,55	-0,73	0,75
T-Stat:	1,96	-2,53	2,66

Figura 17. Relazione tra performance finanziaria e sostenibilità. Dati: RobecoSAM

I risultati dello studio mostrano come sussista ineccepibilmente una relazione positiva e statisticamente significativa tra sostenibilità e performance finanziaria, certificando come il gruppo dei *leaders* sia potenzialmente in grado di generare extra-rendimenti. In aggiunta, si noti come il portafoglio costruito sulla strategia dello *short* sui *laggards* e *long* sui *leaders* ha mostrato una performance decisamente superiore sia alle due strategie alternative che al benchmark, soprattutto nel periodo successivo alla crisi del 2007. Tale evidenza non solo suggerisce come la sostenibilità si sia affermata come un driver determinante nella creazione del valore in ottica di strategie di investimento, ma “evidenzia inoltre come il tema della sostenibilità rappresenti un fattore capace di controllare l’esposizione al rischio, che consente di battere il mercato sia in periodi rialzisti che ribassisti”⁵³. Facendo riferimento ai dati presenti nel lato inferiore della **Figura 17**, occorre spiegare adeguatamente cosa essi rappresentino. Per

⁵³ Dal Maso, D. and Fiorentini, G., 2013. Creare valore a lungo termine: Conoscere, promuovere e gestire l’investimento sostenibile e responsabile. EGEA spa.

outperformance, essendo intuitivamente relativa a ciò che si è appena spiegato, si intende la performance finanziaria media annualizzata di un dato portafoglio rispetto al campione generale delle società. Il *tracking error*, brevemente, misura il differenziale in termini di volatilità e al contrario del dato precedente, non è significativo in quanto, teoricamente, dovrebbe essere una *proxy* del livello di rischio associato ad una strategia di investimento. L'*information ratio* rappresenta il rendimento aggiustato per il rischio ed è conferma delle conclusioni tratte in precedenza, ossia che le strategie di investimento SRI possono garantire migliori rendimenti in termini sia assoluti che relativi. Infine, la *T-Stat* è misura della significatività statistica: per quanto riguarda il portafoglio *long/short*, il valore 2.66 significa che possiamo affermare con un livello di confidenza del 99% che la performance di questa strategia di investimento è statisticamente significativa nell'essere diversa da 0; una *T-Stat* di 1.96 ci dice che la confidenza ha un livello del 95%. Per concludere, l'analisi si conclude con un commento che afferma come la sostenibilità all'interno delle società possa essere vista come un buon indicatore della possibilità di sopravvivenza, poiché enfatizza la prospettiva dei business sul lungo periodo. In teoria, viene affermato, le aziende che aderiscono ai principi di sostenibilità dovrebbero ottenere performance migliori di quelle che non lo fanno, perché considerano gli obiettivi di lungo periodo prioritari rispetto ai profitti di breve periodo, e beneficiano dunque di una più stabile crescita degli utili e di una minore volatilità.

Infine, nel 2012, Deutsche Bank ha pubblicato lo studio *Sustainable Investing: Establishing long-term value and performance* in cui è giunto a due conclusioni. In primis, ha affermato che il fattore di sostenibilità è, allo stato attuale, prezzato in maniera inefficiente del mercato, il quale lo sottovaluta. Risulta così che le imprese sostenibili abbiano, nella realtà, un costo implicito del capitale associato – e dunque in un livello di rischio – decisamente più basso. Tale ragionamento riprende, inoltre, quanto era già stato osservato un anno prima da Chava⁵⁴, il quale, nel working paper *Environmental Externalities and Cost of Capital* per il Georgia Institute of Technology (2011), analizzava come il profilo “ambientale” di un'azienda impattasse sul “*cost of equity*” (costo del capitale proprio) e sul “*debt capital*” (capitale di debito/rischio)⁵⁵. Ciò che emerse fu che gli investitori richiedevano ritorni attesi significativamente più elevati su portafogli in cui erano stati attuati processi di *screening*, alzandone il rendimento e il rischio. Ma la verità che si riscontrò in seguito ad analisi empiriche riportate nel *paper*, è che si attribuì un rendimento

⁵⁴ Sudheer Chava, professore e capo del dipartimento di Finance, Quantitative and Computational Finance, Risk Management presso lo Scheller College of Business Georgia Institute of Technology.

⁵⁵ Chava, S., 2011. Environmental Externalities and Cost of Capital.

superiore a portafogli SRI che in realtà avevano un rischio inferiore, sovvertendo la Modern Portfolio Theory⁵⁶. In secondo luogo, come Mark Fulton, Managing Director e Global Head of Climate Change Investment Research di Deutsche Bank, dice in apertura del report, “*the evidence is compelling: Sustainable Investing can be a clear win for investors and for companies*”, in quanto gli investitori che fossero in grado di analizzare in maniera più dettagliata il potenziale valore insito nell’integrazione ESG, potrebbero espletare un vantaggio informativo e conseguire un doppio dividendo, cogliendo l’opportunità di arbitraggio⁵⁷ sul mercato. In ultima istanza, ciò che viene suggerito nel lavoro è che tali imperfezioni possono portare ad incredibili opportunità di investimento nel medio periodo (generalmente, 3-5 anni), ma sono corrette dal mercato sul lungo periodo (5-10 anni).

⁵⁶ La Modern Portfolio Theory è una teoria introdotta dall’economista Harry Markowitz, in seguito alla quale pubblicazione ottenne il premio Nobel per l’economia (Markowitz, H., 1952. Portfolio selection. The journal of finance, 7(1), pp.77-91). Secondo questa teoria, al fine di costruire un portafoglio efficiente occorre individuare una combinazione di titoli tale da minimizzare il rischio e massimizzare il rendimento complessivo compensando gli andamenti asincroni dei singoli titoli, ossia diversificando. Inoltre, secondo questo studio, un rendimento superiore è corrisposto da un maggior rischio da sostenere, motivo per cui nel caso presentato si trova una contraddizione alla teoria.

⁵⁷ In economia e in finanza, un arbitraggio è un’operazione che consiste nell’acquistare un bene o un’attività finanziaria su un mercato rivendendolo su un altro mercato, sfruttando le differenze di prezzo al fine di ottenere un profitto. Ad esempio, un arbitraggio è presente quando vi è l’opportunità di comprare un bene ad un prezzo basso e rivenderlo ad un prezzo più alto.

CONCLUSIONI

La motivazione che mi ha spinto ad effettuare questo studio va da ritrovarsi nel modo in cui sono stato educato a riguardo del concetto di creazione di ricchezza, il quale, fin dall'inizio del mio percorso universitario, è stato costantemente associato al fine massimo dell'uomo d'azienda. Mi sono spesso chiesto se questa creazione di ricchezza fosse fine a sé stessa, imprigionata nel ciclo di vita aziendale. Quando mi sono imbattuto in questo argomento, trascinato da una già presente passione per il mondo della finanza, sono rimasto veramente affascinato dalla possibilità di creare un ritorno che non fosse solamente finanziario, ma che cercasse di lasciare un segno duraturo nel tempo: ho trovato un piacevole collegamento tra interessi ed ideali, e questo lavoro ne è il risultato.

Non mi ha sorpreso scoprire che la finanza etica possieda radici storiche antichissime, in quanto la linea di pensiero dei primi filosofi era dedicata al benessere della collettività. Piuttosto, è stato interessante notare che gli aspetti che essa ha assunto nel corso del tempo fossero spesso dettati da circostanze storiche o culturali, e non necessariamente dal mercato. Ho interpretato questa evoluzione come il genuino sviluppo di un prodotto che è stato mosso da bisogni reali e di matrice umana, sociale, ambientale, e non dalla scoperta di un *blue ocean* che potesse essere sfruttato per ottenere nuova ricchezza. Questo ha confermato, per me, la ragione di esistere dell'investimento responsabile e sostenibile.

Dai movimenti religiosi alle correnti di protesta e di iniziativa sociale, la finanza etica si è sviluppata a tal punto da fondare le sue basi su principi scritti in un manifesto vero e proprio. Essa non dimentica l'importanza di collocarsi sul mercato al fine di essere conosciuta e considerata, come riportato nel secondo principio ("Considera l'efficienza una componente della responsabilità etica") e ci tiene a dare voce ai risparmiatori, includendoli nell'attività aziendale come mai prima di allora, come è sottolineato nel dogma numero cinque: "(La finanza etica) prevede la partecipazione alle scelte importanti dell'impresa non solo da parte dei soci ma anche dei risparmiatori". I sette principi sono stati di ispirazione e di stimolo per tutta l'esperienza successiva.

"Il mercato è un vero mercato quando non produce solo ricchezza, ma soddisfa anche attese e valori etici", disse Amartya Sen, premio Nobel per l'economia, e da questa citazione ho voluto dare forma a tutti gli elementi caratteristici della finanza etica, dalla ricerca di una definizione appropriata quale "allocazione di capitali finalizzata al miglioramento delle

condizioni di vita delle popolazioni”, passando per l’ambivalenza degli aspetti finanziario e sociale, fino a giungere ai criteri sottostanti ad essa. Il primo ad essere sorto, l’attività di *screening* (negativo o positivo), ha avuto un’origine dettata dall’antico uso che aveva la finanza etica, ossia l’esclusione di titoli che venivano reputati non meritevoli di ricevere il finanziamento in quanto non aderenti ad alcuni ideali etici, sociali, ambientali. Si è avuta la svolta, quando lo *screening* è diventato anche attivo e quando si sono sviluppate le prime forme di azionariato attivo, negli Stati Uniti. Azionariato che, come il popolo, ora alza la voce e, anzi, pretende di avere voce in assemblea anche su tematiche che non siano esclusivamente riguardanti il ritorno finanziario del proprio denaro: nacque l’*engagement*, o partecipazione attiva. Infine, si giunse alla forma più moderna e che, a mio parere, incarna più di tutto il resto lo spirito necessario a creare valore nel tempo, ossia il *community investing* (o *impact investing*). Esso si colloca a metà tra la filantropia e l’SRI, bilanciando l’importanza tra ritorno sociale e finanziario, e potrebbe dunque reputarsi una tipologia di investimenti ancora più dedicata al sociale di quanto non sia già l’investimento sostenibile e responsabile. Infatti, la sua ragione d’essere è l’impatto sociale, che si ottiene tramite l’investimento in imprese sociali che siano comunque sostenibili nell’aspetto economico.

Dopo aver intrapreso questo percorso, ho voluto spostarmi sul tema dell’SRI, in quanto ritengo che esso sia il prodotto che più di ogni altro ha futuro – e sostiene un futuro. Tra instabili cambiamenti di nome e fugacità del termine che ormai appartengono al passato, l’SRI si scollega dalla finanza etica, prendendo in prestito gli ideali che ne costituiscono l’antefatto, e si afferma come una realtà perfettamente a sé stante, a mio parere migliorando il focus, spostato ora sulla sostenibilità più che sull’eticità – un aspetto che non può comunque venire ignorato dall’idea di sostenibilità stessa.

Dell’SRI sono state analizzate le sette strategie di investimento relative al biennio 2013-2015, ma purtroppo non è stato possibile fornire i dati del report Eurosif 2018, a causa dell’indisponibilità del documento, in quanto verrà rilasciato solamente nel novembre di quest’anno. Non nascondo che nutro una sincera curiosità ma anche un’elevata dose di speranza nel vedere crescere cifre che, già attuate all’anno 2015, mi hanno completamente sorpreso: non deve passare in secondo piano che questa tipologia di investimenti, a fine 2015, muoveva più di 21 mila miliardi di euro, 6 mila miliardi in più del bilancio 2013, con crescita relative anche del 385% – non a caso, è la precedentemente citata strategia di *impact investing*. Questi numeri, insieme alle iniziative internazionali e globali che stanno sensibilizzando l’opinione pubblica e creando leggi ed istituzioni, non possono che fare ben sperare di raggiungere livelli in cui la

maggioranza dei capitali mondiali investiti – sebbene istituzionali piuttosto che privati – possa diventare a carattere sostenibile. Ritengo che, al di là dell’aspetto di sostenibilità, uno scenario del genere potrebbe dare un segnale forte e che potrebbe davvero portare le imprese a lavorare, e ancor prima a nascere, con una *mission* di carattere anche solo parzialmente di sostenibilità. Il raggiungimento di un obiettivo economico attuato in una maniera sostenibile, senza alcuna limitazione dovuta al carattere di sostenibilità stesso, sarebbe davvero un passo avanti decisivo.

D'altronde, il rating etico prima e le analisi empiriche poi, riportate negli ultimi paragrafi, hanno avuto la funzione di sostenere queste idee e di dimostrare che esse non fossero solo utopiche ma, talvolta, concretizzabili. Ciò è dato dal fatto che dalle analisi presentate – sia da ricercatori e professori, sia da player mondiali come Goldman Sachs – è risultato come in molteplici circostanze gli investimenti sostenibili e responsabili abbiano tenuto il passo, in termini di competitività, al tradizionale universo investibile.

In conclusione, spero che la stesura di questo elaborato possa creare ordine nel lettore come lo ha creato in me durante tutto il percorso, mi auguro che renda la tematica meno nebulosa ma più vicina al pensiero collettivo, ed auspico che sia di stimolo per nuove iniziative in materia, delle quali vi è certamente bisogno.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Aristotele, (349 a.C.), *Etica Nicomachea*.

Aristotele, (IV sec a.C.), *Politica*.

Barnett, M. & Salomon R. (2006). "Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship Between Social Responsibility and Financial Performance." *Strategic Management Journal*, 27, pp.1101-1122

Boatright, J. R. (1999). *Finance ethics. A companion to business ethics*, 153-163.

Chava, S. (2014). "Environmental externalities and cost of capital." *Management Science*, 60(9), pp.2223-2247.

Dal Maso, D., & Fiorentini, G. (2013). *Creare valore a lungo termine: Conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile*. Milano, EGEA

Etica, A. F., Ghiberti, M., Viaggi, G., & Baldessone, E. (2000). *L'Euro solidale: una carta d'intenti per la finanza etica in Italia*. Bologna, EMI.

Fulton, M., Kahn, B. and Sharples, C. (2012). *Sustainable investing: Establishing long-term value and performance*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2222740>.

Garz, H. and Schnell, F.F., R., (2010). *KPIs for ESG. A Guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Validation*. Version 3.0, Frankfurt: DVFA/EFFAS.

Luzzatti, L. (1863). *La diffusione del credito e le banche popolari*. Padova, Sacchetto.

Markowitz, H. (1952). "Portfolio selection." *The journal of finance*, 7(1), pp.77-91

Pareto, V. (2014). *Manual of political economy: a critical and variorum edition*. Oxford OUP.

Perrini, F., & Tencati, A. (2011). *Corporate social responsibility: Un nuovo approccio strategico alla gestione d'impresa*. Milano, EGEA.

Regalli, M., Soana, M.G. and Tagliavini, G. (2005). “I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari” in *Etica e Finanza*, Milano, Angeli, pp.177-200.

Sen, A. (1988). *Etica ed economia*. Laterza, Bari.

Smith, A. (2010). *The theory of moral sentiments*. Penguin.

Stiz, G., & Seme, C. I. (1999). *Guida alla finanza etica. Come investire i propri risparmi in modo socialmente responsabile*, Editrice Missionaria Italiana 2000 pp, 16-17.

Sullivan, L. (1977). *The Sullivan Principles*

Wesley, J. (1872 edition). *Sermon #50: The Use of Money*, Thomas Jackson.

Zamagni, S. (2006). *L'etica nell'attività finanziaria*. In tratto da “Symposium Fondazione Gabriele Berionne.

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-sostenibile/home-page/home.htm>

http://www.efas-esg.com/wp-content/uploads/2011/07/KPIs_for_ESG_3_0_Final.pdf

<http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf>

<http://www.finanza-etica.it/>

https://www.gruppocarige.it/gruppo/html/ita/arte-cultura/la-casana/2006_4/pdf/02_11.pdf

<http://www.morningstar.co.uk>

[http://www.robecosam.com/images/Alpha from Sustainability 06 2014.pdf](http://www.robecosam.com/images/Alpha_from_Sustainability_06_2014.pdf)

<http://www.socialimpactagenda.it/wp-content/uploads/2016/04/La-finanza-che-include.pdf>

<http://www.standardethics.eu/>

<http://www.treccani.it/>

[http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying Responsible Investment Performance 01.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf)

https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf