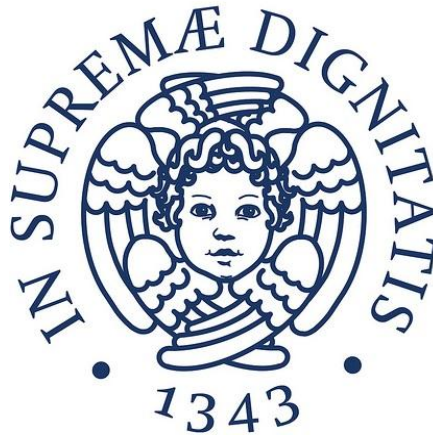


# UNIVERSITÀ DI PISA



Dipartimento di Economia e Management

Corso di Laurea Magistrale in  
FINANZA AZIENDALE E MERCATI FINANZIARI

Tesi Di Laurea Magistrale

*Fondi d'investimento etici: storia, strategia e performance*

RELATORE:

Prof.ssa Maria Laura Ruiz

CANDIDATO:

Alessandro Giacobbi

A.A. 2013/2014



*Ai miei genitori,  
Fulda e Nello*



# INDICE

<b>INDICE GRAFICI.....</b>	<b>9</b>
<b>INDICE TABELLE.....</b>	<b>10</b>
<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>13</b>
<b>CAPITOLO 1 - LA FINANZA ETICA .....</b>	<b>19</b>
Introduzione.....	19
1.1 La finanza, l'etica, la finanza etica .....	19
1.1.1 Principi di finanza etica .....	21
1.2 Gli strumenti di finanza etica.....	22
1.3 L'investimento socialmente responsabile .....	24
1.4 L'investitore etico.....	25
1.4.1 Categorie di investitori in base alle motivazioni .....	26
1.4.2 Tipologie di investitore etico .....	27
1.5 Le origini storiche: dalla finanza etica allo sviluppo dei primi fondi etici .....	30
1.5.1 Lo sviluppo della finanza etica in Italia.....	36
Conclusioni.....	44
<b>CAPITOLO 2 - LA NORMATIVA DEI FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO.....</b>	<b>47</b>
Introduzione.....	47
2.1 Gestione collettiva del risparmio .....	47
2.2 I fondi comuni d'investimento .....	49

2.2.1 Il regolamento del fondo .....	50
2.2.2 Fondi aperti .....	51
2.2.3 Fondi chiusi .....	52
2.2.4 Fondi riservati e speculativi .....	52
2.3 Fondi comuni d'investimento etici .....	53
Conclusioni.....	57
<b>CAPITOLO 3 - I CRITERI DI SELEZIONE DELLE IMPRESE .....</b>	<b>59</b>
Introduzione.....	59
3.1 Le strategie dei fondi socialmente responsabili .....	59
3.1.1 Sustainability Themed .....	60
3.1.2 Best-in-Class .....	61
3.1.3 Norms-based screening .....	64
3.1.4 Exclusions .....	66
3.1.5 ESG Integration .....	69
3.1.6 Engagement and Voting.....	71
3.1.7 Impact Investing .....	72
3.1.8 Situazione generale in Europa.....	75
3.2 PRI Association .....	76
3.3 Approcci all'investimento responsabile.....	78
Conclusioni.....	80
<b>CAPITOLO 4 - VALUTAZIONE DEL GRADO D'ETICITÀ DEI FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO ETICI .....</b>	<b>83</b>

Introduzione.....	83
4.1 Il rating etico.....	83
4.2 Le principali società di rating in Europa.....	84
4.2.1 Vigeo.....	85
4.2.2 Standard Ethics.....	88
4.3 Il processo di valutazione dei fondi.....	90
4.4 Indici azionari e indici etici.....	96
Conclusioni.....	100
<b>CAPITOLO 5 - LE PERFORMANCE.....</b>	<b>101</b>
Introduzione.....	101
5.1 Le scuole di pensiero.....	102
5.2 I costi dei fondi etici.....	104
5.3 Lo studio delle performance dei fondi etici.....	107
5.4 Il rischio nelle moderne teorie del portafoglio.....	109
5.5 Principali indici.....	111
5.5.1 Indice di Sharpe.....	111
5.5.2 Indice half reward variance.....	112
5.5.3 Indice di Treynor.....	113
5.5.4 Alpha di Jensen.....	114
5.6 Le analisi empiriche svolte in letteratura.....	115
5.7 Modelli multi-input/multi-output.....	118
5.7.1 Data Envelopment Analysis (DEA).....	118

5.7.2 Indici DPEI, $I_{DEA-1}$ , $I_{DEA-E}$ .....	120
5.7.3 Analisi empirica in base all'indice $I_{DEA-E}$ .....	122
Conclusioni.....	126
<b>CONCLUSIONI .....</b>	<b>127</b>
<b>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI .....</b>	<b>131</b>
<b>SITOGRAFIA .....</b>	<b>135</b>
<b>RINGRAZIAMENTI .....</b>	<b>137</b>



## INDICE GRAFICI

Grafico 1 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "Sustainability Themed" in Europa.....	60
Grafico 2 - Esempi di Screening positivi.....	62
Grafico 3 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "Best-in-Class" in Europa.....	62
Grafico 4 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "Norms-based screening" in Europa...	65
Grafico 5 - Esempi di screening negativo.....	67
Grafico 6 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "Exclusions" in Europa.....	67
Grafico 7 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "ESG Integration" in Europa.....	70
Grafico 8 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "Engagement and Voting" in Europa..	72
Grafico 9 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "Impact Investing" in Europa.....	74
Grafico 10 - Panoramica generale delle strategie SRI in Europa.....	75
Grafico 11 - Diffusione del "Core SRI" in Europa.....	78
Grafico 12 - Diffusione del "Broad SRI" in Europa.....	79
Grafico 13 - Distribuzione delle quote di mercato degli asset gestiti tra il "Core SRI" ed il "Broad SRI".....	80
Grafico 14 - Rating etico dei fondi italiani.....	96
Grafico 15 - Rapporto in percentuale tra numero di fondi no load e totale fondi esistenti per categoria.....	106

## INDICE TABELLE

Tabella 1 - Sviluppo dei fondi etici in Europa alla fine degli anni Novanta.....	35-36
Tabella 2 - Sviluppo in Italia delle MAG.....	38
Tabella 3 - Storia dei fondi comuni etici in Italia.....	40
Tabella 4 - Crescita della strategia "Sustainability Themed" per ogni paese.....	61
Tabella 5 - Crescita della strategia "Best-in-Class" per ogni paese.....	63
Tabella 6 - Crescita della strategia "Norms-based screening" per ogni paese.....	66
Tabella 7 - Crescita della strategia "Exclusions" per ogni paese.....	68
Tabella 8 - Crescita della strategia "ESG Integration" per ogni Paese.....	70
Tabella 9 - ESG Integration per ogni categoria in Europa nel 2013.....	71
Tabella 10 - Crescita della strategia "Engagement and Voting" per ogni paese.....	72
Tabella 11 - Crescita della strategia "Impact Investing" per ogni paese.....	75
Tabella 12 - Comparazione delle strategie ESG.....	77
Tabella 13 - Confronto tra i rating attribuiti da tre agenzie differenti.....	85
Tabella 14 - Classifica degli scoring delle imprese.....	87
Tabella 15 - Modello di analisi per l'attribuzione del rating etico.....	92-93-94-95
Tabella 16 - Commissioni di sottoscrizione (dati dicembre 2002, in percentuale).....	106
Tabella 17 - Commissioni di gestione (dati dicembre 2002, per mille).....	106
Tabella 18 - Statistiche riassuntive sui fondi canadesi (da Gennaio 94 a Gennaio 03).....	115
Tabella 19 - Stime del modello ad un fattore.....	116
Tabella 20 - Risultati empirici utilizzando indici etici.....	116
Tabella 21 - Stime del modello multifattore.....	117

Tabella 22 - <i>Ricerca empirica svolta sui fondi obbligazionari</i> .....	124
Tabella 23 - <i>Ricerca empirica svolta sui fondi azionari</i> .....	125



## INTRODUZIONE

Il ritmo, la complessità e la varietà dei mutamenti all'interno del sistema finanziario globale sono oggi senza precedenti. La globalizzazione ha creato condizioni nelle quali l'ambiente economico e finanziario cambiano molto rapidamente, obbligando gli operatori ad adattarsi velocemente ed in modo intelligente ai nuovi impulsi. Una realtà che si sta sviluppando negli ultimi anni a ritmi sempre più crescenti, attirando a sé l'attenzione di tutto il sistema economico, è la finanza etica.

La finanza etica è caratterizzata dal fatto che ciò che spinge gli agenti economici ad agire non è il solo ottenimento del massimo profitto possibile ma anche il raggiungimento di elementi solidaristici e di responsabilità sociale; diventa possibile abbinare lo scopo lucrativo con la salvaguardia dei più deboli e un'attenzione maggiore all'ambiente nel suo complesso senza trascurare la governance d'impresa.

Fare finanza etica vuol dire, quindi, porre attenzione a tre tematiche:

1. ambientale;
2. sociale;
3. governance.

Per quanto riguarda la tematica ambientale, è importante notare che oggi l'uomo non tiene adeguatamente conto dei limiti entro cui trattarsi per rispettare la natura causando così innumerevoli danni all'ecosistema globale. La crisi ecologica è arrivata a un punto tale da poter mettere in dubbio, sul lungo periodo, la sopravvivenza dello stesso genere umano. La critica ambientalista si estende progressivamente alle strutture fondanti della civiltà occidentale che vengono descritte come una forma di pensiero orientata al possesso e al dominio sulla natura che inevitabilmente si tradurrà in un atteggiamento vorace e sfruttatore. Il livello di inquinamento, sia esso dell'aria, idrico o del suolo ha raggiunto livelli altissimi. Ciò potrebbe provocare effetti dannosi per la salute dell'uomo e danni all'ambiente. Il principale effetto dell'inquinamento su grande scala riguarda il cosiddetto "*buco dell'ozono*", dovuto ad una diminuzione dello strato di ozono (CO<sub>3</sub>). Le conseguenze di tale diminuzione sono molteplici, ma il pericolo maggiore deriva dall'effetto serra. Gli esperti affermano che nel Ventunesimo secolo il riscaldamento globale rallenterà la crescita economica causando danni all'agricoltura e

agli ecosistemi terrestri e marini, erodendo la sicurezza alimentare ed incrementando la povertà. Il cambiamento climatico accrescerà la povertà nei paesi a basso e medio reddito, creando sacche di disuguaglianza nei paesi più ricchi<sup>1</sup>.

A conferma di ciò, numerosi sono stati i disastri ambientali naturali che hanno colpito il nostro pianeta negli ultimi decenni. A tal riguardo si ricordano le recenti alluvioni sempre più violente, l'uragano Katrina, che nel 2005 causò i danni economici più costosi della storia, oltre gli incendi sempre più devastanti (incendio delle Blue Mountains in Australia del 2002).

Le generazioni future rischiano, di conseguenza, di non avere le stesse opportunità di sviluppo che si sono avute fin'ora ed il pianeta, che ad esse si presenterà, sarà privo di molte risorse presenti oggi.

In relazione alla tematica sociale è necessario porre attenzione alla miseria e alle condizioni di povertà in cui vivono le popolazioni dei paesi poveri. La povertà è determinata da diverse cause storiche quali colonialismo, schiavitù, guerre e conquiste; tuttavia sono altri i fattori che mantengono una condizione prolungata di miseria in una determinata area: mancanza di scuole, strutture sanitarie e occupazione. Se a ciò si aggiunge disonestà di chi governa, deviando le risorse destinate ai servizi pubblici o alle strutture nelle tasche di un privato in posizione di potere, allora è possibile che si creino ulteriori fattori secondari negativi quali mancanza di mercati e capitali, assenteismo, aspettative negative ed altro.

Inquinamento e disagi sociali rappresentano problematiche che devono essere risolte prima che i danni risultino essere irreversibili. Per potere raggiungere questo ambizioso obiettivo è necessario abbandonare la mentalità antropocentrica<sup>2</sup> che caratterizza l'uomo ed abbracciare una mentalità orientata verso lo sviluppo sostenibile.

Lo sviluppo sostenibile è generalmente interpretato come la capacità della nostra specie di riuscire a sopravvivere senza distruggere gli ecosistemi naturali da cui trae le risorse senza compromettere il benessere delle generazioni future. Da questa definizione è possibile evidenziarne le caratteristiche principali<sup>3</sup>:

---

<sup>1</sup> [http://www.repubblica.it/ambiente/2013/11/03/news/rapporto\\_ipcc\\_bozza\\_riscaldamento\\_globale-70135450](http://www.repubblica.it/ambiente/2013/11/03/news/rapporto_ipcc_bozza_riscaldamento_globale-70135450)

<sup>2</sup> L' antropocentrismo riguarda l'atteggiamento insensibile e privo di criteri nei confronti dei viventi non umani e del mondo naturale.

<sup>3</sup> <http://cec.vcn.bc.ca/gcad/modules/emp-povi.htm>

- la stretta interrelazione fra sviluppo economico, sociale ed ambientale: affinché esista lo sviluppo sostenibile è necessario che ci sia un equilibrio tra tre macro obiettivi: economici (crescita, equità, efficienza), sociali (mobilità e coesione sociale, identità culturale e sviluppo istituzionale) ed ecologici (integrità ecosistemica, biodiversità, resilienza). Non possono essere massimizzati tutti gli obiettivi contemporaneamente ma è necessario trovare un equilibrio dinamico, in quanto se si ottimizza un obiettivo questo andrà a discapito degli altri;
- la logica orientata al lungo periodo: l'arco temporale da prendere in considerazione dovrebbe essere 25-50 anni. L'adozione di orizzonti temporali così ampi richiede analisi in condizioni di incertezza/indeterminatezza che rendono molto complessa la valutazione stessa;
- l'equità infragenerazionale ed intergenerazionale: nel primo caso si considera la parità di accesso alle risorse (ambientali, economiche e socio-culturali) da parte di tutti i cittadini del pianeta, senza distinzioni rispetto al luogo ove essi vivono. Questo tipo di equità può anche essere intesa come giustizia. Nel secondo caso si fa riferimento alle pari opportunità fra successive generazioni;
- l'efficienza nell'uso delle risorse disponibili: solo con un'oculata gestione delle risorse attuali è possibile garantire alle generazioni future la possibilità di soddisfare i propri bisogni;
- la sostenibilità ecologica: ovvero la conservazione dello stock di risorse e la creazione di ricchezza senza danneggiare i sistemi a sostegno della vita.

Chris Field, noto climatologo, afferma: "*non sono disperato perché vedo la differenza tra un mondo in cui non facciamo nulla e uno in cui ci rimbocchiamo le maniche e facciamo qualcosa*"<sup>4</sup>. Da queste parole prende ispirazione la finanza etica per essere quel "*qualcosa*", quel "*sano fare*" che possa contribuire ad un mondo migliore grazie all'impegno nello sviluppo sostenibile e responsabile.

È necessario chiarire che investire eticamente non vuol dire fare beneficenza o mera filantropia, sacrificando una parte del rendimento dell'investimento, ma significa applicare non solo criteri economici e finanziari, ma anche criteri etici, tramite una

---

<sup>4</sup> [http://www.repubblica.it/ambiente/2013/11/03/news/rapporto\\_ipcc\\_bozza\\_riscaldamento\\_globale-70135450](http://www.repubblica.it/ambiente/2013/11/03/news/rapporto_ipcc_bozza_riscaldamento_globale-70135450)

maggior attenzione verso tutti gli stakeholder<sup>5</sup>, operando con trasparenza e informando i risparmiatori sulla destinazione del proprio risparmio (tematica di governance).

La finanza etica si avvale di vari strumenti, quelli maggiormente diffusi sono i fondi d'investimento etici. Tale tipologia di fondi sono strumenti d'intermediazione finanziaria che condividono la normativa di riferimento con i fondi tradizionali, ma differiscono da questi ultimi per il duplice obiettivo che si pongono: da un lato massimizzano i rendimenti con il minimo rischio, dall'altro soddisfano ideali inerenti a elementi di solidarietà e di responsabilità sociale.

Nell'ultimo decennio la finanza etica ed in particolare i fondi etici hanno registrato una crescita esponenziale e, complice la recente crisi finanziaria, l'espansione di tali fondi non conosce arresto. La nuova generazione dei fondi socialmente responsabili è guidata da investitori che hanno sia obiettivi finanziari che altruistici, attenti nell'investire in quei mercati ad alto potenziale di crescita, ponendo attenzione su temi quali la diminuzione dell'inquinamento idrico, il cambiamento climatico, l'energia rinnovabile, l'energia pulita e i problemi nutrizionali delle popolazioni povere. L'investitore etico, infatti, è quel soggetto (singola persona, famiglia, azienda o organizzazione finanziaria e non) che nelle scelte d'investimento utilizza, in modo consapevole, oltre ai classici criteri economico-finanziari anche altre variabili basate sui principi etici, sociali e/o ambientali.

A causa della complessità dell'argomento, la presente tesi, è suddivisa in cinque capitoli. Prima di focalizzarsi sui fondi d'investimento etici è necessario soffermarsi sull'universo della finanza etica. Il capitolo primo oltre ad illustrare i principi generali della finanza etica, avrà anche il compito di raccontarne la storia, sia italiana che europea; che diversamente da quanto si possa pensare ha radici profonde parallele a quella della finanza tradizionale.

Per comprendere pienamente la disciplina complessa dei fondi comuni d'investimento etici è necessario conoscere approfonditamente la normativa di riferimento italiana e europea. Il secondo capitolo illustrerà, in primo luogo, la normativa dei fondi tradizionali e infine la normativa dei fondi d'investimento etici con tutte le problematiche che ne derivano. L'etica infatti è un concetto che muta in relazione al

---

<sup>5</sup> Gli stakeholder sono tutti i soggetti che influiscono o portano interessi all'azienda o ad un determinato progetto.



contesto di riferimento e alle caratteristiche dei soggetti che in esso agiscono e, pertanto, può racchiudere in sé elementi di soggettività e discrezionalità difficilmente inquadrabili in una specifica normativa.

Il terzo capitolo avrà l'obiettivo di definire le principali strategie che possono utilizzare fondi o imprese per poter investire in modo socialmente responsabile. Eurosif (European Sustainable and Responsible Investment Forum) è un gruppo di istituzioni europee non profit costituito nel 2001 con lo scopo di promuovere e sviluppare l'investimento socialmente responsabile (SRI); grazie ad esso è stato possibile individuare sette distinte strategie. Per ognuna di esse saranno analizzate il grado di diffusione e l'ammontare degli asset gestiti a livello europeo.

È fondamentale, per gli operatori di mercato, avere a disposizione strumenti di misura e valutazione delle performance sociali, ambientali e di governance per poter prendere le proprie decisioni nella completa consapevolezza. A fronte di ciò, il quarto capitolo definirà gli strumenti che vengono utilizzati per la misurazione di tali performance necessarie agli operatori di mercato nel prendere le decisioni nella completa consapevolezza. Saranno analizzate due tra le principali società che emettono rating: Vigeo e Standard Ethics. In entrambi i casi si studieranno le loro principali caratteristiche ed il loro modus operandi in quanto unico sul mercato di riferimento. Successivamente si porrà l'attenzione sul processo che dà origine al rating etico, nello specifico caso dei fondi etici, con un focus sul caso italiano. Infine ci si soffermerà sugli indici etici, analizzando non solo la nascita e lo sviluppo ma anche i criteri da rispettare per la creazione degli indici stessi.

L'ultimo capitolo avrà come obiettivo principale quello di valutare se i fondi d'investimento etici subiranno una penalizzazione dal punto di vista del rendimento finanziario rispetto ai fondi d'investimento tradizionali. Vi sono essenzialmente due elementi che possono in linea di principio ridurre il rendimento di tali strumenti finanziari ed un primo fattore è il costo. Un fondo etico potrebbe costare di più rispetto ad uno tradizionale in quanto l'attività di screening può comportare una struttura di costi più onerosa rispetto a quella dei fondi ordinari. Il secondo elemento riguarda le performance, che potrebbero essere compromesse da eventuali vincoli dovuti alla natura etica del fondo stesso. Per verificare ciò, saranno analizzate due ricerche empiriche: lo studio di Vandone (2003), sul mercato italiano, in relazione ai costi e la ricerca di Bauer (2007) sul mercato canadese in relazione alle performance.

Successivamente verrà introdotto un nuovo indicatore di performance che considera, al tempo stesso, non solo il rendimento e il rischio ma anche l'aspetto etico dell'investimento. In questo modo si superano i limiti degli indicatori di performance tradizionali, i quali non sono in grado di tenere conto di questa duplice motivazione. Infine si analizzerà la ricerca empirica di Basso e Funari (2002) condotta sul mercato italiano per osservare l'efficacia di questo particolare indicatore.

# CAPITOLO 1

## LA FINANZA ETICA

### Introduzione

Il capitolo, in primo luogo, avrà il compito di introdurre il lettore nell'universo della finanza etica, la quale sta guadagnando una significativa popolarità in tutti i paesi europei e nel mondo. Finanza ed etica sono due concetti contrapposti e molto spesso in conflitto tra loro, tuttavia la creazione di un'idea di finanza alternativa, utile e al servizio della società, capace di sostenere processi di reale e virtuoso sviluppo, non solo è possibile, ma è anche in espansione. Dopo aver introdotto i principi che la governano si prenderà ad oggetto l'investitore etico, ossia quel soggetto (singola persona, famiglia, azienda o organizzazione finanziaria e non) che nelle scelte d'investimento utilizza, in modo consapevole, oltre ai classici criteri economico-finanziari anche altre variabili basate sui principi etici, sociali e/o ambientali.

Successivamente il capitolo si concentrerà sulla storia della finanza etica, raccontando, prima, ciò che è accaduto in Europa, per poi soffermarsi sullo specifico caso italiano concentrandosi principalmente sulle mutue auto gestione (MAG), sulla Banca Popolare Etica, sui fondi d'investimento etici e sui fondi pensione etici.

### 1.1 La finanza, l'etica, la finanza etica

*Finanza* ed *Etica* sono due concetti che possono sembrare antitetici, inconciliabili tra loro, completamente slegati l'uno con l'altro. Per comprendere appieno questo dualismo è necessario isolare le parole ed analizzarle separatamente.

Il termine finanza deriva dal latino medioevale "*finantia*" assumendo il duplice significato di "*quietanza finale*" e "*definizione amichevole di una controversia*", successivamente esso assume il significato di "*prestazione pecuniaria*", ovvero denaro contante per il quale si definiscono in generale gli affari. Nella società contemporanea il termine finanza è definibile come: "la disciplina economica che studia i flussi monetari che intercorrono tra individui (finanza personale), imprese (finanza aziendale) ed enti

pubblici (finanza pubblica)"<sup>6</sup>. In altri termini la finanza è "*la scienza che studia le modalità di allocazione di risorse limitate tra usi alternativi, al fine di massimizzare la propria soddisfazione*"<sup>7</sup>.

La parola etica deriva dal greco "*éthos*" letteralmente "*costume*" o "*abitudine*"; nel suo significato più ampio si riferisce al rapporto esistente tra realtà ed individuo. Si tratta di un concetto che racchiude in sé elementi di soggettività e discrezionalità, in quanto si modifica in relazione al contesto di riferimento e alle caratteristiche degli individui che agiscono in esso. Nel tempo il termine è divenuto sinonimo di codici e norme comportamentali e morali alle quali, chi fa parte di un gruppo sociale, più o meno ampio, è tenuto ad aderire.

Da un lato si ha la finanza fredda, calcolatrice, orientata alla massimizzazione del profitto ed al benessere dell'individuo indipendentemente dalle conseguenze che tale benessere può generare. Affermatasi in passato come unico strumento in grado di valutare la realtà economica in modo oggettivo, la finanza è una materia inerente alla disponibilità di soldi, a dinamiche di dominio di alcune categorie sociali sulle altre ed a processi di accumulazione orientati alla massimizzazione esclusiva dei rendimenti di chi possiede denaro, senza preoccuparsi delle eventuali conseguenze negative (ambientali, sociali, occupazionali) prodotte a danno del contesto esterno. È una pratica che parte da interessi meramente individuali, spesso basati su fini puramente monetari, dunque perfino sganciati da quel sano fare che caratterizza l'impresa industriale, la quale ha una vocazione al profitto ma ne ha anche una, spesso quella originaria, alla produzione generando spesso utilità sociale con il frutto del proprio lavoro. Inevitabilmente, la finanza è vissuta nel nostro immaginario come una questione negativa associata ad una mentalità mercantile ed utilitaristica<sup>8</sup>. Dall'altro lato si ha l'etica orientata alla ricerca di uno o più criteri che consentano all'individuo di raggiungere il proprio benessere nel rispetto dell'ambiente che lo circonda.

Il legame tra questi due concetti è stato oggetto di discussione e di dibattito già dai tempi di Aristotele; la storia di una finanza diversa, utile e al servizio della società, capace di sostenere processi di reale e virtuoso sviluppo, adottando un approccio professionale ma non per questo meramente speculativo, ha profonde radici, parallele a quelle della finanza più tradizionale: dai monti di pietà alle casse di risparmio, dalle

---

<sup>6</sup> <http://www.borsainside.com/finanzainside/finanza>

<sup>7</sup> <http://www.finanzadimpresa.eu/area-finanza.html>

<sup>8</sup> Andruccioli - Messina (2007) pg 63.

banche popolari al credito cooperativo, fino alle forme odierne di finanza alternativa come i fondi etici<sup>9</sup>.

Fabio Salvato, presidente della federazione europea banche etiche definisce la finanza etica *"quel pensiero economico contemporaneo che, non potendolo definire "altro" o "contro" le tradizionali teorie economiche, ma facendole, seppur non totalmente, proprie, ha come fine l'uso del denaro come mezzo e non come scopo, avendo come riferimento la persona umana"* (Salvato, 2004). In quest'ottica l'attenzione viene posta sull'interesse della società, intesa come insieme di individui, e non sul singolo ed il denaro viene visto come un mezzo per il raggiungimento di tale obiettivo. L'arricchimento basato sul solo possesso e scambio di denaro viene considerato dannoso. L'investitore mette l'intero capitale a disposizione di progetti in cui si riflettono i propri valori senza rinunciare ad una parte del profitto che viene conseguito finanziando i settori tradizionali. La finanza etica è quindi orientata allo sviluppo umano che si realizza anche e soprattutto attraverso una diversa e più equa produzione e distribuzione della ricchezza.

### **1.1.1 Principi di finanza etica**

Come accennato precedentemente, la finanza socialmente responsabile o finanza etica è caratterizzata dal fatto che ciò che spinge gli agenti economici ad agire non è il solo ottenimento del massimo profitto possibile ma anche il raggiungimento di elementi solidaristici e di responsabilità sociale; diventa possibile abbinare lo scopo lucrativo con la salvaguardia dei più deboli e un'attenzione maggiore all'ambiente nel suo complesso, senza trascurare la governance d'impresa. I risparmiatori, per loro stessa natura, prediligono un investimento paziente orientato al medio-lungo termine, piuttosto che il mordi e fuggi tipico della finanza tradizionale. Da questo punto di vista la finanza etica rappresenta non solo un'opportunità di profitto ma anche la possibilità di riscoprire valori quali dignità, solidarietà e uguaglianza a cui dovrebbero essere ancorate le regole della produzione e dello sviluppo di un sistema capitalistico. La finanza etica, dunque, permette agli investitori di sostenere direttamente iniziative sociali e organizzazioni non profit, di avere la sicurezza che i propri risparmi non siano utilizzati per finanziare, ad esempio, società coinvolte nella produzione o commercializzazione di armi o di prodotti

---

<sup>9</sup> Andruccioli - Messina (2007) pg 65.

inquinanti, ma anzi che vengano utilizzati per aiutare quelle imprese che investono in energie rinnovabili e sostenibili. Diventa possibile, da un lato, escludere società che sovvenzionano la produzione di pornografia, utilizzano la violenza, sfruttano gli animali o collaborano con regimi oppressivi (screening negativo)<sup>10</sup> e, dall'altro, finanziare quelle che propongono iniziative ambientali positive e di controllo dell'inquinamento, che offrono prodotto e servizi di qualità o società sensibili ad aspetti socio-culturali della comunità<sup>11</sup> (screening positivo)<sup>12</sup>.

In altre parole fare finanza etica vuol dire gestire investimenti e risparmi per ottenere un interesse diverso da quello meramente economico; un buon tasso di interesse, che comporta però danni ambientali o sociali, ha in realtà un prezzo molto alto, in quanto tali danni, in futuro, si potrebbero ritorcere contro.

Essa propone, quindi, un vero e proprio approccio alternativo all'idea di finanza tradizionale, senza però ripudiarne i meccanismi di base (come l'intermediazione, la raccolta, il prestito) ma riformulandone i valori di riferimento, la persona e non il capitale, l'idea e non il patrimonio, l'equa remunerazione dell'investimento e non la speculazione. Si introduce come parametro di riferimento, oltre al rischio e al rendimento, anche il riflesso dell'investimento sull'economia cosiddetta "reale", al fine di modificare i comportamenti "finanziari" verso una dimensione sociale.

È necessario chiarire che investire eticamente non vuol dire fare beneficenza o mera filantropia, sacrificando una parte del rendimento dell'investimento, ma significa applicare non solo criteri economici e finanziari, ma anche criteri etici, tramite una maggiore attenzione verso tutti gli stakeholder, operando con trasparenza e informando i risparmiatori sulla destinazione del proprio risparmio (tematica di governance).

## **1.2 Gli strumenti di finanza etica**

Gli strumenti su cui si basa la finanza etica sono tre<sup>13</sup>:

1. il finanziamento alle iniziative non profit: finanziare quelle imprese impegnate nel terzo settore<sup>14</sup>;

---

<sup>10</sup> Per maggiori approfondimenti si rimanda al capitolo 3.1.4.

<sup>11</sup> Vandone (2003) pg 5.

<sup>12</sup> Per maggiori approfondimenti si rimanda al capitolo 3.1.2.

<sup>13</sup> <http://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-etica/csr/introduzione/finanza-etica-intro.htm>

<sup>14</sup> Il terzo settore è quel complesso di istituzioni che all'interno del sistema economico si collocano tra lo Stato e il mercato, con l'obiettivo di produrre beni e servizi a destinazione pubblica o oggettiva.

2. la finanza etica tradizionale: l'investitore o gestore rinuncia a una parte degli utili per destinarli a scopi sociali;
3. l'investimento socialmente responsabile: si tratta di strumenti di finanza etica tradizionale quali fondi comuni d'investimento e fondi pensione che però selezionano gli investimenti sulla base di tutti i principi etici precedentemente accennati.

Alcuni autori individuano un ulteriore strumento di finanza etica nel microcredito<sup>15</sup>, tuttavia è preferibile non considerarlo tale in quanto non sempre indirizzato verso imprese con finalità etiche-sociali.

Per quanto riguarda gli strumenti etici di "finanza etica tradizionale" molto spesso vengono visti esclusivamente come una mera azione di filantropia da parte dell'investitore o del gestore. In questo caso, infatti, non solo il guadagno finale è sempre più basso rispetto agli altri (che in certi casi possono avere rendimenti superiori a quelli che offrono gli strumenti di finanza tradizionale), ma non vengono nemmeno messe in atto tutte quelle procedure e quei controlli per valutare la bontà dell'investimento dal punto di vista etico. Un esempio sono i "*fondi charity*", ovvero fondi solidaristici che devolvono parte dei proventi ad associazioni con scopi umanitari o culturali senza l'utilizzo di parametri sociali o ambientali come filtri di selezione. In passato tali fondi venivano considerati etici ma attualmente non lo sono in quanto vi è la totale mancanza di qualsiasi tipo di procedure e controlli.

Delle classi descritte, l'investimento socialmente responsabile è sicuramente quello che meglio si adatta alle esigenze dell'investitore che vuole diversificare il proprio portafoglio in modo responsabile. Infatti i prodotti finanziari tradizionali definiti socialmente responsabili, oltre ad avere ottime relazioni e rispetto per tutti gli stakeholder, valutano attentamente l'impatto sociale e ambientale di ogni investimento senza trascurare i rendimenti. Gli strumenti di finanza tradizionale che stanno iniziando ad applicare criteri etici ai propri investimenti sono i fondi comuni d'investimento, i fondi pensione, le assicurazioni e le SICAV (società d'investimento a capitale variabile) e gli ETF (exchange traded funds).

---

<sup>15</sup> Il microcredito è uno strumento di sviluppo economico che permette l'accesso al credito e ai servizi finanziari a tutti coloro che ne sono esclusi.

### 1.3 L'investimento socialmente responsabile

Il fulcro della finanza etica risiede nell'investimento socialmente responsabile, tuttavia in letteratura esiste un forte dibattito su cosa sia realmente tale tipo d'investimento. I termini per descrivere gli investimenti effettuati con criteri socialmente responsabili sono molteplici: investimenti etici, investimenti responsabili, investimenti socialmente responsabili, investimenti sostenibili.

Alcuni autori hanno evidenziato sottili differenze nella terminologia. Il professore Tagliavini, ad esempio, preferisce sostituire il termine "investimento etico" con l'espressione "investimento con finalità sociali" al fine di togliere qualsiasi caratterizzazione negativa di non eticità ai tradizionali prodotti finanziari (Tagliavini, 1996). Viganò sottolinea che il termine "alternativo" implica una precisa e oggettiva definizione dello standard di riferimento; il termine "etico", al contrario, è un concetto più soggettivo che difficilmente può trovare spazio in un contesto ampio come quello della finanza etica (Viganò, 2001). Rusconi evidenzia come eticità e socialità, pur essendo molto spesso utilizzati come sinonimi, abbiano alcuni elementi distintivi: in particolare "l'eticità si rivolge essenzialmente ed inderogabilmente alla coscienza individuale della persona umana", mentre la socialità afferisce maggiormente alle decisioni socio-economiche di carattere politico (Rusconi, 1997).

Per fare chiarezza su questo dibattito lo studio di Eurosif<sup>16</sup>, nel 2008, ha specificato le aree di competenza di ogni termine<sup>17</sup>:

- Investimento Responsabile (RI): è un'area particolarmente sviluppata tra gli investitori istituzionali i quali prendono in considerazione l'investito di lungo periodo integrando nel loro portafoglio attività extrafinanziari e di natura ambientale, sociale e di governance (ESG)<sup>18</sup> con attività più tradizionali;
- Investimento Socialmente Responsabile (SRI): è un'area che prende in considerazione il settore finanziario al dettaglio e l'investitore può decidere di escludere o selezionare particolari società facendo riferimento a propri valori sociali ed ambientali;

---

<sup>16</sup> (European Sustainable and Responsible Investment Forum) un gruppo di istituzioni europee non profit sostenuta dalla Commissione Europea, costituito nel 2001 con lo scopo di promuovere e sviluppare l'Investimento Socialmente Responsabile (SRI). Per maggiori approfondimenti si rimanda al capitolo 3.

<sup>17</sup> Eurosif (2008) pg 6.

<sup>18</sup> ESG acronimo di environmental, social e governance.



- Investimento Sostenibile (SI): riguarda il caso in cui gli investitori adeguano i propri investimenti alla realtà ambientale e sociale di quella particolare area presa in considerazione.

Eurosif ha continuato a usare il termine "investimento socialmente responsabile" in quanto espressione più conosciuta, assegnandogli, tuttavia, un significato diverso rispetto a quanto precedentemente discusso. In questa nuova concezione l'investimento socialmente responsabile viene definito come "termine generico a cui ci si riferisce per gli investimenti etici, responsabili, sostenibili e ogni altro investimento che unisce obiettivi finanziari a obiettivi ambientali sociali e di governance".

Anche Sparkes e Cowton identificano il termine "investimento etico" come obsoleto, legato a pratiche di esclusione condotte prevalentemente dalle chiese e dai movimenti religiosi. Oggi tale espressione può essere limitata a quelle organizzazioni non profit (chiese, organizzazioni di beneficenza e gruppi ambientali) cosiddette "value-based", in quanto esprime efficacemente il processo attraverso il quale i principi etici vengono tradotti in strategie d'investimento (Sparkes - Cowton, 2004).

Nonostante le riportate obiezioni siano ampiamente condivisibili, nelle trattazioni teoriche, così come nella prassi quotidiana, i termini sopra citati sono per lo più utilizzati come sinonimi.

Nel corso di questa tesi essi verranno utilizzati alternativamente e nel loro connotato caratterizzante senza voler esprimere alcun giudizio di valore.

#### **1.4 L'investitore etico**

L'investitore etico è quel soggetto (singola persona, famiglia, azienda o organizzazione finanziaria e non finanziaria) che nelle scelte d'investimento utilizza, oltre ai classici criteri economico-finanziari (analisi dei rendimenti, dei rischi, liquidabilità, scadenza ecc), altre variabili basate su principi etici, sociali e/o ambientali. Tale tipologia di investitore, infatti, non desidera soltanto sapere quanto rendono i propri capitali, ma anche come questi vengono impiegati.

Tuttavia ogni soggetto investe in ciò che crede. Un Musulmano, ad esempio, può scegliere di finanziare l'*Amana Mutual Fund*<sup>19</sup>, per avere la sicurezza che il suo denaro

---

<sup>19</sup> Il fondo comune di investimento Amana evita d'investire in tutto ciò che è contrario ai principi islamici. Infatti non rientra nel business la pornografia, il gioco d'azzardo, i liquori e le banche. Per ulteriori approfondimenti si rimanda al sito: <http://www.amanafunds.com>

sarà utilizzato in modo conforme alle proprie credenze religiose. Gli ecologisti, invece, possono decidere di investire in quei fondi che utilizzano una strategia di screening negativi verso società inquinanti.

Ognuno ottiene una soddisfazione generale nel supportare quelle attività che rispettano i valori e le credenze cui fa affidamento, tuttavia è possibile sostenere che molti investitori etici siano ipocriti ed incoerenti. Tale affermazione viene giustificata dal fatto che molti detengono in portafoglio sia titoli etici che titoli di "compagnie proibite"<sup>20</sup>.

#### **1.4.1 Categorie di investitori in base alle motivazioni**

Le motivazioni che ispirano all'investimento socialmente responsabile possono essere molteplici e non necessariamente uguali per tutti i soggetti. Le principali sono<sup>21</sup>:

- l'attenzione nei confronti di strumenti di finanza etica è notevolmente aumentata a causa della crisi dei mutui subprime;
- l'utilizzo di criteri etici nella scelta degli investimenti può costituire un utile strumento di disciplina del mercato in senso lato. Con l'applicazione di principi di responsabilità sociale un investitore istituzionale può esercitare pressione nei confronti dei soggetti emittenti e spingerli verso comportamenti maggiormente virtuosi;
- la presenza di vincoli etici di gestione può comportare una potenziale riduzione del conflitto di interessi e del rischio di sfruttamento della relazione d'agenzia<sup>22</sup> favorendo l'interesse dell'investitore;
- il settore della finanza etica è notevolmente in espansione, sia in Italia che nel resto del mondo e ciò garantisce opportunità di guadagno, a volte, superiori a quelli dei settori tradizionali.

In base a queste motivazioni è possibile raggruppare gli investitori in due grosse categorie. La prima comprende gli individui che desiderano effettuare investimenti coerenti con i propri valori e/o ideali, spesso identificati come "*feel good investors*", ossia coloro che vogliono sentirsi bene e non avere alcun rimorso. Questi investitori si

---

<sup>20</sup> Dunfee (2003) pg 249.

<sup>21</sup> Intonti - Iannuzzi (2010) pg 31.

<sup>22</sup> La relazione d'agenzia è il rischio che il gestore del fondo consegua obiettivi personali o del fondo stesso in contrasto con quelli dell'investitore.

basano prevalentemente su informazioni relative al passato e sono mossi dalla volontà di essere coerenti con i propri valori, ideali e con le scelte d'investimento effettuate. Esprimono le loro preferenze basandosi sui comportamenti posti in essere dalle aziende (prodotti o servizi offerti, politiche di gestione del personale, sicurezza dell'ambiente, controllo di emissioni di inquinanti, ecc.) e sono guidati esclusivamente dall'intento di verificare l'aderenza alla propria etica personale. Il comportamento che ne deriva è quindi uno screening negativo di tutte quelle aziende che non rispettano i valori di riferimento dell'investitore, basandosi su informazioni relative ad azioni intraprese prevalentemente nel passato.

La seconda categoria comprende, invece, investitori consapevoli del potere esercitabile con il proprio denaro, il quale viene utilizzato per provocare cambiamenti nelle pratiche aziendali o, più in generale, nella società. Per queste ragioni vengono spesso definiti "*social change investors*". Fanno parte di questa categoria tutte quelle persone socialmente attive impegnate, a diverso titolo, in organizzazioni sociali, di volontariato, di beneficenza o in altre attività caratterizzate da una particolare attenzione verso ciò che è considerato essere il bene comune. Questi investitori sono proiettati verso il futuro, concentrati su quanto può essere costruito o modificato grazie al proprio investimento; le politiche da essi promosse sono dettate dalla volontà di premiare, punire o indurre a comportamenti socialmente responsabili.

Alcuni autori identificano i comportamenti *feel good*, come più idonei ad investitori singoli o a fondi comuni d'investimento retail, mentre i *social change investors* sono principalmente i grossi fondi d'investimento istituzionali.

Esiste anche una terza categoria di investitori etici che comprende gli "investitori etici casuali o opportunisti", ovvero coloro che decidono di investire in prodotti etici non perché spinti da ideali o motivazioni etico-sociali ma perché trovano in essi la combinazione rischio rendimento ottimale per soddisfare il loro portafoglio<sup>23</sup>.

#### **1.4.2 Tipologie di investitore etico**

Il mercato degli investimenti socialmente responsabili è generalmente suddiviso tra gli investitori al dettaglio e gli investitori istituzionali. Nella prima categoria rientrano i singoli individui e le famiglie, mentre fanno parte della seconda categoria le

---

<sup>23</sup> Signori (2006) pg 19 e ss.

organizzazioni profit e non profit, organizzazioni non governative, assicurazioni, banche, associazioni sindacali, fondi comuni d'investimento, fondi pensioni ecc..

Gli investitori al dettaglio sono principalmente gli investitori individuali e le famiglie, il cui volume d'affari è irrisorio se confrontato con gli investitori istituzionali, i quali, grazie ad elevati volumi, possono influenzare notevolmente i mercati finanziari.

Il singolo individuo può porre in essere scelte d'investimento dettate da proprie preferenze economico-finanziarie e/o da proprie convinzioni etiche; questo permette di avere un investimento totalmente personalizzato in grado di riflettere i valori dell'investitore.

Nell'ipotesi in cui ci si trovi a gestire denaro prodotto nell'ambito familiare o da destinarsi al futuro consumo della famiglia la situazione si complica in quanto gli ideali di un singolo membro dovranno conciliarsi e convivere con le convinzioni o le necessità di tutti gli altri componenti<sup>24</sup>.

Gli investitori istituzionali soddisfano l'esigenza di numerosi risparmiatori, che a causa di mancanza di tempo, di competenze e/o di strumenti, selezionano aziende o settori su cui investire in base a criteri etici autodefiniti.

Come sottolineano Argandoña e Sarsa, ogni risparmiatore che vuole investire in modo etico può incontrare alcune delle seguenti difficoltà<sup>25</sup>:

- mancanza di informazioni sulle aziende e/o sui titoli in cui investire;
- scarsa conoscenza degli strumenti d'investimento;
- impossibilità di destinare gli investimenti verso imprese eticamente corrette perché non quotate in borsa;
- impossibilità di cambiare la condotta dell'impresa in quanto azionista di minoranza;
- mancanza di conoscenza dei criteri usati dalle aziende per prendere le decisioni.

Inoltre l'investitore si trova ad operare in un ambiente in cui:

- l'incentivo a conoscere l'azienda in cui si sta investendo è insignificante;
- le alternative d'investimento sono presentate in forme standardizzate in base alle scadenze e al rischio;

---

<sup>24</sup> Signori (2006) pg 22.

<sup>25</sup> Argandoña - Sarsa (2000) pg 7.

- le informazioni sono disponibili solo presso gli esperti o sono reperibili solo a prezzi elevati;
- le decisioni devono essere riviste frequentemente in quanto le condizioni mutano in continuazione.

È possibile suddividere gli investitori istituzionali in tre diverse tipologie<sup>26</sup>:

1. *Coloro che investono denaro proprio* (aziende for profit o non profit, assicurazioni e banche);
2. *Coloro che investono denaro conto terzi senza obbligo di restituzione ma con vincolo di destinazione* (fondazioni, chiese, organizzazioni non governative, associazioni, sindacati)<sup>27</sup>;
3. *Coloro che investono denaro altrui* (banche, fondi comuni d'investimento, fondi pensione).

Nel primo caso ci si trova spesso di fronte, ad esempio, ad un amministratore di una società o di un'organizzazione che deve gestire temporaneamente eccedenze di liquidità. In tal caso bisogna scegliere se investire questa liquidità in eccedenza secondo criteri che garantiscono il massimo profitto, con il rischio d'investire in settori critici, o se rinunciare a una parte di rendimento a favore di un investimento più etico e adatto ai valori dell'organizzazione. Per risolvere questo problema, è possibile fare in modo che gli investimenti eccedenti la gestione caratteristica non siano, per lo meno, in conflitto con quelli della gestione caratteristica<sup>28</sup>.

Tra coloro che investono denaro altrui il caso più complesso risulta essere quello delle istituzioni finanziarie. L'etica dell'azienda finanziaria potrà o dovrà conciliarsi con l'etica del depositante. Nel caso in cui si voglia accettare di ricondurre la responsabilità della destinazione del denaro esclusivamente ai risparmiatori, essi per poter scegliere nella completa consapevolezza dovranno essere informati. In realtà, una volta effettuato il deposito ed aver aderito alle proposte contrattuali offerte, il risparmiatore non ha più

---

<sup>26</sup> Signori (2006) pg 27.

<sup>27</sup> Coloro che investono denaro proprio e coloro che investono denaro conto terzi senza obbligo di restituzione ma con vincolo di destinazione possono essere classificati come Investitori collettivi, piuttosto che istituzionali, in quanto pur essendo istituzioni rappresentano molto spesso una visione etica individualizzata (Signori 2006).

<sup>28</sup> Signori (2006) pg 23.

alcuna indicazione sull'utilizzo del denaro, perdendone momentaneamente non solo la disponibilità ma anche il controllo.

Diverso è il caso in cui i risparmiatori non impartiscono alcuna direttiva all'istituzione finanziaria; in questo caso l'intermediario sarà guidato da una propria etica senza sentirsi vincolato ad indicazioni espresse dal proprietario del denaro.

In conclusione, la presenza di due investitori, l'intermediario finanziario e il risparmiatore, implica non solo maggiori responsabilità ma soprattutto la necessità di porsi delle regole per la gestione dei profitti o delle divergenze<sup>29</sup>.

### **1.5 Le origini storiche: dalla finanza etica allo sviluppo dei primi fondi etici**

Diversamente da quanto si possa pensare, la storia di una finanza diversa, utile, al servizio della società, con un approccio professionale, ma non per questo meramente speculativo, ha profonde radici parallele a quelle della finanza tradizionale<sup>30</sup>.

Chiese e movimenti religiosi ebbero un ruolo di notevole importanza nella storia della finanza etica. Questi investitori riuscirono ad integrare i valori religiosi nei processi d'investimento ancor prima che fossero disponibili sui mercati finanziari strumenti qualificabili come "etici". Infatti ogni religione racchiude in sé una serie di precetti, ovvero criteri di selezione, oltre ad una serie di valori, ideali e convinzioni a cui le scelte d'investimento etico si possono ispirare<sup>31</sup>.

Intorno al XVIII secolo, movimenti religiosi come il Metodismo<sup>32</sup>, Quaccherismo<sup>33</sup>, diedero vita ad una finanza alternativa in grado di soddisfare le esigenze morali degli investitori. Il fondatore della chiesa Metodista, il pastore anglicano John Wesley, affermava che un uso del denaro poco accorto e attento poteva danneggiare la salute, il corpo e la mente. Il credo della dottrina Metodista, ovvero "*la rivelazione dell'amore di Dio per l'uomo è una verità interiore che si palesa nell'esperienza della carità umana*"<sup>34</sup>, portò molti investitori a fare un'attenta analisi dei propri investimenti, evitando di finanziare business dannosi per la salute e l'anima dell'uomo; venivano,

---

<sup>29</sup> Signori (2006) pg 26.

<sup>30</sup> Andruccioli - Messina (2007) pg 65.

<sup>31</sup> Signori (2006) pg 14-15.

<sup>32</sup> Il Metodismo è un'espressione del protestantesimo caratterizzandosi per una profonda spiritualità, dinamismo evangelico e marcata sensibilità verso i problemi etici, sociali e politici.

<sup>33</sup> Il Quaccherismo è un movimento caratterizzato dal rifiuto di gerarchie ecclesiastiche, dal rifiuto di partecipare a guerre o formulare giuramenti, abolire la schiavitù e proibire il consumo di alcol.

<sup>34</sup> <http://metodistiterni.wordpress.com/cosa-crediamo>

infatti, rinnegati i cosiddetti "*sin stocks*", ossia alcol, tabacco e gioco d'azzardo mentre erano favoriti business più "meritevoli".

I pionieri dell'investimento socialmente responsabile furono, quindi, motivati dal desiderio di fuggire e di evitare tutto ciò che poteva essere considerato "peccato" o comunque lesivo della dignità dell'uomo: perciò se bere alcolici o fumare tabacco non era moralmente accettato, alla stessa stregua era trattato il business legato alla produzione di alcolici o di derivanti del tabacco.

Similmente ai Metodisti, i Quaccheri, in particolare nei paesi anglosassoni, credendo nella presenza di Dio in ogni anima, ovvero nel valore della persona a prescindere dal genere, dalla razza, dall'età, dalla nazionalità, dalla religione o dall'orientamento sessuale, si rifiutarono, nonostante gli alti profitti, d'investire in tutti quei prodotti che venivano utilizzati per la guerra o per il commercio degli schiavi<sup>35</sup>.

Per avere una finanza etica più strutturata ed organizzata bisogna attendere il 1928, quando venne istituito, negli Stati Uniti, il primo fondo d'investimento etico, il Pioneer Fund. La costituzione del fondo fu motivata dal fatto che in quegli anni, vigeva un forte regime proibizionista ed i principi di esclusione legati al tabacco e all'alcol erano generalmente condivisi e accettati.

Tuttavia la sfera religiosa rimase l'unico terreno fertile per questo tipo di iniziative almeno fino agli anni Sessanta del secolo scorso. Decisivi per lo sviluppo della finanza etica e più in particolare dei fondi etici moderni furono gli anni della contestazione. Tra il 1960 ed il 1970 numerose comunità religiose ed università americane si rifiutarono d'investire in società coinvolte nella guerra del Vietnam: per la prima volta anche il mondo laico, legato in questo caso ai movimenti pacifisti, mostrò apertamente interesse per la destinazione del proprio denaro. A tale scopo fu istituito nel 1971, negli Stati Uniti, il *Pax World Fund*, il primo fondo d'investimento etico moderno, poiché i titoli inseriti in portafoglio appartenevano, non solo, ad aziende non coinvolte nel commercio delle armi, nella produzione del tabacco, dell'alcol o del gioco d'azzardo, ma dovevano anche dimostrare buone relazioni con i dipendenti e rispetto per l'ambiente. Lo scopo del fondo era "*contribuire alla pace nel mondo attraverso l'investimento in compagnie che producessero beni e servizi a sostegno della vita*" (Regali, Soana, Tagliavini 2005). Per la prima volta nella storia della finanza etica, non ci si limitò solamente ad una

---

<sup>35</sup> Signori (2006) pg 15.

strategia di screening negativo ma anche positivo, premiando le imprese con comportamenti virtuosi. In quegli anni emerse un nuovo approccio all'investimento socialmente responsabile che, in seguito, anche i fondi etici faranno proprio: lo "*shareholder activism*" o azionariato attivo. L'azionariato attivo può essere definito come "*una strategia d'investimento sostenibile e responsabile che si basa sul potere d'influenza degli investitori, attraverso l'esercizio dei diritti concessi alla partecipazione del capitale azionario di una o più società*"<sup>36</sup>.

Ci furono vari casi di azionariato attivo a cavallo tra la fine degli anni Sessanta e l'inizio degli anni Settanta. Il primo caso riguarda la questione statunitense della General Motors nel 1966. Ralph Nader ed un gruppo di attivisti, dopo aver dimostrato la scarsa sicurezza di alcune automobili americane, riuscirono a far approvare una normativa che impose alle automobili una serie di dispositivi di protezione che comprendevano cinture di sicurezza e parabrezza rinforzati. L'avvenimento di maggior rilievo, che trovò vasti consensi non solo nelle persone, ma anche in chiese, istituzioni ed organizzazioni sparse nei vari paesi del mondo, riguardava la questione del regime politico dell'*Apartheid* in Sud Africa.

Negli anni Settanta, infatti, il tema dei diritti umani ebbe un ruolo preponderante tra i cittadini e nell'opinione pubblica. Alcune istituzioni religiose e numerosi gruppi laici si rifiutarono d'investire in titoli di società operanti o in qualche modo legate al Sud Africa. Da questo punto di vista, un notevole contributo venne offerto da Leon H. Sullivan, un sacerdote americano di colore, grande attivista per i diritti civili. Dopo essere entrato nel consiglio d'amministrazione di General Motors, avviò un'azione di lobby sulle grandi corporation americane operanti in Sud Africa per convincerle a rifiutare la pratica dell'*Apartheid*. Sullivan, nel 1977, elaborò una serie di principi, i cosiddetti "*principi di Sullivan*", in forza dei quali le imprese statunitensi operanti in Sud Africa avrebbero dovuto far valere per i lavoratori del luogo le stesse regole dei dipendenti americani.

Gli anni Ottanta furono caratterizzati da una notevole crescita degli investimenti socialmente responsabili e da un'attenzione crescente ai problemi ambientali. Tutto ciò poteva essere riconducibile a una serie di scandali mondiali tra cui si ricordano il disastro di Bhopal, avvenuto nel 1984 in India, caratterizzato dalla fuoriuscita di quaranta tonnellate di liquidi tossici che portò alla formazione di una nube tossica

---

<sup>36</sup> <http://www.abi.it>



causando danni ambientali enormi e dal caso della petroliera Exxon Valdez che nel 1989 s'incagliò in una scogliera del golfo dell'Alaska disperdendo nel mare 40.9 milioni di litri di petrolio.

Nello stesso periodo si osservò un'evoluzione generalizzata dei fondi etici; si passò infatti dalla semplice elencazione di divieti ad una gestione propositiva dei fondi. È proprio in tale contesto che nacquero centri di ricerca e fondazioni come l'*Eiris* (Ethical Investment Research Service)<sup>37</sup>, in grado di dare informazioni e garanzie sulle imprese che s'impegnavano a conformarsi agli standard etici ed ecologici. In particolare l'Eiris, nato a Londra, nel 1983, istituito da chiese e d'opere di carità, individuava criteri positivi e negativi utili per scegliere le imprese da includere o escludere dal proprio portafoglio titoli.

I criteri positivi sono<sup>38</sup>:

- *porre attenzione alla protezione, alla salvaguardia ambientale ed all'uso di sistemi adatti al riciclaggio dei rifiuti;*
- *promuovere progetti per i paesi in via di sviluppo, l'assistenza sanitaria e agli anziani;*
- *investire in sistemi di riscaldamento a basso consumo energetico e a basso livello d'inquinamento;*
- *impegnarsi nel rispetto della salute e della sicurezza sul lavoro;*
- *evitare l'eccessiva sostituzione della manodopera umana con la manodopera meccanica;*
- *essere attenti alla formazione professionale ed all'educazione, alla promozione di attività di divertimento e di utilizzo del tempo libero.*

I criteri negativi sono:

- *praticare attività in Paesi che non rispettano i diritti civili;*
- *essere o partecipare ad industrie produttrici di: armi, tabacco, alcolici, prodotti pornografici, pellicceria, pesticidi, prodotti inquinanti, sfruttamento animale per esperimenti.*

---

<sup>37</sup> <http://www.eiris.org>

<sup>38</sup> Lunaria (2000) pg 17.

(Rapporto redatto da Lunaria; per maggiori info: <http://www.lunaria.org>)

Nello stesso periodo nacque in Olanda la prima banca alternativa, la Triodos Bank, con l'obiettivo di sostenere lo sviluppo d'impresе impegnate nella tutela dell'ambiente, nelle attività culturali, nella ricerca e nell'utilizzo di fonti energetiche rinnovabili, nel riciclaggio delle materie prime e nella produzione ecocompatibile. Successivamente, sulla spinta del movimento verde, nacque in Germania la Ökobank, il cui scopo era quello di sostenere lo sviluppo di attività legate all'ambiente ed alla sua tutela, al commercio equo, alla salute<sup>39</sup>.

Nel 1984, vennero istituiti, in Gran Bretagna, i primi grandi fondi etici retail, i Friends Provident Stewardship Trust, con l'obiettivo d'investire in imprese che offrivano un contributo positivo alla società evitando, invece, quelle che danneggiano il mondo, le persone o la fauna<sup>40</sup>.

Gli anni Ottanta sono noti anche per il contributo di Robert Edward Freeman con la "*Teoria degli Stakeholder*" (Freeman 1984), tutt'oggi considerata il primo grande apporto al concetto di responsabilità sociale d'impresa<sup>41</sup>.

In questa concezione l'impresa doveva gestire ed integrare relazioni di scambio, d'informazione e di rappresentanza con i differenti stakeholder (proprietari, istituzioni finanziarie, gruppi di opinione, clienti, associazioni dei consumatori, sindacati, dipendenti, associazioni di categoria, concorrenti, fornitori, governo e gruppi politici) in modo da assicurare un successo duraturo per l'impresa stessa (Freeman, E.R. 2010).

Grazie alla teoria degli stakeholder la finanza etica diventò più funzionale alla realtà d'impresa creando il presupposto per la costituzione di un vantaggio competitivo duraturo.

Gli anni Novanta sono caratterizzati per la nascita dei primi indici azionari etici<sup>42</sup>. Nel 1990 venne istituito il KLD 400 Social Index (ora MSCI KLD 400 Social Index)<sup>43</sup> che comprendeva compagnie che adottavano politiche basate sui criteri ESG, escludendo, invece, quelle che operavano nei settori proibiti. Lo scopo degli indici etici è di fungere

---

<sup>39</sup> Lunaria (2000) pg 18.

<sup>40</sup> <http://web.net/~robrien/papers/sri/players/stewardship.html>

<sup>41</sup> Altri autori prima di Freeman, tra cui Ansoff e Stewart, si erano occupati di trattare del concetto di responsabilità sociale d'impresa. Tuttavia è universalmente riconosciuto che le teorie di Freeman sono state il primo grande contributo in questo campo.

<sup>42</sup> Per maggiori approfondimenti si rimanda al capitolo 4.4.

<sup>43</sup> Eurosif (2012) pg 9.

da parametro di riferimento e supporto agli investitori che desiderano investire in compagnie o progetti con un alto rating etico<sup>44</sup>.

Non mancarono, inoltre, casi di società irresponsabili (sfruttamento minorile che coinvolse coinvolto la Nike nel 1996) che spinsero gli investitori a riconsiderare la necessità d'investire in imprese che potevano favorire le generazioni future senza danneggiare quelle attuali.

Nonostante i numerosi sconvolgimenti mondiali accaduti nei vari decenni, si sta sviluppando tra gli investitori in Europa e nel resto del mondo, una forte consapevolezza dell'importanza dell'investimento basato sui criteri ESG; a dimostrazione di ciò, tra gli anni Ottanta e Duemila, si ha il boom di uno degli strumenti di finanza etica più importante: il fondo etico. La tabella 1 mostra la nascita dei fondi etici in Europa alla fine degli anni Novanta.

*Tabella 1 - Sviluppo dei fondi etici in Europa alla fine degli anni Novanta*

<b>PAESE</b>	<b>TIPOLOGIA FONDO</b>	<b>ISTITUZIONE FINANZIARIA</b>	<b>NOME DEL FONDO</b>	<b>ANNO</b>
Svezia	Etico	Aktie-Ansvar	Ansvar Aktiefond Sverige	1965
UK	Etico	Friends Provident	Stewardship Unit Trust	1984
UK	Ambientale	Merlin/Jupiter	Ecology	1988
Svezia	Ambientale	Carlson	Världsnaturfonden	1988
Lussemburgo.	Obbligazionario	Luxinvest	Securarent	1989
Norvegia	Ambientale	Skandia/Vesta	Gront Norge	1989
Scozia/UK	Etico	Scottish Equitable	Ethical	1989
Germania	Ambientale	Hypobank	Eco-tech	1990
Olanda	Etico	ABF	Het Ander Beleggingsfonds	1990
Svizzera	Ambientale	Credit Suisse	Oeco Protee	1992
Belgio	Ambientale	KBC	Eco Fund	1992
Italia	Ambientale	Gestnord Fondi SGR	Gestnord Azioni Ambiente	1994

<sup>44</sup> <http://www.msci.com>

Italia	Etico	Sanpaolo Imi SGR	Sanpaolo Etico	1997
Finlandia	Etico	Gyllenberg	Forum	1999
Spagna	Etico	Morgan Stanley D.W.	Fondo etico	1999

[Fonte: Signori (2006) pg16]

Dagli anni Duemila in poi l'espansione dei fondi etici non conosce arresto. La ricerca Eurosif del 2008 afferma che gli asset socialmente responsabili gestiti al 31 Dicembre 2005 hanno raggiunto i 1.033<sup>45</sup> trilioni di euro per poi aumentare del 102% in seguito ad un investimento di 2.665 trilioni di euro al 31 Dicembre 2007. La nuova generazione dei fondi socialmente responsabili è guidata da investitori che hanno sia obiettivi finanziari che altruistici, attenti nell'investire in quei mercati ad alto potenziale di crescita, ponendo attenzione su temi quali la diminuzione dell'inquinamento idrico, il cambiamento climatico, l'energia rinnovabile e pulita ed i problemi nutrizionali delle popolazioni povere. Nel 2006 vengono istituiti i "*principi sugli investimenti responsabili delle Nazioni Unite*" ossia, le miglior prassi, con adesione volontaria, che sensibilizzano gli investitori ad adottare criteri ambientali, sociali e di corporate governance. Attualmente l'industria dell'investimento socialmente responsabile offre una moltitudine strumenti e prodotti sia per gli investitori al dettaglio che per quelli istituzionali.

### 1.5.1 Lo sviluppo della finanza etica in Italia

Come nel resto del mondo, anche per quanto riguarda l'Italia, le origini degli investimenti socialmente responsabili risiedono nei movimenti religiosi, i quali, poco dopo la nascita dei mercati d'affari, nel Medioevo d'Italia, istituiscono i cosiddetti "*monti di pietà*". Tali istituzioni sono il risultato dei danni provocati dalle forme di prestito usuarie praticate dai mercanti, grazie alle quali era possibile concedere denaro, in cambio di qualche oggetto dato in pegno, a persone bisognose di prestiti, diventando così le prime forme di erogazione al consumo<sup>46</sup>.

<sup>45</sup> Nelle presente tesi sarà utilizzato come separatore decimale il punto (.); come da tradizione anglosassone. La virgola (,) invece sarà utilizzata come separatore delle migliaia.

<sup>46</sup> Andruccioli - Messina (2007) pg 65.

Tuttavia il vero sviluppo della finanza etica, in Italia, è datato fine anni Settanta del secolo scorso, con la costituzione delle "mutue auto gestione (MAG)". Le MAG sono società cooperative finanziarie, costituite da persone fisiche e/o persone giuridiche, che, con spirito mutualistico, svolgono attività finanziaria per sostenere l'economia solidale, i sistemi di produzione innovativi ed eco-compatibili e l'integrazione sociale. Il capitale raccolto, viene prestato a chi è in difficoltà o chi propone particolari progetti da sviluppare, ponendo un'elevata attenzione sull'impatto sociale e ambientale dei progetti stessi. La durata del prestito può raggiungere cinque anni ed è prevista la possibilità di definire un periodo massimo di sei mesi in cui si versa la sola quota di interessi ma non la quota di capitale<sup>47</sup>.

Gli ambiti d'intervento delle MAG possono essere riassunti in tre macroaree<sup>48</sup>:

1. *solidarietà sociale: progetti di inserimento nel mondo del lavoro di soggetti svantaggiati o disabili;*
2. *ambiente ed ecologia: progetti di raccolta differenziata e riciclaggio dei rifiuti, produzione e distribuzione di prodotti biologici e naturali, depurazione e riequilibrio ambientale, medicina e terapie naturali;*
3. *cultura ed informazione: sostegno e stimolo di attività creative, artistiche, della libera espressione dei soggetti.*

Come dimostra la tabella 2, la storia delle MAG è caratterizzata da un forte boom negli anni Ottanta per poi subire un arresto negli anni Novanta a causa di alcuni interventi legislativi fortemente penalizzanti<sup>49</sup>:

- *nel 1991 viene emanata la cosiddetta legge anti-riciclaggio (D.Lgv. n. 197/91), che limita l'attività d'impiego del denaro a quelle organizzazioni che possiedono un capitale sociale pari o superiore ad un miliardo di Lire; obiettivo molto impegnativo per molte MAG;*
- *l'introduzione del Testo Unico in materia bancaria e creditizia, L.385/93 che modifica radicalmente il requisito per svolgere l'attività di intermediazione creditizia, disponendo che solo le aziende bancarie sono abilitate a raccogliere il risparmio dalle persone fisiche.*

---

<sup>47</sup> <http://www.osservatoriofinanziario.it>

<sup>48</sup> Lunaria (2000) pg 40

<sup>49</sup> <http://www.altraofficina.it/cosaGiusta/finanzaRisparmio/storiaEtica.htm>

Tabella 2 - Sviluppo in Italia delle MAG

ANNO	DENOMINAZIONE
1978	MAG Verona
1980	MAG2 Milano
1983	Autogest a Udine
1985	MAG3 Padova
1986	MAG Liguria
1987	MAG4 Torino
1988	MAG6 Reggio Emilia
1989	Consorzio Ctm-MAG
1992	MAG Venezia
2005	MAG Roma
2013	MAG Firenze

[Fonte: Lunaria (2000) pg 40]

Attualmente, in Italia, le MAG sono cinque (Verona, Venezia, Torino, Reggio Emilia, Milano) e altre quattro realtà sono in fase di costituzione (Cesena, Firenze, Reggio Calabria, Roma), ma dopo trent'anni di finanziamenti a favore di progetti del sociale, dell'ecologia, del consumo consapevole e della cultura questa realtà rischia di essere spazzata via dal disegno di legge relativo all'attuazione della direttiva sul credito al consumo e dalla delega in materia di intermediari finanziari<sup>50</sup>.

L'esperienza delle MAG rimane, tuttavia, un esempio significativo e importante di autogestione del denaro con cui si è dimostrato di poter finanziare quelle realtà di volontariato e di cooperazione che in passato non sempre vedevano soddisfatte le loro esigenze finanziarie.

Grazie all'iniziativa diretta di alcune MAG, viene costituito nel 1999 il primo istituto di credito italiano orientato a promuovere l'economia e la finanza sociale: la *Banca Popolare Etica*. La banca ha come obiettivo di dare alla finanza etica uno strumento operativo in grado di superare i vincoli della nuova legislazione e incidere sul sistema culturale ed economico nazionale; si propone come punto di riferimento per il sostegno e lo sviluppo di tutte le organizzazioni che si preoccupano dell'impatto ambientale e sociale delle loro attività. Essa assume la forma della Banca Popolare, in quanto questo è il modello imposto dalla, ma opera a livello nazionale tenendo fede ai principi

<sup>50</sup> <http://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-etica/news/mutua-autogestione-chiudere149.htm>

fondanti della cooperazione e della solidarietà<sup>51</sup>. Il radicamento territoriale sta alla base della sua operatività e permette alla stessa di cogliere i bisogni reali delle persone e di studiare nuove ipotesi d'intervento.

I tratti distintivi e caratterizzanti la Banca Popolare Etica sono contenuti nell'art 5 del suo statuto:

*"La Società si propone di gestire le risorse finanziarie di famiglie, donne, uomini, organizzazioni, società di ogni tipo ed enti, orientando i loro risparmi e disponibilità verso la realizzazione del bene comune della collettività.*

*Attraverso gli strumenti dell'attività creditizia, la Società indirizza la raccolta ad attività socio-economiche finalizzate all'utile sociale, ambientale e culturale, sostenendo (in particolare mediante le organizzazioni non profit) le attività di promozione umana, sociale ed economica delle fasce più deboli della popolazione e delle aree più svantaggiate. Inoltre sarà riservata particolare attenzione al sostegno delle iniziative di lavoro autonomo e/o imprenditoriale di donne e giovani anche attraverso interventi di microcredito e microfinanza. Saranno comunque esclusi i rapporti finanziari con quelle attività economiche che, anche in modo indiretto, ostacolano lo sviluppo umano e contribuiscono a violare i diritti fondamentali della persona.*

*La Società svolge una funzione educativa nei confronti del risparmiatore e del beneficiario del credito, responsabilizzando il primo a conoscere la destinazione e le modalità di impiego del suo denaro e stimolando il secondo a sviluppare con responsabilità progettuale la sua autonomia e capacità imprenditoriale"<sup>52</sup>.*

Il valore fondante la Banca Etica è costituito dalla trasparenza, dal momento della raccolta dei capitali al momento dell'impiego; democrazia, partecipazione e sobrietà la distinguono da tutti gli altri istituti di credito. I finanziamenti vengono valutati non solo da un punto di vista economico finanziario, ma anche etico-sociale: la banca si propone, infatti, come interlocutore privilegiato nella valutazione delle problematiche aziendali e nella definizione e copertura dei fabbisogni finanziari.

La Banca Popolare Etica, quindi, opera strenuamente e dinamicamente come Istituto di Credito nei confronti di tutti quelle categorie di soggetti che quasi mai hanno ricevuto aiuto, se non in modo informale e solo sporadicamente, da un sistema finanziario

---

<sup>51</sup> Lunaria (2000) pg 41-42.

<sup>52</sup> Art 5 Statuto Banca Popolare Etica. Per maggiori info si rimanda a <http://www.bancaetica.it/documento/statuto>

obsoleto e statico, ridando fiducia e speranza a molte persone, creando occupazione dove non c'era, contribuendo alla crescita del territorio.

Oltre alle società cooperative finanziarie auto gestite ed alla Banca Popolare Etica, il mercato italiano offre ai risparmiatori anche un terzo strumento nel quale investire il proprio denaro in modo consapevole e nel rispetto dei propri valori, ovvero i *fondi d'investimento etici*.

Notevolmente in ritardo rispetto alla maggior parte degli altri paesi occidentali, verso la fine degli anni Ottanta viene istituito il primo fondo etico italiano, anche se, come dimostra la tabella 3, è solamente a partire dal 1994 che il numero di fondi con caratteristiche etiche è cresciuto in modo consistente.

Tabella 3 - Storia dei fondi comuni etici in Italia

<b>DATA DI COSTITUZIONE</b>	<b>DENOMINAZIONE DEL FONDO</b>	<b>SOCIETÀ DI GESTIONE DEL FONDO</b>
14/06/89	Ras Cedola	Ras A.M.
21/02/94	Gestnord Ambiente	Gestnord Fondi
04/07/94	Eurom. Green Eq. Fund	Euromobiliare A.M.
23/11/95	Azimut Solidity	Azimut Gestione fondi
02/07/96	Bip.F.Et. R. Caput Mundi	Bipielle Fondieri
04/06/97	Sanpaolo Az. Int. Etico	Sanpaolo Imi A.M.
04/06/97	Sanpaolo Obb. Est. Etico	Sanpaolo Imi A.M.
04/06/97	Sanpaolo Obb. Etico	Sanpaolo Imi A.M.
29/03/99	Nord fondo etico	Gestnord Fondi
17/10/00	Geo European Ethical	Nextra I.M.
15/11/00	Bnl per Telethon	Bnl Gestioni
04/06/01	Ducato Civita	Monte Paschi A.M.
04/06/01	Ducato Ambiente	Monte Paschi A.M.

[Fonte: Basso - Funari pg 94]

I fondi etici italiani perseguono l'obiettivo solidaristico attraverso due modalità<sup>53</sup>:

1. *la società di gestione devolve una parte delle commissioni di gestione ad iniziative solidaristiche o a particolare organizzazioni non profit;*

<sup>53</sup> Basso - Funari (2002) pg 95-96.



2. *l'investitore devolve (o può scegliere se devolvere o meno) una parte dei proventi realizzati ad iniziative solidaristiche o a particolari organizzazioni non profit.*

In alcuni fondi è prevista la presenza di un *comitato etico* con il compito di definire le linee guida dell'investimento secondo criteri di responsabilità sociale e di controllare l'opera dei gestori affinché gli investimenti rispettino tali indicazioni.

Riportiamo, in seguito, le caratteristiche principali di ogni fondo<sup>54</sup>:

- **Sistema Sanpaolo A.M:** i fondi appartenenti al sistema etico Sanpaolo Imi A.M. si avvalgono dell'ausilio della banca dati KLD per selezionare i titoli con cui comporre il proprio portafoglio. Lo stesso fondo, per perseguire finalità socialmente responsabili, attua uno screening negativo e positivo, selezionando quelle compagnie sensibili al problema della tutela ambientale, impegnate in attività o progetti che possono contribuire ad un miglioramento della qualità della vita e che mostrano attenzione durante la fase di produzione e progettazione alla qualità e alla sicurezza dei prodotti. Inoltre, ai sottoscrittori delle quote del fondo è data la possibilità di devolvere a enti o a associazioni benefiche una parte una parte del ricavato;
- **Ras Cedola:** il fondo offre all'investitore la possibilità di devolvere una parte dei proventi a particolari organizzazioni non profit. Originariamente i proventi potevano essere devoluti unicamente al CIPSI, il Coordinamento di iniziative popolari di solidarietà, che riunisce 27 organizzazioni accomunate dalla vocazione ad operare nei paesi in via di sviluppo con programmi finalizzati alla creazione di attività produttive e posti di lavoro;
- **Gestnord Ambiente:** il fondo investe in aziende che operano in almeno uno dei seguenti settori: controllo dell'inquinamento atmosferico, smaltimento dell'amianto, processi tecnologici per la conversione energetica, monitoraggio e controllo dell'ambiente, ingegneria e consulenza ambientale, smaltimento dei rifiuti tossici o generici e riciclaggio, controllo dell'inquinamento, sistemi per il trattamento delle acque, servizi di ripristino. Inoltre la società di gestione devolve ad alcune delle principali organizzazioni non profit impegnate nella

---

<sup>54</sup> Basso - Funari (2002) pg 97 e ss.

tutela ambientale e nella conservazione della natura una parte delle commissioni di gestione;

- Euromobiliare Green Equity Fund: il fondo prevede l'investimento in titoli di società attive nei settori della sanità, dell'ecologia, della tutela dell'ambiente o che comunque favoriscono attraverso la loro azione la salvaguardia del patrimonio ambientale ed artistico;
- Azimut Solidity: il fondo consente ai sottoscrittori di devolvere una parte dei rendimenti (il 25% o il 50% della differenza tra il rendimento effettivo del fondo e il rendimento dei certificati di deposito a sei mesi) ad una delle seguenti organizzazioni: Unicef, Lega tumori, Missioni Don Bosco, Missionari comboniani, Fondazione Exodus, Lega del Filo d'oro, Istituto Giannina Gaslini e Unione italiana lotta alla distrofia muscolare. Anche la società di gestione si impegna a destinare annualmente alle organizzazioni partner una somma uguale allo 0,24 % del patrimonio gestito;
- Bipielle Fondicri Etico Roma Caput Mundi: il fondo ha l'obiettivo di finanziare l'arte e la cultura; indirizza i propri investimenti verso emittenti le cui attività non siano in contrasto con l'ambiente e con i diritti dell'uomo. Sul primo versamento a prescindere dall'ammontare dell'importo versato, la società di gestione è autorizzata a prelevare un importo prefissato per versarlo a titolo di liberalità sul conto dell'associazione Roma Caput Mundi, associazione che ha come obiettivo il recupero del patrimonio artistico di Roma. Fondicri inoltre rinuncia all'applicazione delle commissioni di collocamento in favore della liberalità prevista per l'associazione Roma Caput Mundi;
- Nord fondo Etico: la società di gestione devolve la metà delle commissioni di gestione a favore delle seguenti organizzazioni umanitarie: Gruppo Abele, Associazione amici dei bambini, Aibi, Associazione tempo libero handicappati-Atlha e Unicef;
- BNL per Telethon: il fondo seleziona i titoli sulla base del soddisfacimento di particolari vincoli etici. Sono privilegiati i titoli delle società che svolgono attività rispettose dell'ambiente o a tutela dei diritti dell'uomo. Sono invece escluse le società che svolgono attività di commercio o produzione di manufatti bellici o di prodotti inquinanti. Per controllare il rispetto di questi criteri la società BNL Gestioni è affiancata da un comitato etico consultivo che elabora

gli indirizzi delle scelte d'investimento, in linea con i principi di tipo etico contenuti nel regolamento. Inoltre il comitato controlla che le decisioni d'investimento siano attuate in modo conforme a questi principi. Il fondo prevede anche la devoluzione a favore della fondazione Telethon di metà delle commissioni di gestione;

- Ducato Civita: la società di gestione Monte dei Paschi di Siena indirizza gli investimenti verso soggetti le cui attività non siano in contrasto con i diritti dell'uomo e con l'ambiente;
- Ducato Ambiente: il fondo investe in azioni di società internazionali che si distinguono per un impegno significativo verso la tutela dell'ambiente e il rispetto di principi etici. La gestione del fondo Ducato ambiente si avvale dell'apporto di un comitato scientifico consultivo che fornisce indicazioni sui principi etici e di salvaguardia dell'ambiente.

Un ultimo strumento della finanza socialmente responsabile che si è sviluppato nell'ultimo decennio sono i "*fondi pensione etici*". Questa tipologia di fondi potrebbe rappresentare il futuro della finanza etica; infatti, per loro natura, hanno un sistema di gestione trasparente e democratico e ciò gli permette di scommettere su investimenti responsabili legati ai valori fondanti dei lavoratori. Inoltre, rispetto ai fondi comuni d'investimento, sono più accessibili per i risparmiatori individuali in quanto abbandonano ogni logica speculativa ed abbracciano un orizzonte di lungo periodo, che garantisce la possibilità di fornire ai propri iscritti prestazioni previdenziali adeguate. Rispetto agli altri paesi che hanno una lunga storia alle spalle, in Italia i primi fondi pensione, sono fondi chiusi<sup>55</sup>. Il fondo pensione Previambiente, a cui aderiscono i lavoratori subordinati addetti prevalentemente al settore dell'igiene ambientale ed ai settori "affini" (edilizia residenziale pubblica, servizi pubblici culturali, servizi pubblici farmaceutici), è uno dei primi fondi pensione pionieri in Italia. Nel 2006 gli iscritti al fondo erano più di 22,000, con un patrimonio complessivo di 135 milioni di euro.

Un altro fondo chiuso di categoria che ha scelto linee d'investimento etico è quello dei ferrovieri. Questo fondo prende il nome di Eurofer ed è stato costituito nel 2001. Anche Eurofer, come Previambiente, ha delegato la gestione degli investimenti etici a terze parti anche se il controllo è a carico degli amministratori del fondo stesso. Gli iscritti nel

---

<sup>55</sup> Per un maggiore approfondimento delle varie tipologie di fondi si rimanda al capitolo 2.2.3.

2006 erano 31,000 ma, a seguito della riforma del TFR gli iscritti sono notevolmente aumentati.

Altri fondi recenti che stanno cercando di intraprendere un percorso rivolto all'eticità dell'investimento sono quelli di Fon.Te (fondo negoziale dei lavoratori del commercio, turismo e servizi) i cui investimenti sul mercato azionario europeo fanno riferimento esclusivo ai titoli dell'universo dell'indice Dow Jones Sustainable World.

## **Conclusioni**

Tramite la finanza etica gli agenti economici sono motivati ad agire non solo per il raggiungimento del massimo profitto possibile ma anche per fini solidaristici e di responsabilità sociale. Ciò è possibile grazie a strumenti quali i fondi comuni d'investimento etici, i fondi pensione etici ed al finanziamento di iniziative non profit o alla rinuncia di una parte degli utili per destinarli a scopi sociali.

Questo tipo di finanza alternativa, diversamente da quanto si possa pensare ha radici profonde parallele alla finanza tradizionale. Chiese e movimenti religiosi hanno sempre avuto un ruolo di notevole importanza nella storia della finanza etica; ogni religione ha in sé una serie di precetti, ovvero criteri di selezione e valori, ideali e convinzioni a cui si possono ispirare scelte d'investimento etico. Tuttavia, bisogna attendere gli anni Settanta del secolo scorso per osservare la nascita del primo fondo d'investimento etico inteso nella moderna concezione, il Pax World Fund. Per la prima volta non solo si utilizzano screening negativi all'investimento, ossia si escludono dal portafoglio società coinvolte nel commercio delle armi, nella produzione del tabacco, dell'alcol, del gioco d'azzardo, ma vengono applicati anche screening positivi; le imprese selezionate devono, infatti, dimostrare di avere buone relazioni con i dipendenti e rispetto per l'ambiente. Nell'ultimo decennio la finanza etica e in particolare i fondi etici hanno avuto un boom e, complice la recente crisi finanziaria, l'espansione di tali fondi non conosce arresto. La nuova generazione dei fondi socialmente responsabili è guidata da investitori che hanno sia obiettivi finanziari che altruistici, attenti nell'investire in quei mercati ad alto potenziale di crescita, ponendo attenzione su temi quali la diminuzione dell'inquinamento idrico, il cambiamento climatico, l'energia rinnovabile, l'energia pulita e i problemi nutrizionali delle popolazioni povere.

Anche per quanto riguarda l'Italia, le origini degli investimenti socialmente responsabili risiedono nei movimenti religiosi e in particolar modo nei "monti di pietà". Tuttavia è a

partire dalla fine degli anni Settanta del secolo scorso che iniziano a svilupparsi le prime forme di finanza etica con la costituzione delle mutue auto gestione. Successivamente alle MAG e notevolmente in ritardo rispetto al resto del mondo, iniziano a svilupparsi i primi fondi etici italiani; solo questi ultimi riescono a prosperare mentre le MAG a causa di una legislazione penalizzante scompaiono lentamente.



## CAPITOLO 2

### LA NORMATIVA DEI FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO

#### Introduzione

Per comprendere pienamente la disciplina complessa dei fondi comuni d'investimento etici è necessario conoscere approfonditamente la normativa di riferimento italiana e europea dei fondi comuni d'investimento tradizionali. Dopo aver analizzato la disciplina di riferimento si analizzeranno le varie tipologie di fondi tradizionali: fondi aperti, fondi chiusi, fondi riservati e fondi speculativi. Ognuno di questi differisce dall'altro per quattro fattori: l'oggetto dell'investimento, le categorie degli investitori, le modalità di partecipazione ai fondi, l'eventuale durata minima e massima.

Alla fine del capitolo, si osserverà in dettaglio la normativa dei fondi etici, la quale presenta problematiche dovute alla definizione stessa di etica. L'etica infatti è un concetto che muta in relazione al contesto di riferimento e alle caratteristiche dei soggetti che in esso agiscono e, pertanto, può racchiudere in sé elementi di soggettività e discrezionalità difficilmente inquadrabili in una specifica normativa<sup>56</sup>.

#### 2.1 Gestione collettiva del risparmio

I fondi comuni d'investimento rientrano nell'attività rilevante della "*gestione collettiva del risparmio*" disciplinata dall'art.1, comma 1, lettera n del testo unico della finanza (TUF) e definita come "*il servizio che si realizza attraverso:*

- *la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d'investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti;*
- *la gestione del patrimonio di OICR<sup>57</sup>, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili".*

---

<sup>56</sup> La realizzazione di questo capitolo è riuscita grazie alle preziose lezioni del professore Pinto, V. senza il quale non sarebbe stato possibile conoscere appieno la materia.

<sup>57</sup> OICR acronimo di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio.

Il fulcro di questa nozione risiede nella definizione di OICR poiché anche la prima attività può essere letta come :*"promozione, istituzione e organizzazione di OICR"*. Secondo l'art.1, comma 1, lettera m sono considerati tali i fondi comuni d'investimento e le SICAV (società d'investimento a capitale variabile). Entrambi questi organismi hanno una specifica definizione rispettivamente alla lettera j ed alla lettera i dell'art.1, comma 1 del TUF.

Il fondo comune d'investimento è definito come *"il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica d'investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi"*.

La SICAV è definita come *"la società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni"*.

Entrambi questi organismi svolgono una funzione analoga, in quanto raccolgono il risparmio fra il pubblico tramite l'emissione di strumenti finanziari (più precisamente il fondo tramite l'emissione di quote e la SICAV tramite l'emissione di azioni) per poi investire il patrimonio raccolto nell'interesse collettivo dei partecipanti al fondo o degli azionisti della SICAV.

Le differenze principali possono essere riassunte nei tre punti seguenti:

1. la SICAV, come si deduce dal nome, è una società per azioni a capitale variabile ed è un'autonoma persona giuridica. Il fondo comune d'investimento non è un soggetto di diritto ma è concepito come patrimonio autonomo all'interno del patrimonio del gestore (SGR)<sup>58</sup>;
2. la SICAV si caratterizza per una tendenziale coincidenza tra investitori e gestori (in rari casi la gestione può essere delegata a una SGR esterna); gli investitori, essendo azionisti, gestiscono il patrimonio tramite gli organi sociali. Nel fondo comune d'investimento, invece, si ha la separazione tra questi due soggetti; gli investitori sono coloro che sottoscrivono le quote mentre il gestore è SGR;

---

<sup>58</sup> SGR acronimo di Società di Gestione del Risparmio; svolgono in via esclusiva l'attività di promozione e di gestione di fondi comuni di investimento.



3. le SICAV sono definiti "OICR statuari" perché il rapporto tra investitori e gestori sono regolamentati dallo statuto, il quale viene approvato dalla Banca d'Italia. I fondi comuni sono definiti "OICR contrattuali" perché il rapporto tra investitori e gestori sono regolamentati da un mandato (che gli investitori danno alla società di gestione) le cui regole sono definite dal regolamento del fondo.

## **2.2 I fondi comuni d'investimento**

Come precedentemente accennato, le caratteristiche dei fondi comuni si possono riassumere in tre aspetti centrali:

1. fondo comune come patrimonio autonomo;
2. le caratteristiche del patrimonio sotto il profilo della raccolta;
3. le caratteristiche del fondo sotto il profilo delle politiche d'investimento.

Il patrimonio del fondo comune viene disciplinato dall'art.36, comma 6, del testo unico della finanza, il quale afferma che *"ciascun fondo comune d'investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune d'investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub-depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti"*

Vi è quindi una separazione bilaterale delle responsabilità, ossia per le obbligazioni che derivano dall'attività del fondo i creditori potranno rifarsi solo al patrimonio imputato al fondo comune e non su tutto il patrimonio della SGR; al tempo stesso, i creditori della SGR, quindi estranei all'attività del fondo, non potranno rifarsi sul patrimonio del fondo.

La raccolta si caratterizza per la suddivisione in quote del patrimonio presso il pubblico, che, a fronte della sottoscrizione delle quote stesse, effettua l'apporto che può essere normalmente in denaro ma in certi casi anche in natura (ad esempio quando l'apporto è un bene coerente con la politica d'investimento del fondo).

Il patrimonio raccolto viene investito e gestito in monte nell'interesse dei partecipanti (e non del singolo) ed in autonomia dai medesimi sulla base di una predeterminata politica d'investimento.

### **2.2.1 Il regolamento del fondo**

L'art.39 del testo unico della finanza disciplina il regolamento del fondo che definisce le caratteristiche ed il funzionamento del fondo stesso, indica la società promotrice o il gestore se diverso dalla società promotrice, definisce la ripartizione dei compiti e regola i rapporti tra i gestori e i partecipanti al fondo. In particolare il regolamento indica:

- *la denominazione e la durata del fondo;*
- *le modalità di partecipazione al fondo, i termini e le modalità dell'emissione ed estinzione dei certificati e della sottoscrizione e del rimborso delle quote nonché le modalità di liquidazione del fondo;*
- *gli organi competenti per la scelta degli investimenti e i criteri di ripartizione degli investimenti medesimi;*
- *il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo;*
- *i criteri relativi alla determinazione dei proventi e dei risultati della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e distribuzione dei medesimi;*
- *le spese a carico del fondo e quelle a carico della società di gestione del risparmio;*
- *la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla società di gestione del risparmio e degli oneri a carico dei partecipanti;*
- *le modalità di pubblicità del valore delle quote di partecipazione.*

Il regolamento che viene emanato dalla SGR ed approvato dalla Banca d'Italia, secondo l'art.37 del TUF, deve rispettare criteri generali che giustificano la suddivisione dei fondi in varie categorie. Tali criteri riguardano:

- l'oggetto dell'investimento;
- categorie d'investitori;
- modalità di partecipazione ai fondi;
- l'eventuale durata minima e massima del fondo.

In base a questi criteri è possibile suddividere i fondi in: aperti, chiusi, riservati, speculativi.

### **2.2.2 Fondi aperti**

I fondi aperti sono disciplinati all'art.1, comma 1, lettera k del testo unico della finanza, e sono definiti come "*il fondo comune d'investimento i cui partecipanti hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo*". La caratteristica principale riguarda la struttura partecipativa ed in particolare il diritto al rimborso della quota che può essere chiesta in qualsiasi momento. Non è necessario, quindi, preconstituire vie alternative per il disinvestimento. Vi sono due tipologie di fondi aperti:

1. fondi armonizzati;
2. fondi non armonizzati.

La differenza tra queste due categorie deriva dal fatto che siano o meno fondi costituiti conformemente alle regole comunitarie. I fondi armonizzati rispettano le regole comunitarie e ciò costituisce un vantaggio, in quanto le quote dei fondi possono essere offerte al pubblico in tutta la comunità europea senza necessità di dover chiedere ulteriori autorizzazioni alle autorità del paese dove si effettua l'offerta; tuttavia, questa maggior libertà sotto il profilo della raccolta comporta delle limitazioni sotto il profilo dell'oggetto dell'investimento del patrimonio. I fondi non armonizzati non sono conformi alle regole comunitarie e godono di vantaggi e limitazioni opposti rispetto a quelli armonizzati.

L'art.4, comma 2 del regolamento del fondo, individua una serie di tipologie di beni su cui è possibile investire:

- a) strumenti finanziari quotati;
- b) strumenti finanziari non quotati;
- c) depositi bancari in denaro;
- d) beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- e) crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- f) clausola residuali.

In base alla natura del fondo, alcune tipologie di questi beni saranno precluse. I fondi aperti non armonizzati potranno investire solo nelle categorie delle lettere a, b, c; inoltre se gli investimenti in strumenti finanziari non quotati (categoria b) supera il 10%, è necessario costituire il fondo in forma chiusa.

### **2.2.3 Fondi chiusi**

I fondi chiusi sono definiti dall'art.1, comma 1, lettera l come "*il fondo comune d'investimento in cui il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze predeterminate*". Come si può notare dalla norma, a differenza dei fondi aperti, ci sono delle limitazioni al diritto di rimborso e ciò pone la problematica di prevedere tecniche alternative per il disinvestimento. Tale problema viene risolto dall'obbligo della quotazione al fine di creare un mercato secondario che permetta all'investitore una "via di fuga" alternativa rispetto al rimborso della quota per il disinvestimento. Quest'obbligo di quotazione riguarda i fondi chiusi che prevedono un ammontare minimo di sottoscrizione inferiore 25,000, euro in modo da tutelare i piccoli investitori.

Sotto il profilo dell'oggetto dell'investimento il fondo chiuso non soffre delle limitazioni previste per il fondo aperto e può investire, salvo diverso regolamento del fondo, in tutti i beni dell'art.4. Se il patrimonio è investito nei beni delle categorie d, e, f e nei beni della categoria b in misura superiore al 10%, c'è l'obbligo d'istituire il fondo in forma chiusa.

### **2.2.4 Fondi riservati e speculativi**

I fondi riservati sono quella tipologia di fondi, aperti o chiusi, che danno rilievo alla tipologia di investitori. Le quote del fondo possono essere riservate solo a coloro che sono muniti di una certa competenza ed esperienza<sup>59</sup>. A questa riserva sotto il profilo della raccolta, consegue una maggiore libertà sotto il profilo dell'investimento. Infatti i proprietari delle quote possono investire in tutti i beni dell'art.4. Le quote del fondo possono essere vendute soltanto ad altri investitori qualificati, pena l'annullamento dell'atto.

---

<sup>59</sup> Per maggiori approfondimenti su quando un investitore è qualificato si rimanda all'art 1 comma 1 del D.M. 228/1999.

I fondi speculativi sono anch'essi riservati a investitori muniti di esperienza e competenza; ciò che cambia rispetto ai fondi riservati è la tecnica per individuare questi soggetti. Nel fondo riservato, un investitore è qualificato se rispetta determinati parametri soggettivi; nei fondi speculativi, invece, un investitore è qualificato se rispetta determinati parametri oggettivi. Infatti, in quest'ultimi, l'importo unitario della quota non può essere inferiore a 500,000 euro e ciò assicura che le quote siano possedute da soggetti muniti di esperienza e competenza. Le quote dei fondi speculativi non possono essere oggetto di offerta al pubblico ma possono essere offerte solo su trattativa privata. Inoltre, sono esentati integralmente dal rispetto e dai divieti stabiliti dalla Banca d'Italia, tant'è che possono investire anche in beni diversi da quelli presentati all'art.4.

L'ordinamento, considerata l'esperienza degli investitori, prevede delle cautele minime per quest'ultimi. Prima s'impondeva che il fondo speculativo fosse gestito da una SGR appositamente dedicata, mentre oggi questo limite non è più in vigore. L'unica cautela è di carattere informativo: il regolamento del fondo deve menzionare la rischiosità dell'investimento e la circostanza che esso avviene in deroga a tutte le norme prudenziali e cautelative dell'investitore.

### **2.3 Fondi comuni d'investimento etici**

Nel quadro giuridico appena esposto diventa difficile delineare le caratteristiche per poter qualificare un fondo come etico, se non altro perché è strettamente legato al concetto di etica che è particolarmente controverso e discusso. Ricordiamo che l'etica può essere definita come "l'insieme delle norme di condotta pubblica e privata prese a riferimento da un soggetto o da un gruppo di soggetti"<sup>60</sup>. Si tratta, come è evidente, di un concetto che si modifica in relazione al contesto di riferimento ed alle caratteristiche dei soggetti che in esso agiscono e che, pertanto, può racchiudere in sé elementi di soggettività e discrezionalità difficilmente inquadrabili in una specifica normativa. A tutto ciò si aggiunge il fatto che i fondi possono adottare numerosi criteri soggettivi per poter essere definiti come etici e questo comporta una difficoltà di definizione sia a livello internazionale che nazionale. Tuttavia, nonostante le problematiche appena esposte, Assogestioni *"qualifica etico un fondo che sulla scorta di una propria definizione operativa del concetto di eticità:*

---

<sup>60</sup> Per un maggiore approfondimento si rimanda al capito 1.1.

- *ha una politica d'investimento che vieta l'acquisto di un insieme di titoli e/o privilegia l'acquisto di titoli sulla base di criteri diversi dalla sola massimizzazione del rendimento atteso e/o;*
- *si attiene ad un processo d'investimento secondo principi diversi dalla sola massimizzazione del rendimento atteso (corporate governance del fondo).*

*Tale definizione è indipendente dalle specifiche modalità di applicazione dei criteri di esclusione/inclusione (corporate governance del fondo)<sup>61</sup>.*

In base a questa definizione i fondi etici devono strutturare la propria politica d'investimento adottando degli specifici criteri che da un lato si differenziano e si affiancano alla massimizzazione delle performance e dall'altro sono in linea con una idea di eticità che ciascun fondo può delineare. È evidente che, su queste basi, ciascun fondo è libero di individuare i criteri da seguire nella selezione dei propri investimenti; tuttavia tale selezione non è esente da problematiche quali la definizione di criteri conformi ai principi generali di finanza etica. Tali principi sono definiti dalla Consob come: "*quel processo d'investimento fondato su criteri di selezione dei titoli che non si pongono, come fine esclusivo, la massimizzazione dei rendimenti, ma anche la salvaguardia di valori universali quali l'equità sociale, la protezione dell'ambiente e della salute, lo svolgimento dell'attività economica nel rispetto degli interessi di tutti gli stakeholder, più in generale di tutti i cittadini*", e risente di alcune modalità di scelta dei destinatari delle risorse.

Grazie alle definizioni fornite da Assogestioni e dalla Consob si può dedurre che l'eticità di un fondo si determina sostanzialmente in base a due parametri:

1. il processo d'investimento orientato al profilo etico dei destinatari delle risorse;
2. specifiche procedure di controllo sull'investimento.

In relazione al primo aspetto è possibile fare riferimento a vari criteri di selezione; tuttavia i principali sono due: i criteri negativi, o di esclusione, in base ai quali vengono individuati gli emittenti i cui titoli non sono oggetto d'investimento, e i criteri positivi, o di inclusione, in base ai quali vengono selezionati gli emittenti da scegliere per la destinazione degli investimenti.

---

<sup>61</sup> [http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,154,565/07\\_40020.pdf](http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,154,565/07_40020.pdf) pg 16-17.

Con riferimento alle procedure di controllo sull'eticità dell'investimento si fa riferimento all'esistenza di un comitato etico o all'intervento di un advisor esterno nel processo di gestione. Nel primo caso si tratta di un organo con funzioni consultive e di indirizzo, il quale definisce criteri di eticità e linee guida che la SGR deve adottare nell'amministrare uno o più fondi d'investimento etici. Nel secondo caso si fa invece riferimento all'eventuale certificazione del portafoglio d'investimento o, più in generale, alla consulenza di organismi terzi riconosciuti a livello internazionale come advisor etici.

Accanto a questi due parametri appena evidenziati, è possibile fare riferimento ad altre caratteristiche, non perfettamente inquadrabili tra i criteri di selezione o tra gli strumenti di controllo, ma ugualmente validi come garanzia di eticità del fondo. Tra queste, particolarmente importante appare l'utilizzo da parte della SGR, di apposite politiche di azionariato attivo applicabili nei confronti delle società emittenti prescelte per l'investimento, al fine di condizionarne il comportamento in funzione dei criteri di responsabilità sociale.

Ulteriori elementi caratterizzanti l'eticità di un fondo sono riscontrabili nella adesione a linee guida emanate da soggetti impegnati nella diffusione e nel supporto allo sviluppo degli investimenti socialmente responsabili come Eurosif e l'ottenimento di certificazioni da parte di organismi impegnati nel settore come Ethibel.

I criteri appena menzionati sono sicuramente necessari per il raggiungimento della qualifica di eticità del fondo, tuttavia rimane la difficoltà oggettiva di giungere ad un concetto univoco d'investimento socialmente responsabile dato il differente significato ad esso attribuibile in relazione al concetto di appartenenza. A tal scopo la Consob è intervenuta recentemente introducendo elementi di trasparenza ed oggettivamente riscontrabili, estremamente utili all'investitore per verificare l'effettivo grado di eticità del fondo e per esercitare un controllo di qualità che va a beneficio dell'intero settore. Questo intervento rappresenta un passo fondamentale del processo di codificazione dei principi e delle metodologie dell'investimento socialmente responsabile in modo da aumentare la credibilità e conseguentemente la diffusione della finanza etica. La prima spinta giuridica alla creazione di una normativa oggettivamente riscontrabile è stata introdotta dall'emanazione della Legge sul Risparmio (legge n.262 del 25 dicembre 2005) con la quale il legislatore italiano ha inserito nel TUF un articolo (art.117 ter, Disposizioni in materia di finanza etica) che delega alla Consob il compito di emanare disposizioni in tema di obblighi informativi e di rendicontazione cui sono tenuti tutti i soggetti che promuovono prodotti finanziari etici o socialmente responsabili. Tutto ciò,

unito al successivo recepimento della direttiva europea Mifid, ha portato la Consob a modificare le parti del Regolamento Intermediari, creando al suo interno, un nuovo Libro, dedicato in maniera specifica alla finanza etica (Libro VII "disposizioni in materia di finanza etica o socialmente responsabile" art.89 "obblighi informativi" ed art.90 "obblighi di rendicontazione").

Per quanto riguarda gli obblighi di trasparenza è necessario che, ex ante, nel prospetto informativo e nei contratti relativi a prodotti e servizi qualificati come "etici" o "socialmente responsabili", i soggetti abilitati e le imprese di assicurazione, in base all'art.89 "obblighi informativi" del regolamento Consob n.16190, forniscano le seguenti informazioni:

- a. gli obiettivi e le caratteristiche in relazione ai quali il prodotto o servizio è qualificato come etico o socialmente responsabile;*
- b. i criteri generali di selezione degli strumenti finanziari in virtù degli obiettivi e delle caratteristiche precedentemente delineati;*
- c. le politiche e gli obiettivi eventualmente perseguiti nell'esercizio dei diritti di voto connessi agli strumenti finanziari detenuti in portafoglio;*
- d. l'eventuale destinazione per iniziative di carattere sociale o ambientale di proventi generati dai prodotti offerti e dai servizi prestati e la relativa misura;*
- e. le eventuali procedure adottate per assicurare il perseguimento degli obiettivi di cui alla lettera a., compresa la presenza di organi specializzati istituiti all'interno dei soggetti abilitati e delle imprese di assicurazione e le relative funzioni;*
- f. l'adesione a codici di autoregolamentazione, promossi da soggetti specializzati.*

Inoltre, in merito alle informazioni appena menzionate, la Consob richiede che ne sia fornita una sintetica illustrazione sul sito internet degli intermediari abilitati e delle imprese di assicurazione.

Per quanto riguarda gli obblighi di trasparenza nel continuo, in base all'art.90 del regolamento Consob, questi si sostanziano in obblighi di rendicontazione da assolvere in sede di predisposizione dei rendiconti periodici previsti dalla normativa. In particolare, l'obbligo deve essere rispettato almeno nell'ultima rendicontazione dell'anno, attraverso l'indicazione di informazioni relative a:



- a. *l'illustrazione dell'attività di gestione in relazione ai criteri generali di selezione degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio;*
- b. *le informazioni in merito all'eventuale esercizio dei diritti di voto connessi agli strumenti finanziari detenuti in portafoglio;*
- c. *le informazioni circa l'eventuale destinazione per iniziative di carattere sociale o ambientale di proventi generati dai prodotti offerti e dai servizi prestati e la relativa misura.*

Anche in questo caso, la Consob richiede che sia fornita una sintetica illustrazione delle informazioni richieste sul sito internet degli intermediari abilitati e delle imprese di assicurazione<sup>62</sup>.

## **Conclusioni**

A causa della definizione di etica, ovvero un concetto che si modifica in relazione al contesto di riferimento e alle caratteristiche dei soggetti che in questo contesto agiscono, diventa difficile delineare le caratteristiche affinché un fondo possa essere definito tale. Assogestioni e Consob affermano che per poter essere classificati come fondi etici è necessario strutturare la propria politica di investimento adottando degli specifici criteri. Tali criteri hanno come obiettivo non solo la massimizzazione dei profitti ma anche la salvaguardia di valori universali quali l'equità sociale, la protezione dell'ambiente e della salute, lo svolgimento dell'attività economica nel rispetto degli interessi di tutti gli stakeholder, più in generale di tutti i cittadini.

Accanto a queste definizioni è possibile fare riferimento ad altre caratteristiche, non perfettamente inquadrabili tra i criteri di selezione o tra gli strumenti di controllo, ma ugualmente validi come garanzia di eticità del fondo. Tra queste, particolarmente importante appare l'utilizzo da parte della SGR di apposite politiche di azionariato attivo applicabili nei confronti delle società emittenti prescelte per l'investimento, al fine di condizionarne il comportamento in funzione dei criteri di responsabilità sociale.

Ulteriori elementi caratterizzanti l'eticità di un fondo sono riscontrabili nella adesione a linee guida emanate da soggetti impegnati nella diffusione e nel supporto allo sviluppo degli investimenti socialmente responsabili come Eurosif e l'ottenimento di certificazioni da organismi impegnati nel settore come Ethibel.

---

<sup>62</sup> Intonti - Iannuzzi (2010) pg 33 e ss.

Nonostante gli elementi appena menzionati è difficile giungere a un concetto univoco d'investimento socialmente responsabile. A tal scopo la Consob è intervenuta recentemente introducendo elementi di trasparenza e oggettivamente riscontrabili, estremamente utili all'investitore per verificare l'effettivo grado di eticità del fondo e per esercitare un controllo di qualità che va a beneficio dell'intero settore. Questo intervento rappresenta un passo fondamentale del processo di codificazione dei principi e delle metodologie dell'investimento socialmente responsabile in modo da aumentare la credibilità e conseguentemente la diffusione della finanza etica.

## **CAPITOLO 3**

### **I CRITERI DI SELEZIONE DELLE IMPRESE**

#### **Introduzione**

Il seguente capitolo avrà il compito di definire le principali strategie che possono utilizzare fondi o imprese per poter investire in modo socialmente responsabile. Eurosif, (European Sustainable and Responsible Investment Forum) è un gruppo di istituzioni europee non profit costituito nel 2001 con lo scopo di promuovere e sviluppare l'investimento socialmente responsabile (SRI). Grazie ad esso è stato possibile individuare sette distinte strategie per poter investire responsabilmente; successivamente ne saranno analizzati accuratamente il grado di diffusione e il valore degli asset gestiti a livello europeo. Saranno in seguito trattate le strategie proposte da PRI Association, associazione volta a promuovere i principi e le linee guida proposte dalle Nazioni Unite. Infine nell'ultimo paragrafo verranno presi in considerazione gli approcci "Core SRI" e "Broad SRI" i quali incorporano tutte le strategie usate dagli investitori istituzionali e retail.

#### **3.1 Le strategie dei fondi socialmente responsabili**

Esistono varie strategie che i gestori del fondo o asset manager possono utilizzare per poter investire in modo socialmente responsabile, ognuna delle quali ha specificità proprie. Eurosif, nello studio condotto nel 2014, ha individuato sette distinte strategie utilizzate per selezionare le imprese secondo criteri ambientali, sociali e di governance:

1. Sustainability Themed;
2. Best-in-Class;
3. Norms-based screening;
4. Exclusions;
5. ESG Integration;
6. Engagement and Voting;
7. Impact Investing.

A seconda della predisposizione degli asset manager o in base ai risultati che il fondo vuole raggiungere è possibile sceglierne una tra quelle sopra indicate. I contenuti e gli obiettivi che queste si prefiggono, seppur diversi, sono tra loro correlati e molto spesso vengono utilizzati simultaneamente.

### 3.1.1 Sustainability Themed

Gli investimenti tematici sostenibili rappresentano tutti gli investimenti che pongono l'attenzione su uno o più aspetti collegati direttamente alla sostenibilità. Questa specifica strategia si concentra su tematiche sociali e, principalmente, su problematiche ambientali come, ad esempio, investimenti in energie rinnovabili, energie pulite e investimenti ecologici volti al miglioramento generalizzato della salute con particolare attenzione ai cambiamenti climatici, alla pulizia delle acque e alla salvaguardia delle foreste.

Secondo alcuni operatori di mercato questa è la strategia considerata più "pura"; essa permette di realizzare un'economia più sostenibile ponendo l'attenzione esclusivamente sui temi sostenibili tralasciando ogni aspetto finanziario, extra-finanziario e di governance che vengono, invece, presi in considerazione nelle altre strategie.

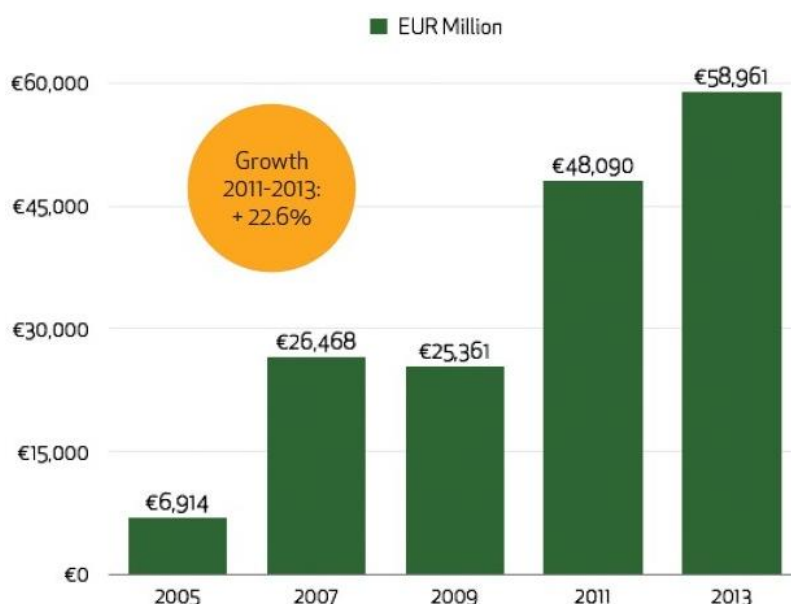


Grafico 1 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "Sustainability Themed" in Europa<sup>63</sup>.  
[Fonte: Eurosif (2014) pg 11]

<sup>63</sup> I paesi considerati nelle analisi sono 13: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Italia, Olanda, Norvegia, Polonia, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito.

Come si può notare dal grafico 1, emerge uno stallo degli investimenti tematici tra il 2007 e il 2009 a causa della crisi finanziaria globale, per poi avere una ripresa, nel 2011, grazie all'ingresso di nuovi investitori istituzionali.

La tabella 4 mostra la crescita degli investimenti tematici per ogni paese considerato dal 2011 al 2013. L'aumento maggiore in termini percentuali si registra in Francia, Svezia e Norvegia. In termini assoluti l'Olanda rimane il mercato più grande, seguita dal Regno Unito che ha superato la Svizzera. La tabella mostra anche il tasso di crescita annuale composto (CAGR), ovvero il tasso di crescita di un certo valore in un dato arco di tempo.

Tabella 4 - Crescita della strategia "Sustainability Themed" per ogni paese

Country (€ Mn)	2011	2013	CAGR
Austria	€ 56	€ 82	21%
Belgium	€ 367	€ 816	49%
Finland	€ 322	€ 220	-17%
France	€ 623	€ 4,392	166%
Germany	€ 4,523	€ 4,127	-4%
Italy	€ 1,051	€ 1,094	2%
Netherlands	€ 19,914	€ 20,163	1%
Norway	€ 676	€ 2,078	75%
Poland	€ 0	€ 0	0%
Spain	€ 107	€ 82	-12%
Sweden	€ 396	€ 1,985	124%
Switzerland	€ 11,079	€ 11,061	0%
United Kingdom	€ 8,932	€ 12,860	20%
Europe (13)	€ 48,046	€ 58,961	11%

[Fonte: Eurosif (2014) pg 11]

### 3.1.2 Best-in-Class

La strategia Best-in-Class si basa sull'individuare imprese che, all'interno del settore di appartenenza, si distinguono per un'attenzione elevata a problematiche ambientali e sociali senza trascurare gli aspetti finanziari. Il Best-in-Class se unito al Sustainability Themed completa la strategia denominata "screening positivo". Lo screening positivo implica la selezione, all'interno di un determinato universo d'investimenti, di società che

ottengono le migliori performance in relazione ai criteri ESG senza trascurare gli aspetti finanziari.

Il grafico 2 mostra esempi concreti di screening positivo; esso indica i criteri utilizzati al fine di promuovere imprese e stati virtuosi a livello ambientale, sociale e di governance.

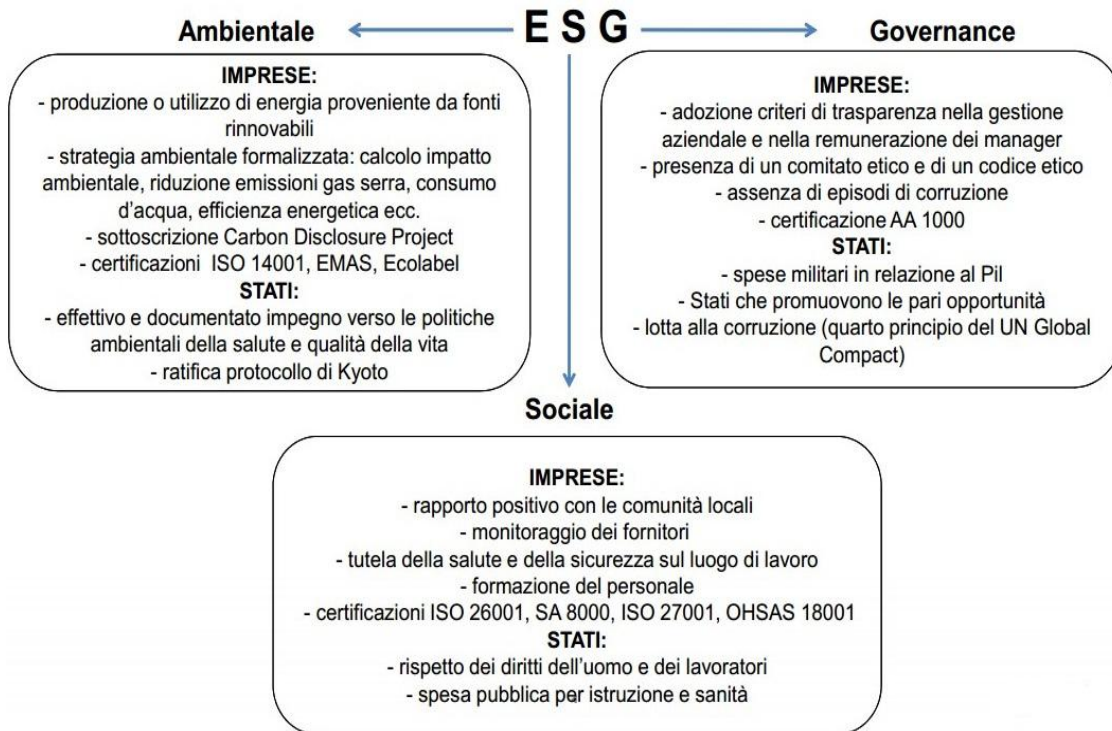


Grafico 2 - Esempi di Screening positivi. [Fonte Frascaroli (2012) pg 11]



Grafico 3 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "Best-in-Class" in Europa. [Fonte Eurosif (2012) pg 12]

La strategia Best-in-Class, in passato, veniva adottata sporadicamente e su specifici fondi o obiettivi. Oggi la situazione è cambiata e molti manager la utilizzano per un'ampia gamma di attività; infatti, come mostra il grafico 3, la situazione in Europa è totalmente diversa rispetto a dieci anni fa.

Nel periodo 2005-2013 si registra un incremento del 26% annuo mostrando una crescita continua, con una sola stagnazione tra il 2007 e il 2009 dovuta alla crisi finanziaria globale. Nel periodo 2011-2013 la crescita è pari al 12% annuo raggiungendo i 354 miliardi di euro di asset gestiti.

Come mostra la tabella 5 l'aumento maggiore si registra in Norvegia; ciò è dovuto, in parte alla diminuzione degli asset in Svezia a causa di una riorganizzazione regionale che ha comportato uno spostamento delle attività da un paese all'altro ed in parte al fatto che si partiva da zero. La crescita netta più grande si osserva nei Paesi Bassi ed in Belgio mentre la Finlandia trasferisce parte delle proprie attività dalla Best-in Class alla ESG Integration. La Francia rimane il paese più virtuoso con quasi metà degli asset europei gestiti.

Tabella 5 - Crescita della strategia "Best-in-Class" per ogni paese

Country (€ Mn)	2011	2013	CAGR
Austria	€ 3,009	€ 4,575	23%
Belgium	€ 7,834	€ 17,132	48%
Finland	€ 24,798	€ 310	-89%
France	€ 115,309	€ 173,213	23%
Germany	€ 13,115	€ 15,813	10%
Italy	€ 3,422	€ 3,917	7%
Netherlands	€ 1,120	€ 15,232	269%
Norway	€ 1,117	€ 44,484	531%
Poland	€ 13	€ 3	-52%
Spain	€ 1,558	€ 1,961	12%
Sweden	€ 86,134	€ 48,151	-25%
Switzerland	€ 23,093	€ 25,428	5%
United Kingdom	€ 2,559	€ 3,335	14%
Europe (13)	€ 283,081	€ 353,555	12%

[Fonte: Eurosif (2014) pg 12]

### 3.1.3 Norms-based screening

Lo screening su base normativa è relativamente recente e ha avuto origine nei paesi nordici. In questo caso l'esclusione o l'inclusione di determinate imprese, paesi o progetti dipende dal rispetto o meno di leggi e principi internazionali<sup>64</sup>. Lo screening normativo più comunemente usato deriva dal rispetto delle norme dettate dallo United Nations Global Compact le quali affermano che ogni investimento deve rispettare dieci principi racchiusi all'interno di quattro valori fondamentali<sup>65</sup>:

1. diritti umani:

- principio 1: rispettare la protezione dei diritti umani universalmente riconosciuti;
- principio 2: assicurarsi di non essere complici della violazione dei diritti umani;

2. lavoro:

- principio 3: sostenere la libertà di associazione e riconoscere i diritti alla contrattazione collettiva;
- principio 4: eliminare tutte le forme di lavoro forzato e obbligatorio;
- principio 5: abolire il lavoro minorile;
- principio 6: eliminare la discriminazione in ambito lavorativo;

3. ambiente:

- principio 7: adottare un approccio precauzionale nei confronti delle sfide ambientali;
- principio 8: intraprendere iniziative che promuovono una maggiore responsabilità ambientale;
- principio 9: incoraggiare lo sviluppo e la diffusione di tecnologie rispettose dell'ambiente;

4. anticorruzione:

- principio 10: contrastare la corruzione in ogni sua forma, incluse l'estorsione e le tangenti.

---

<sup>64</sup> Per un maggiore approfondimento sulle linee guida si rimanda alla lettura dei principi internazionali stabiliti da istituzioni come "OECD Guidelines for Multinational Enterprises", "ILO Tripartite Declaration of Principles", "UN Global Compact" e "UN Draft Human Rights Norms for Business".

<sup>65</sup> <https://www.unglobalcompact.org/aboutthegc/TheTenprinciples/index.html>



Queste norme sono riconosciute a livello internazionale anche se non universalmente adottate. Una volta che lo screening identifica compagnie o progetti che violano questi principi guida si possono applicare determinati provvedimenti; in primo luogo gli investitori si impegnano a trattare con queste compagnie cercando di risolvere il problema, se non si arriva a una soluzione si considera il disinvestimento.

Come mostra il grafico 4, dalla prima misurazione fino al 2013, si osserva un boom degli investimenti dovuto al desiderio di molti investitori di evitare compagnie che non rispettano gli standard internazionali. Si prevede dall'andamento del grafico una crescita continua ed un'espansione in tutti i paesi europei che tutt'oggi non la utilizzano.



Grafico 4 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "Norms-based screening" in Europa.  
[Fonte: Eurosif (2014) pg 12]

La tabella 6 mostra che la strategia è più comunemente utilizzata nei paesi nordici, i quali offrono il maggior contributo a livello aggregato, mentre la Francia è il paese con il maggior volume di asset gestiti. Come precedentemente detto, il Norms-based screening maggiormente adoperato è incentrato sui principi di UN Global Compact e di ILO Convention, tuttavia anche le linee guida di OECD sono molto popolari anche se applicate in misura minore rispetto a quelle delle altre due organizzazioni.

Tabella 6 - Crescita della strategia "Norms-based screening" per ogni paese

Country (€ Mn)	2011	2013	CAGR
Austria	€ 3,862	€ 5,467	19%
Belgium	€ 19,744	€ 20,235	1%
Finland	€ 62,336	€ 64,667	2%
France	€ 679,566	€ 1,119,040	28%
Germany	€ 11,255	€ 10,177	-5%
Italy	€ 314,248	€ 351,754	6%
Netherlands	€ 166,359	€ 746,125	112%
Norway	€ 550,834	€ 798,682	20%
Poland	€ 13	€ 773	671%
Spain	€ 1,119	€ 14,247	257%
Sweden	€ 259,346	€ 420,718	27%
Switzerland	€ 192	€ 10,454	638%
United Kingdom	€ 63,520	€ 71,456	6%
Europe (13)	€ 2,132,394	€ 3,633,794	31%

[Fonte: Eurosif (2014) pg 13]

### 3.1.4 Exclusions

I criteri di esclusione o di "*screening negativo*"<sup>66</sup> sono stati gli unici adoperati alle origini della finanza etica e tutt'ora sono quelli maggiormente utilizzati.

La caratteristica principale consiste nell'escludere dal possibile universo d'investimenti imprese o settori che operano nella produzione d'armamenti o armi di distruzione di massa, gioco d'azzardo, pornografia/pedofilia, alcol, tabacco, esperimenti per modificare il genoma di organismi viventi, imprese che praticano la vivisezione o test su animali, operano in regime di monopolio o hanno dato vita a cartelli. Vengono, inoltre, puniti comportamenti scorretti e controversi che recano danni ambientali o violano i diritti umani e dei lavoratori; viene condannata la non trasparenza sulla governance e i possibili conflitti di interesse. Inoltre vengono esclusi gli Stati che non aderiscono ai principi internazionali e non adottano pratiche nel rispetto dei valori proposti dal UN Global Compact (grafico 5).

<sup>66</sup> Originariamente Eurosif usò il termine "*simple screening*" nel caso di una o due esclusioni e "*value-based screening*" per tre o più esclusioni; queste due definizioni sono attualmente incorporate nella categoria Exclusions.



Grafico 5 - Esempi di screening negativo. [Fonte Frascaroli (2012) pg 12]

Tuttavia è necessario valutare i guadagni che una compagnia ottiene dai prodotti che dovrebbero essere esclusi. Nel caso in cui il profitto derivante dai "sin stocks" fosse superiore ad una determinata soglia (solitamente più del 5% del profitto totale) la compagnia viene segnalata in una "lista nera" in modo tale che altri soggetti non investano su essa. In caso contrario tutto questo non accade. Questa valutazione negativa può essere estesa anche ad imprese partner o joint venture.

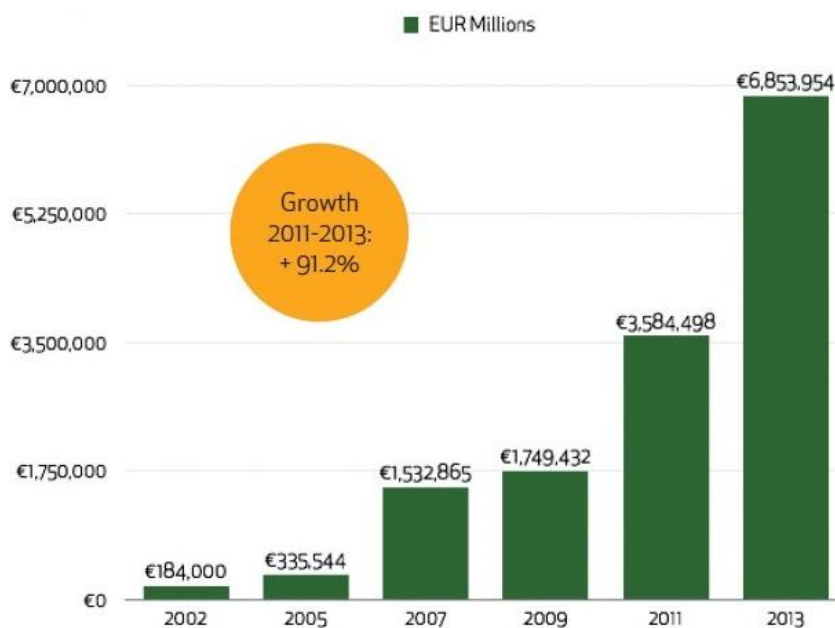


Grafico 6 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "Exclusions" in Europa. [Fonte: Eurosif (2014) pg 14]

Come mostrato dal grafico 6, nel periodo compreso tra il 2002 e il 2013, la strategia è cresciuta del 39% annuo, mentre del 38% annuo tra il 2011 e il 2013. Bisogna notare che Eurosif registra solo gli asset soggetti ad esclusione non obbligatori per legge altrimenti rientrerebbe nella categoria Norms-Based screening. Per esempio, alcuni paesi come Belgio, Francia e Olanda hanno imposto leggi che vietano investimenti in munizioni a grappolo (Cluster Munition) o mine antiuomo (Anti-Personnel Landmines), ed infatti tali dati non vengono catalogati. Inoltre le esclusioni più comuni sono proprio quelle legate alle bombe a grappolo e alle mine anti-uomo le quali coprono circa il 30% del mercato (5 miliardi di euro); mentre le altre esclusioni (inerenti al tabacco, alcol, ecc) coprono circa il 23% del mercato (4 miliardi di euro).

La tabella 7 mostra che i paesi leader sono Svizzera e Olanda; in entrambi i casi si supera il trilione di asset gestiti. L'Italia, tra il 2011 e il 2013, invece, ha registrato il tasso di crescita annuale composto più basso (5%), mentre la Francia ha segnalato la crescita più alta tra i paesi europei.

Tabella 7 - Crescita della strategia "Exclusions" per ogni paese

Country (€ Mn)	2011	2013	CAGR
Austria	€ 8,195	€ 26,983	81%
Belgium	€ 96,736	€ 226,026	53%
Finland	€ 83,637	€ 95,248	7%
France	€ 15,975	€ 472,660	444%
Germany	€ 618,248	€ 893,685	20%
Italy	€ 446,790	€ 496,561	5%
Netherlands	€ 665,108	€ 1,068,769	27%
Norway	€ 550,843	€ 797,257	20%
Poland	€ 612	€ 1,060	32%
Spain	€ 56,226	€ 92,421	28%
Sweden	€ 339,754	€ 648,348	38%
Switzerland	€ 429,194	€ 1,561,974	91%
United Kingdom	€ 273,180	€ 472,963	32%
Europe (13)	€ 3,584,498	€ 6,853,954	38%

[Fonte: Eurosif (2014) pg 14]

### 3.1.5 ESG Integration

Il processo d'integrazione dei criteri ESG è definito, secondo Eurosif, come l'esplicita integrazione dei rischi e delle opportunità ESG, da parte dei manager, alle tradizionali analisi finanziarie e decisioni d'investimento basate su processi sistematici ed appropriate fonti di ricerca. Questo particolare tipo di approccio unisce politiche ambientali, sociali e di governance con metodologie finanziarie convenzionali utilizzate per l'analisi degli investimenti. Esso pone attenzione sul potenziale impatto degli obiettivi ESG sulla finanza societaria, siano essi positivi o negativi, che a loro volta potrebbero influenzare le decisioni d'investimento<sup>67</sup>. Negli anni precedenti l'ESG Integration era stata misurata attraverso determinate metodologie, ma le ricerche e le analisi venivano fornite agli analisti in modo informale e non sistematico. Al fine di risolvere questo problema e quindi creare una definizione più accurata per poter sviluppare questa strategia, Eurosif ha diviso le attività eseguite dagli asset manager in tre categorie:

1. categoria 1 (non systematic ESG Integration): le analisi e le ricerche ESG sono messe a disposizione degli analisti e gestori dei fondi tradizionali;
2. categoria 2: considerazioni sistematiche, inclusioni di ESG ricerche, analisi del rating finanziario, valutazioni di analisti e gestori di fondi;
3. categoria 3: vincoli d'investimento obbligatori basati su rating finanziari, valutazioni derivanti da ricerche ESG.

Sono considerate coerenti con l'attuale definizione di ESG Integration solamente le categorie 2 e 3; tuttavia al fine di fornire una comparazione storica verranno registrati anche i dati relativi alla categoria 1.

Il grafico 7 mostra l'ammontare degli asset gestiti dal 2005 al 2013; la misurazione include tutte tre le categorie ma dal 2013 viene aggiunta la barra di colore scuro che misura le pratiche d'integrazione più metodiche, formalizzate e strutturate (categorie 2 e 3).

La tabella 8 mostra la crescita di questa metodologia, maggiormente usata in Francia e nel Regno Unito. L'Italia ha registrato il tasso di crescita più elevato; ciò è dovuto in

---

<sup>67</sup> Eurosif (2012) pg 10.

parte all'utilizzo di una nuova modalità di questionario che ha aiutato gli intervistati a fornire informazioni più chiare e precise.

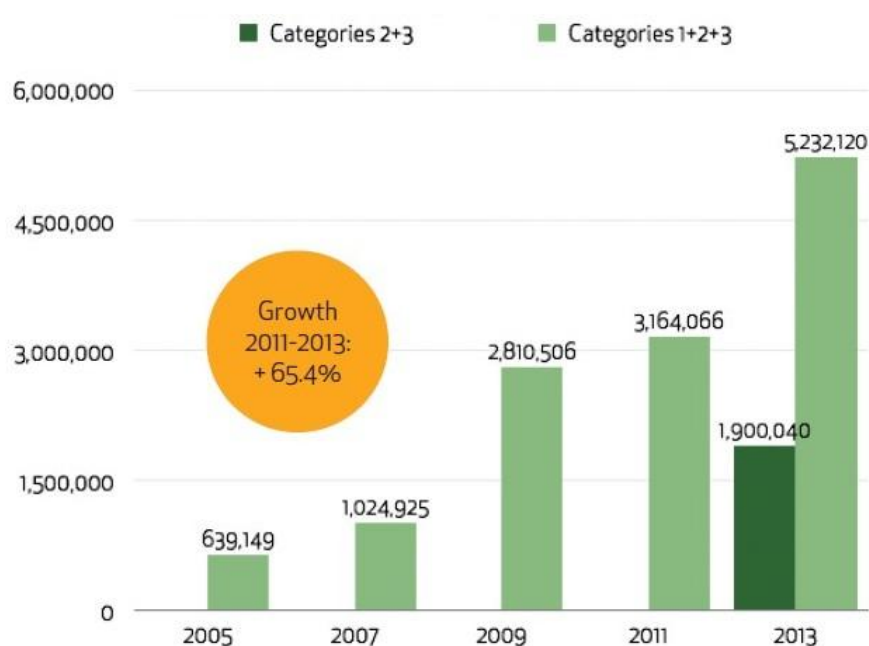


Grafico 7 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "ESG Integration" in Europa.[Fonte: Eurosif (2014) pg 18]

Tabella 8 - Crescita della strategia "ESG Integration" per ogni Paese

Country (€ Mn)	2011	2013	CAGR
Austria	€ 108	€ 986	202%
Belgium	€ 13,830	€ 89,720	155%
Finland	€ 20,715	€ 46,075	49%
France	€ 1,804,781	€ 2,265,000	12%
Germany	€ 11,424	€ 10,990	-2%
Italy	€ 446	€ 195,979	1996%
Netherlands	€ 542,156	€ 629,236	8%
Norway	€ 23,206	€ 94,209	101%
Poland	€ 0	€ 0	0%
Spain	€ 7,302	€ 7,551	2%
Sweden	€ 34,897	€ 318,664	202%
Switzerland	€ 7,509	€ 19,910	63%
United Kingdom	€ 697,692	€ 1,553,800	49%
Europe (13)	€ 3,164,066	€ 5,232,120	29%

[Fonte: Eurosif (2014) pg 18]



La tabella 9, mostra specificatamente la diffusione delle tre categorie nel 2013. La penultima colonna indica gli asset gestiti in modo formale ed integrale (categorie 2 e 3), mentre l'ultima colonna mostra il valore degli asset totali, rimuovendo ogni possibile doppio conteggio (categoria 1, 2, 3). Si può notare, ad esempio, che la Francia ha un elevato volume di asset gestito tramite operazioni informali, mentre il Regno Unito utilizza per lo più pratiche formalizzate.

Tabella 9 - ESG Integration per ogni categoria in Europa nel 2013

Country (€ Mn)	1: ESG Research Made Available	2: Systematic Consideration/ Inclusion	3: Mandatory Investment Constraints	2+3: Systematic Inclusion and/or Portfolio Constraints	1+2+3: Total 2014 - No Double Counting
Austria	€ 986	nc	nc	nc	€ 986
Belgium	€ 89,720	€ 22,006	€ 640	€ 22,006	€ 89,720
Finland	nc	nc	nc	nc	€ 46,075
France	€ 2,265,000	€ 150,000	€ 291,000	€ 440,000	€ 2,265,000
Germany	€ 10,990	€ 2,327	€ 927	€ 3,255	€ 10,990
Italy	€ 195,979	€ 31,163	€ 2,739	€ 33,879	€ 195,979
Netherlands	€ 629,236	€ 178,911	€ 20,785	€ 199,512	€ 629,236
Norway	nc	nc	nc	nc	€ 94,209
Poland	nc	nc	nc	nc	€ 0
Spain	€ 7,551	€ 7,138	€ 7,238	€ 7,338	€ 7,551
Sweden	nc	nc	nc	nc	€ 318,664
Switzerland	€ 19,910	€ 1,863	€ 7,690	€ 7,754	€ 19,910
United Kingdom	€ 1,553,800	€ 1,184,681	€ 17,746	€ 1,186,296	€ 1,553,800
Europe (13)	€ 4,773,172	€ 1,578,090	€ 348,765	€ 1,900,040	€ 5,232,120

[Fonte: Eurosif (2014) pg 18]

### 3.1.6 Engagement and Voting

L'engagement o azionariato attivo è un processo di lungo termine mediante il quale la proprietà, esercitando il diritto di voto, influenza l'impresa su aspetti ambientali, sociali e di governance.

Il grafico 8 mostra che l'ammontare degli asset gestiti in Europa sono aumentati ed analogamente alle altre strategie, anche l'azionariato attivo ha sempre fatto registrare un trend crescente tendenzialmente costante negli anni. In particolare si registra un aumento del 36% annuo tra il 2011 ed il 2013 e del 35% annuo se dal 2002.

A livello europeo (tabella 10) il Regno Unito continua ad essere il paese leader (quasi metà degli asset europei totali), seguito dall'Olanda, tradizionalmente favorevole a questa strategia.

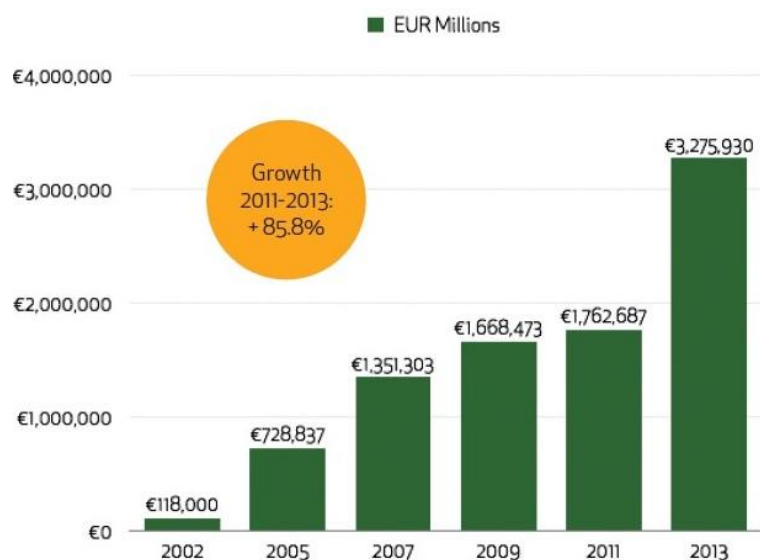


Grafico 8 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "Engagement and Voting" in Europa.  
[Fonte: Eurosif (2014) pg 19]

Tabella 10 - Crescita della strategia "Engagement and Voting" per ogni paese

Country (€ Mn)	2011	2013	CAGR
Austria	€ 1,191	€ 2,060	32%
Belgium	€ 19,586	€ 38,006	39%
Finland	€ 44,870	€ 50,565	6%
France	nm	€ 55,304	nc
Germany	€ 7,927	€ 11,736	22%
Italy	€ 18,531	€ 54,372	71%
Netherlands	€ 472,019	€ 649,198	17%
Norway	€ 55,652	€ 321,245	140%
Poland	€ 0	€ 578	nc
Spain	€ 11,094	€ 9,103	-9%
Sweden	€ 137,660	€ 349,736	59%
Switzerland	€ 4,946	€ 16,563	83%
United Kingdom	€ 989,211	€ 1,717,461	32%
Europe (13)	€ 1,762,687	€ 3,275,930	36%

[Fonte Eurosif (2014) pg 20]

### 3.1.7 Impact Investing

L'Impact Investing è un termine coniato per la prima volta nel 2007 al "Bellagio Summit" indetto dalla Rockefeller Foundation in America, mentre è stato introdotto da Eurosif con la ricerca del 2012. Sono investimenti effettuati in aziende, organizzazioni e fondi comuni d'investimento con l'intenzione di generare un impatto sociale positivo,



assieme ad un ritorno finanziario. Con il passare del tempo, l'Impact Investing ha assunto un significato sempre più importante diventando sinonimo di "*social investment*", specialmente in Europa. Con questo approccio si abbraccia un'ampia gamma di obiettivi sociali che possono essere, in linea di massima, racchiusi in due categorie:

1. microfinanza: in cui rientrano gli investimenti volti ad agevolare l'accesso agli strumenti finanziari per quei soggetti che non dispongono dei requisiti richiesti dal sistema bancario tradizionale;
2. progetti sostenibili: connessi allo sviluppo nella produzione o nell'accesso alle energie rinnovabili, cibo, acqua ed agricoltura.

Molto spesso si tende a confondere "l'Impact Investing" con il "Sustainable and Responsible Investment (SRI)". Per alcuni operatori l'Impact Investing può essere considerato una fase successiva del Sustainable and Responsible Investment (SRI 2.0), per altri è un'attività totalmente nuova. In realtà è, semplicemente, un nuovo canale per finanziare organizzazioni sociali o imprenditori alla ricerca di specifiche sfide sociali, ma non va confuso con la filantropia. Mentre la filantropia è un semplice sussidio senza alcuna considerazione tecnica, l'Impact Investing gioca un ruolo importante, soprattutto in fase di avvio e di sviluppo dell'impresa, cercando di generare sia un ritorno finanziario che un impatto sociale positivo. Una peculiarità di questa strategia rispetto alle altre, trattate nei paragrafi precedenti, consiste nell'interesse degli investitori di generare benefici misurabili, ciò è spiegato dal fatto che molto spesso le imprese finanziate cercano di creare un impatto positivo per una specifica comunità locale, geograficamente vicina all'azienda, e questa vicinanza rende le misurazioni delle politiche sociali molto più semplici che per un investimento in una società quotata con presenza globale.

Lo sviluppo dell' l'Impact Investing è fortemente influenzato dalla storia e dalla tradizioni locali e da struttura finanziaria del territorio. Come dimostra il grafico 9 Eurosif ha iniziato a raccogliere i dati nel 2011 notando un aumento del 52.3% annuo raggiungendo circa 20 miliardi di euro nel 2013<sup>68</sup>.

---

<sup>68</sup> I dati raccolti rappresentano gli investimenti effettuati da investitori professionali privati mentre vengono esclusi i finanziamenti pubblici e finanziamenti a scopo benefico.

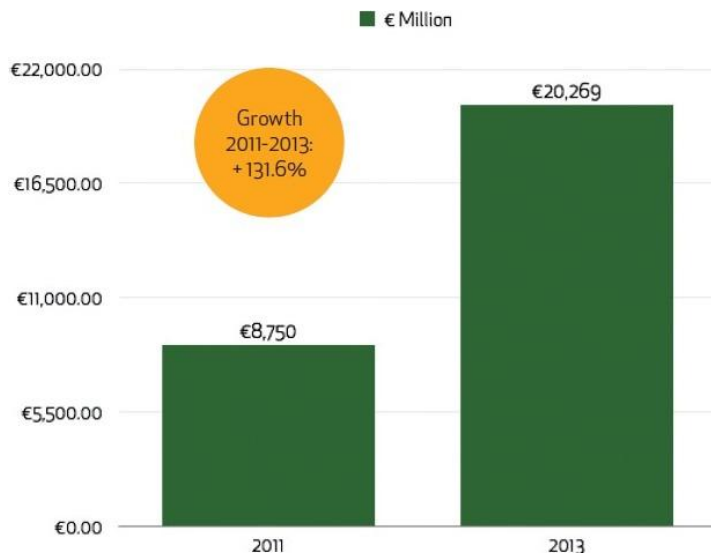


Grafico 9 - Ammontare degli asset gestiti tramite la strategia "Impact Investing" in Europa. [Fonte: Eurosif (2014) pg 24]

Come mostra la tabella 11, i paesi leader sono Regno Unito, Francia, Italia e Svezia, anche se i dati raccolti sono da prendere con estrema cautela, in quanto:

- i dati del Regno Unito sono sottostimati perché non si tiene conto del denaro pubblico e dei finanziamenti a scopo benefico che caratterizzano il mercato inglese;
- i paesi nordici sono sottorappresentati perché nessun dato era disponibile per Finlandia, Danimarca e Norvegia. Tuttavia c'è una prova di denaro investito nella microfinanza ed in mercati simili. Per esempio Storebrand (Norvegia) o KLP (Norvegia) hanno investito risorse ma non sono state calcolate nella ricerca;
- allo stesso modo Belgio e Lussemburgo non fanno parte del campione; tuttavia questi mercati hanno dato un contributo importante e sono stati un vettore di crescita grazie alle loro banche locali private. Lussemburgo è un paese chiave per la microfinanza, ma alcune di queste attività vengono registrate in altri paesi.

Tabella 11 - Crescita della strategia "Impact Investing" per ogni paese

Country (€ Mn)	2013
Austria	€ 217
France	€ 1,020
Germany	€ 1,366
Italy	€ 2,003
Netherlands	€ 8,821
Spain	€ 87
Sweden	€ 1,058
Switzerland	€ 4,231
United Kingdom	€ 1,400
Other EU	€ 65
Europe	€ 20,269

[Fonte: Eurosif (2014) pg 25]

### 3.1.8 Situazione generale in Europa

La strategie delineate rappresentano la forza di questo tipo di industria unitariamente alla creatività degli operatori nell'inventare nuovi prodotti o nuovi tipi di approcci. La veloce e naturale evoluzione del settore, combinata con un alto grado d'innovazione e la frammentazione delle aspettative sull'analisi finanziaria, rappresentano la reale sfida per il futuro successo del mercato SRI, in particolare quando si tratta di normalizzazione e comparabilità.

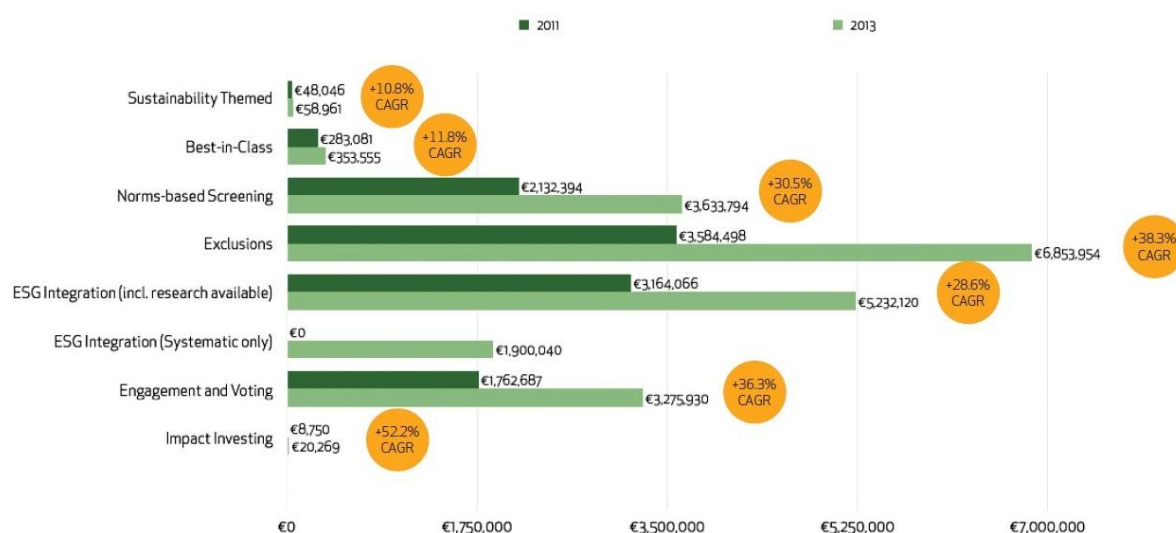


Grafico 10 - Panoramica generale delle strategie SRI in Europa. [Fonte: Eurosif (2014) pg 10]

Come mostrato dal grafico 10, in base a Eurosif, tutte e sette le strategie stanno crescendo in modo relativamente uniforme a livello aggregato. Tuttavia, vi è una notevole differenza in crescita a livello nazionale ed alcune strategie rimangono concentrate intorno a pochi mercati.

### 3.2 PRI Association

Un'altra organizzazione europea che definisce proprie strategie e linee guida da adottare per investire secondo criteri ambientali, sociali e di governance è "*PRI Association*"<sup>69</sup>.

PRI (Principles for Responsible Investment) Association è una rete internazionale d'investitori che lavorano assieme per mettere in pratica le sei strategie d'investimento responsabile promosse dalle Nazioni Unite. L'obiettivo è quello di far comprendere l'importanza della sostenibilità in modo tale da poter integrare questi principi nelle decisioni d'investimento. Le strategie adottate sono sei<sup>70</sup>:

1. ESG Exclusions: consiste nell'escludere tutte quelle società che operano in settori palesemente inadatti all'investimento responsabile o che non soddisfano determinati requisiti;
2. ESG Positive screening e Best-in-Class: consiste nell'investire nelle società migliori del proprio settore o nell'imporre alle imprese standard minimi;
3. ESG Themed Investments: l'approccio d'investimento si basa sulla scelta di focalizzarsi su un determinato tema sociale o ambientale. Grazie a questo approccio s'investe in società coinvolte in attività particolari o particolarmente esposte a specifiche questioni ambientali o sociali;
4. ESG Integration: in fase di valutazione d'investimento oltre all'analisi finanziaria si prendono in considerazione anche variabili ambientali, sociali e di governance;
5. Engagements: sono tutte quelle attività volte ad indirizzare le politiche degli operatori verso fini etici e sociali. Esistono tre tipologie diverse di Engagement:
  - Engagement per il monitoraggio: riferito ai dialoghi ed alle discussioni tra gli operatori e la società con lo scopo di raccogliere informazioni e monitorare le performance sociali dell'impresa;

---

<sup>69</sup> <http://www.unpri.org>

<sup>70</sup> Rossi - Turrina (2013) pg 16-17.

- Engagement per influenza: si cerca, tramite il dialogo con la società d'influenzare i comportamenti societari sulle questioni ambientali e sociali;
  - Engagement verso i responsabili politici: consiste nel chiedere ai politici ed ai governi leggi e regolamenti riguardanti le questioni tipiche della sostenibilità;
6. Passive ESG tilted indices: si tratta di fondi d'investimento che replicano un indice azionario<sup>71</sup> la cui composizione è calcolata considerando indicatori di performance ESG.

La tabella 12 mostra la comparazione fra le strategie finora trattate, mostrando una tendenziale coincidenza fra quelle utilizzate da Eurosif e quelle proposte da PRI Association. Nonostante l'utilizzo delle stesse strategie, a volte, risulta difficile renderle confrontabili in termini analitici, infatti ognuna di esse attua delle metodologie che possono essere leggermente diverse. A titolo d'esempio, se si prende in considerazione la strategia Exclusions è possibile che alcuni fondi possono escludere una società per il settore in cui opera; mentre altri possono accettare tale società, in quanto prendono in esame la tipologia di business.

*Tabella 12 - Comparazione delle strategie ESG*

<b>EUROSIF</b>	<b>PRI Association</b>
Norms-based screening	ESG Exclusions
Best-in-Class	ESG Positive screening and Best-in-Class
Sustainability Themed	ESG-Themed Investment
Exclusions	ESG Exclusions
ESG Integration	ESG Integration
Engagement and Voting	Engagements (three types)
Impact Investing	-
-	Passive ESG tilted indices

*[Fonte Eurosif (2012) pg 11]*

<sup>71</sup> Per maggiori approfondimenti si rimanda al capitolo 4.4.

### 3.3 Approcci all'investimento responsabile

Le strategie finora descritte possono essere raggruppate in due macro approcci: "Core SRI" e "Broad SRI"<sup>72</sup>.

L'approccio Core comprende:

- Exclusions (vengono applicati più di due criteri negativi);
- Best-in-Class e Sustainability Themed;
- una combinazione fra le distinte strategie.

L'approccio Broad comprende:

- Simple Exclusion (vengono applicati massimo due criteri di esclusione), screening basato sulla normativa (fino a 2 criteri normativi);
- Engagement;
- ESG Integration.

Vale la pena notare che le varie strategie SRI raramente vengono eseguite da sole; ad esempio, lo screening negativo viene utilizzato, talvolta, unitamente all'azionariato attivo e lo screening positivo unitamente allo screening semplice.

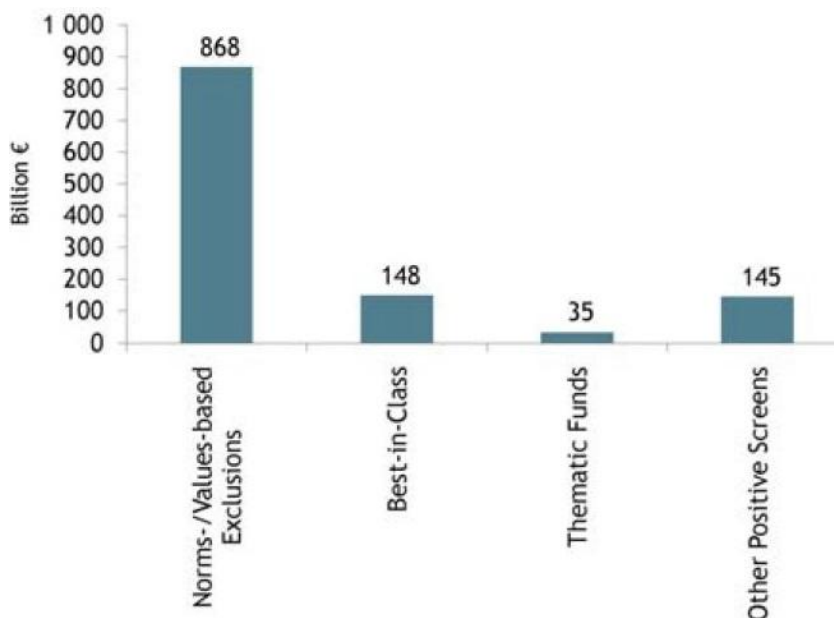


Grafico 11 - Diffusione del "Core SRI" in Europa. [Fonte: Eurosif (2010) pg 13]

<sup>72</sup> Eurosif (2008) pg 7.

Il grafico 11 mostra gli investimenti nel settore Core effettuati in Europa nel 2009. Gli investimenti totali sono 1200 miliardi di euro con una crescita del 20.7% (CAGR del 9.8%) tra il 2007 ed il 2009. Ciò è dovuta principalmente ad un aumento delle strategie "Value-based screening" molto popolari in Norvegia e Svezia nonché alle strategie "Norms-based screening" utilizzate maggiormente nei paesi nordici (Danimarca, Finlandia, Norvegia e Svezia) e in Olanda.

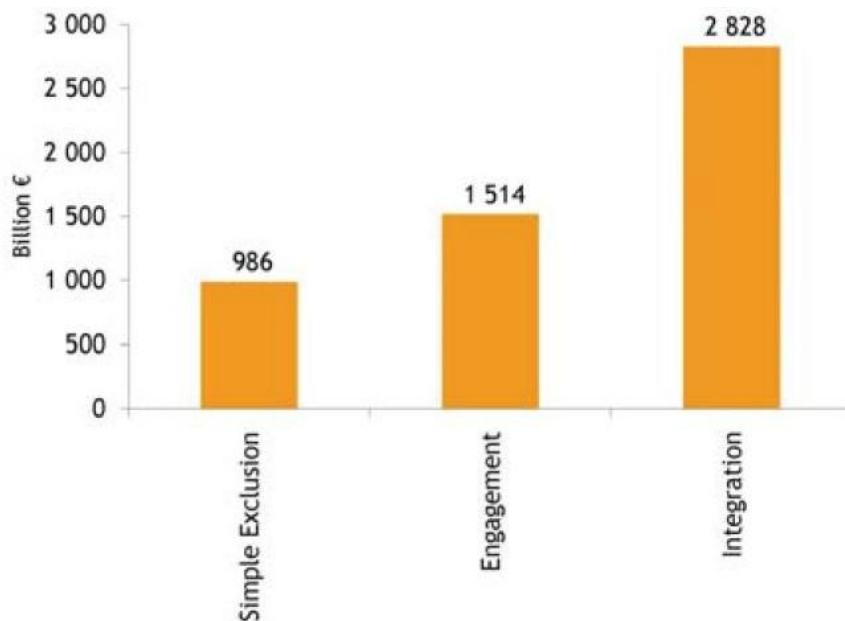


Grafico 12 - Diffusione del "Broad SRI" in Europa. [Fonte: Eurosif (2010) pg 13]

Il grafico 12, invece, mostra gli investimenti nel settore Broad in Europa nel 2009 pari a 5330 miliardi di euro, registrando una crescita del 119% (CAGR DEL 48%) dal 2007 al 2009. Tale crescita è dovuta principalmente a tre fattori:

- Integration (191% - CAGR 71%);
- Simple exclusion (23% - CAGR 11%);
- Engagment (71% - CAGR 8%).

L'approccio Broad riguarda soprattutto i grossi investitori istituzionali (fondi pensione, università ed imprese assicuratrici) e rappresenta il segmento principale del mercato degli investimenti responsabili in quanto utilizzato su grandi volumi di asset<sup>73</sup>.

Francia, Italia e Regno unito hanno un settore Broad estremamente sviluppato mentre Austria, Germania e Svizzera hanno la più grande quota del settore Core (grafico 13).

<sup>73</sup> Eurosif (2008) pg 11-12.

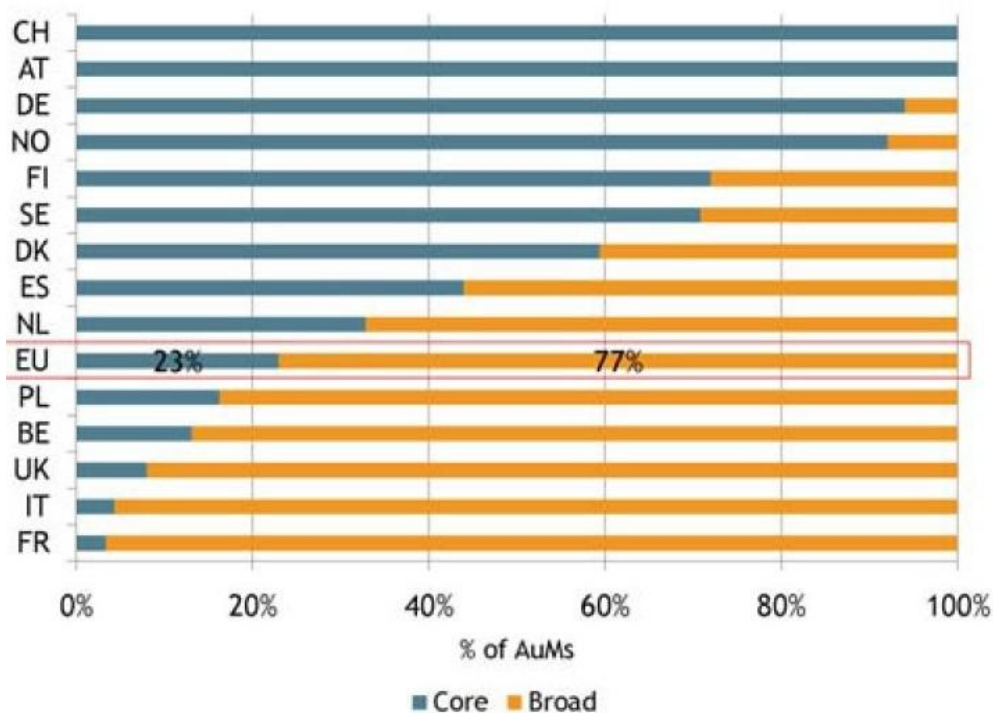


Grafico 13 - Distribuzione delle quote di mercato degli asset gestiti tra il "Core SRI" ed il "Broad SRI".  
 [Fonte Eurosif (2010) pg 12]

## Conclusioni

Le problematiche ambientali, sociali e di governance hanno assunto negli ultimi anni una notevole importanza. Ciò è dovuto, in parte al lavoro svolto da Eurosif, PRI Association e da altre organizzazioni che in questo testo non sono state trattate (ad esempio EFAMA)<sup>74</sup>; ed in parte agli ottimi profitti che si ottengono investendo in modo responsabile oltre al desiderio soggettivo degli operatori di vedere soddisfatti i propri valori.

Tutte le strategie SRI hanno registrato tassi di crescita a doppia cifra tra il 2011 e il 2013, con un progresso più marcato rispetto a quello del mercato europeo degli investimenti tradizionali. L'aumento va dal +22.6% degli investimenti tematici al +132% dell'Impact Investing grazie all'ingresso di nuovi investitori istituzionali facilitati dall'abbattimento di alcune barriere all'entrata, quali la percezione del rischio e la mancanza di opportunità d'investimento. L'approccio dominante rimane quello tradizionale preferendo strategie di esclusione o quelle su base normativa. Queste ultime hanno registrato una crescita del 91% tra il 2011 e il 2013 e coprono circa il 41% delle

<sup>74</sup> <http://www.efama.org/SitePages/Home.aspx>



masse gestite in Europa (6.9 miliardi di euro). Le esclusioni più comuni sono legate alle bombe a grappolo e alle mine anti-uomo le quali coprono circa il 30% del mercato (5 miliardi di euro); mentre le altre esclusioni (inerenti al tabacco, alcol, ecc) coprono circa il 23% del mercato (4 miliardi di euro). Anche le strategie di Engagement ed azionariato attivo hanno fatto progressi significativi; infatti gli attivi gestiti sono cresciuti dell'86% toccando 3.3 miliardi di euro, rispetto agli 1.8 nel 2011. Metà di questa crescita è imputabile al Regno Unito, seguito da Olanda, Norvegia e Svezia; in generale tutti i mercati hanno evidenziato una crescita consistente. Belgio (+94%), Italia (+193%) e Germania (+48%) hanno registrato i tassi di crescita più elevati.

Nonostante questo imponente sviluppo, la finanza responsabile ha ancora un grosso potenziale di crescita, grazie all'ingresso di nuovi investitori istituzionali, favoriti da una legislazione propensa alla diffusione di pratiche e comportamenti volti alla trasparenza ed alla comparabilità. A conferma di ciò, nel 2004, venne istituita la "SRI Transparency Guidelines", aggiornata poi nel 2008 in "SRI Trasparenzy Code"<sup>75</sup>.

---

<sup>75</sup>Per un maggiore approfondimento si rimanda al sito:  
<http://www.eurosif.org/semantics/uploads/2014/06/2014-WHEB-AM-Transparency-Code-Submission-Final.pdf>



## CAPITOLO 4

# VALUTAZIONE DEL GRADO D'ETICITÀ DEI FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO ETICI

### **Introduzione**

A supporto delle strategie delineate nel capitolo precedente è utile segnalare la proliferazione di organizzazioni indipendenti che si occupano di assegnare alle imprese o a un determinato business "rating" etici. Il capitolo avrà, quindi, l'obiettivo di spiegare l'importanza derivante dall'utilizzo di indici e rating etici, ovvero gli strumenti per la valutazione delle performance delle imprese e dei fondi d'investimento etici. È fondamentale, per gli operatori di mercato, avere a disposizione uno strumento di misura e di valutazione delle performance sociali, ambientali e di governance per poter prendere le proprie decisioni nella completa consapevolezza. Dopo una breve introduzione sulla nascita e sullo sviluppo dei rating etici, verranno analizzate, più specificatamente, due delle principali società che operano in Europa: Standard Ethics e Vigeo. In entrambi i casi si studieranno le loro principali caratteristiche ed il loro modus operandi in quanto uniche sul mercato di riferimento. Successivamente si porrà l'attenzione sul processo che dà origine al rating etico, nello specifico caso dei fondi etici, con un focus sul caso italiano. Infine ci si soffermerà sugli indici etici, analizzando non solo la nascita e lo sviluppo ma anche i criteri da rispettare per la creazione degli indici stessi.

### **4.1 Il rating etico**

Negli ultimi anni si è sentita l'esigenza, da parte degli operatori e degli investitori, di avere a disposizione uno strumento di misura e di valutazione delle performance sociali, ambientali e di governance dei fondi, delle imprese o di un determinato business, adattabile al maggior numero di problemi ed in grado di confrontare tra loro questioni diverse, ad un costo accettabile. A tal fine, uno degli strumenti fondamentali è l'attribuzione di un "rating etico", ovvero l'assegnazione, ad opera di un soggetto esterno, indipendente e neutrale, che si colloca in una posizione intermedia tra

l'investitore e l'impresa, di un giudizio sintetico sulla qualità etica delle politiche aziendali basato su dati e considerazioni oggettive<sup>76</sup>. Tale giudizio deve essere idoneo a rappresentare la capacità dei fondi o delle imprese ad avere buoni rapporti con i dipendenti, le organizzazioni sindacali, di essere responsabile nei confronti dell'ambiente, di adottare una struttura di corporate governance moderna e di rispettare la concorrenza e i diritti umani<sup>77</sup>. Inoltre, questa tipologia di rating deve essere considerata strumentale ed integrativa rispetto ad una valutazione tradizionale e non può costituire per l'investitore l'unico parametro di riferimento. Per avere una visione completa della realtà dell'impresa è, quindi, necessario integrare rating etici con rating tradizionali<sup>78</sup>. Il punteggio di rating è in grado di sintetizzare una grande quantità di informazioni e, tramite esso, le imprese possono essere ordinate e suddivise in classi, in analogia a quanto avviene per i sistemi di rating tradizionale<sup>79</sup>. Grazie a ciò, è possibile selezionare le imprese con caratteristiche etiche idonee per il fondo stesso. Tuttavia, spesso, è molto complicato accedere ad informazioni adeguate per la formulazione del rating, in quanto è forte l'esigenza di segretezza interna alle aziende ed è oggettivamente difficile ottenere misure chiare e significative sotto l'aspetto ambientale e sociale<sup>80</sup>.

#### **4.2 Le principali società di rating in Europa**

Come precedentemente accennato è cresciuta esponenzialmente l'esigenza di poter disporre di rating etici; a tal fine sono sempre più numerosi gli operatori che richiedono il coinvolgimento di attori indipendenti atti a giudicare l'effettivo comportamento sostenibile delle società in maniera imparziale, segnalando agli investitori gli operatori più virtuosi e "meritevoli" di essere finanziati. Per far fronte a ciò, sono nate numerose società di rating; solo in Europa si possono annoverare Axia, E-Capital, ECPI, EIRIS, Oekom Research, KLD, SAM, Vigeo e Standard Ethics. A differenza del rating tradizionale caratterizzato dall'oligopolio dei tre grandi operatori (Moody's, Standard and Poor's e Fitch Ratings), i quali adottano metodologie standard e riconosciute a livello mondiale, nel rating etico non c'è una predominanza di un'agenzia sulle altre e le varie metodologie adottate dalle società possono portare a situazioni di estrema

---

<sup>76</sup> Minnetti (2004) pg 159.

<sup>77</sup> Tomasi - Russo (2012) pg 11.

<sup>78</sup> Minnetti (2004) pg 159.

<sup>79</sup> Funari (2011) pg 4.

<sup>80</sup> Tomasi - Russo (2012) pg 11.

divergenza nei giudizi. A conferma di ciò, si può osservare la tabella 13 che mostra i rating etici attribuiti al settore bancario italiano tra la fine del 2005 ed il 2006.

Tabella 13 - Confronto tra i rating attribuiti da tre agenzie differenti<sup>81</sup>

	Rating di Axia (dicembre 2005)	Rating di SAM (marzo 2006)	Rating di AEI Standard Ethics (maggio 2006)
Monte dei Paschi di Siena	A+++	*****	EE-
San Paolo IMI	B+++	*****	EE-
Unicredit	B+++	*****	EE
BNL	B++	****	SOSPESO
Banca Fideuram	A++	***	E
Banca Intesa	B+	***	E
Capitalia	B++	*	SOSPESO

[Fonte Tomasi - Russo (2012) pg 13]

Questa divergenza è dovuta al fatto che ogni società di rating adatta il proprio giudizio, assegnando pesi diversi alle variabili analizzate, in base al volere dei grandi operatori, come i grossi fondi istituzionali o gli indici etici; al contrario, i piccoli investitori privati si trovano spesso costretti a dover assumere come proprio il concetto di etica così come definito dalla società di rating che consultano<sup>82</sup>.

#### 4.2.1 Vigeo

Nel settore degli investimenti socialmente responsabili, fra le agenzie che emettono rating sociale, ambientale e di governance si colloca Vigeo, un'organizzazione europea con posizione di leadership, che offre analisi e valutazioni extrafinanziarie d'impresa. Fondata in Francia nel 2002, negli anni è cresciuta per vie esterne integrando "Stock at Stake" in Belgio e "Avanzi SRI Research" in Italia. La crescita esterna è accompagnata anche da una crescita interna in formazione, ricerca, personale ed information technology ed adottando un sistema di valori e di procedure rigorose che hanno caratterizzato lo svolgimento della sua attività. In Europa sono più di cento i clienti di Vigeo fra asset manager, fondi pensione e fondazioni (Allianz Global Investor, HSBC

<sup>81</sup> Scala Axia: A+++/B; Scala SAM: \*\*\*\*\*/\*; Scala AEI: EEE/E- (SOSPESO se l'azienda si discosta eccessivamente dai principi etici dell'agenzia).

<sup>82</sup> Tomasi - Russo (2012) pg 14.

AM, gruppo Monte dei Paschi di Siena, Fondo pensione Unicredito, Fondo Pensione ERAFP)<sup>83</sup>.

I servizi offerti da Vigeo si dividono in due linee di business: "Vigeo Rating" per gli investitori e "Vigeo Enterprise" per le aziende.

Vigeo Enterprise consiste in tutta una serie di azioni di monitoraggio e consulenza volte a fornire aiuti all'impresa. Il supporto di Vigeo comprende tre aree<sup>84</sup>:

1. audit e benchmark: identifica i fattori di rischio, valuta l'approccio globale dell'impresa nei confronti degli aspetti legati al ESG, colloca le performance in uno specifico contesto di riferimento. Di fondamentale importanza per Vigeo è l'analisi dei rischi aziendali, infatti vengono considerati tutti i rischi connessi agli aspetti sociali ai quali è esposta l'impresa e sono valutati a seconda di come vengono gestiti e monitorati dal management. Al riguardo sono state individuate quattro categorie di rischi rilevanti, ognuna associata ad un grado di probabilità e ad un livello di gravità: rischio legato alla reputazione dell'impresa, al capitale umano, operativo e legale;
2. implementazione operativa (consolida l'approccio ESG intrapreso dall'impresa): sviluppo di un piano operativo, formazione del personale, miglioramento degli strumenti di management, integrazione degli aspetti ESG nelle funzioni dell'organizzazione;
3. integrazione degli aspetti ESG nelle strategie aziendali (creazione di valore sostenibile): previene rischi durante possibili operazioni di fusione e acquisizione, valuta la "dimensione ESG" durante le offerte nelle gare d'appalto, ne integra i criteri nel sistema di compensazione esecutiva.

Vigeo Rating è gestito da esperti europei nella valutazione di performance responsabili. I rating elaborati vengono venduti generalmente ai gestori dei fondi, però è possibile personalizzare i servizi offerti in base alle esigenze specifiche dei clienti. Vigeo ha sviluppato una metodologia proprietaria che nel 2002 ottenne la certificazione di conformità allo standard europeo CSRR-QS 2.1, grazie all'affidabilità ed alla qualità dei

---

<sup>83</sup> <http://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-etica/case-history/casehistory/vigeo-agenzie-rating-sociale-ambientale102.htm>

<sup>84</sup> <http://www.vigeo.com/csr-rating-agency/en/3-1-2-entreprises-2>

sistemi di valutazione. Le caratteristiche principali possono essere riassunte nei seguenti punti:

- la valutazione è basata sull'analisi di norme e standard internazionali, tradotte in criteri di valutazione ed incorporate in sei aree d'indagine per ogni emittente: diritti umani, risorse umane, ambiente, relazioni con i clienti e fornitori, relazioni con la collettività e corporate governance;
- si applica un modello di rating sui settori. Per ognuno dei trentacinque settori in osservazione, Vigeo seleziona e valuta come rilevanti sia il livello di esposizione degli stakeholder, sia il livello di rischio ed opportunità per le compagnie;
- le analisi sono strutturate, specifiche e rigorose. Per ogni driver di sostenibilità, Vigeo esamina in dettaglio la strategia ed il management della compagnia, analizza la gestione delle politiche messe in atto, l'efficacia della loro attuazione, valuta l'ampiezza e la profondità delle misure applicate ed infine i risultati raggiunti dall'analisi quantitativa degli indicatori di performance oltre agli allegati ed alle controverse da parte degli stakeholder;
- il giudizio finale (score sociale) dell'intero processo di analisi extra-finanziaria non si limita alla mera sintesi della qualità delle relazioni dell'impresa con i propri portatori d'interesse ma indica anche il grado di vulnerabilità. Le aziende migliori sono quelle che, oltre a tutelare i propri stakeholder, sono in grado di governare le diverse classi di rischio a cui sono esposte. Lo score finale, come mostra la tabella 14, può variare da 0 a 100: 0 punti indicano uno scarsissimo impegno da parte dell'impresa nella gestione dei rischi; 30 punti un moderato interesse; 65 punti un impegno consolidato ed infine 100 punti indicano un impegno avanzato ed integrato.

Tabella 14 - Classifica degli scoring delle imprese

<b>Points</b>	<b>Level of company's ESG engagement and management of associated risks</b>
0	Little evidence of commitment - Poor to very poor guarantee of risk management
30	Commitment initiated - Poor to moderate guarantee of risk management
65	Consolidated commitment - Reasonable guarantee of risk management
100	Advanced commitment - Social responsibility objectives promoted

[Fonte: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-etica/case-history/casehistory/vigeo-agenzie-rating-sociale-ambientale102.htm>]

#### 4.2.2 Standard Ethics

Standard Ethics (prima Standard Ethics AEI) è un'agenzia di rating di sostenibilità, con sede legale a Londra, che opera dal 2001 nel mondo della finanza etica e sostenibile. Dal 2013, diventa un'agenzia che lavora nell'ambito della sostenibilità, emettendo rating standardizzati ed esplicitamente richiesti dal destinatario (solicited), senza effettuare consulenza alle imprese sotto rating o prossime ad ottenerlo e senza costruire (attraverso questionari) banche dati da utilizzare a scopo di business. Il rating di Standard Ethics è unico in quanto<sup>85</sup>:

- solicited: il rating sarà emesso solo su richiesta diretta del ricevente attraverso un rapporto bilaterale, pubblico ed ufficialmente regolato con il richiedente stesso;
- standard: l'algoritmo è uniformato a tutte le indicazioni ed alle linee guida dell'Unione Europea, dell'OCSE e delle Nazioni Unite in materia di governance, sostenibilità e CSR;
- indipendente: l'emissione di rating sarà incompatibile con la fornitura di altri servizi, con l'esistenza di legami azionari, interessi economici di altro tipo e con il richiedente il rating.

L'agenzia è nota per aver introdotto un "*approccio istituzionale*" alla responsabilità sociale d'impresa ed ai rating sulla sostenibilità. Troppo spesso gli investitori etici devono investire i capitali seguendo indicazioni fornite da indici o da società di rating la cui valutazione è basata su principi fortemente soggettivi molto spesso favorevoli ai grossi investitori istituzionali. Per far fronte a ciò, Standard Ethics impone che il giudizio etico su un'impresa non debba essere definito con le parti interessate ma si concretizza, in via prioritaria ed uniforme, con l'esecuzione di linee guida ed indicazioni provenienti da enti sovraordinati che, per la loro autorità, sono ritenuti gli unici a poter indicare questi concetti; in particolare si fa riferimento alle indicazioni provenienti dall'UE, dalla OCSE e dalle Nazioni Unite (e dalle sue agenzie). I giudizi, qualsiasi essi siano, non devono essere "contaminati" da propri pregiudizi morali o ideologici ma bensì devono essere costruiti sulla base di principi e criteri standard e riconoscibili da chiunque provenienti da una fonte terza, che sia un autorevole vettore di valori universali<sup>86</sup>.

---

<sup>85</sup> Gherardini, J.S. (2014) in <http://www.standardethicsindices.eu/it/standard-ethics-rating.html>

<sup>86</sup> Tomasi - Russo (2012) pg 14 e ss.



In quest'ottica i rating misurano le distanze tra le indicazioni istituzionali e le politiche sostenibili e di governance messe in atto dall'impresa esaminata. Standard Ethics utilizza una scala di rating suddivisa su otto livelli: EEE; EEE-; EE+; EE; EE-; E+; E; E-; dove "EEE" rappresenta il modello ottimale, "EE" la media, "E" sotto la media; infine, il rating può essere "sospeso" per quelle nazioni o società quotate che si discostano in modo eccessivo dai parametri, oppure non forniscono sufficienti informazioni. Come afferma il direttore Jacopo Schettini Gherardini: *"se una azienda non rispetta i nostri requisiti, avrà un rating molto basso all'interno dei livelli del nostro ranking, come può essere la singola "E". Prevediamo, invece, la sospensione del rating: la utilizziamo in situazioni di poca trasparenza, quando c'era scarsa accessibilità ai dati, o quando c'è in corso un procedimento. Sospendiamo per il periodo necessario a raccogliere le informazioni per riformulare il rating. Per esempio, abbiamo sospeso per un periodo molto lungo il rating di Finmeccanica per alcuni elementi che ritenevamo critici in relazione alla loro attività, ma non per il tipo di attività in sé"* (Gherardini, 2012). In alcuni casi, questi rating furono anche predittivi di eventi che si concretizzarono in futuro; nel 2002 venne sospeso il titolo Parmalat prima del crack; nel 2004 Standard Ethics intravide problemi di governo d'impresa della gestione Juventus portando il rating della società calcistica ai minimi in prossimità del noto scandalo. Inoltre tutte le imprese catalogate come "etiche" hanno mostrato un tasso di crescita superiore al prezzo delle azioni, rispetto alle imprese "non etiche" e rispetto al MIB (FTSE-MIB), vantando inoltre un ROE<sup>87</sup> maggiore<sup>88</sup>.

È prassi comune che le agenzie di rating, siano esse tradizionali o di sostenibilità, forniscano, anche, attività di consulenza alle aziende che saranno oggetto di valutazione. A causa di ciò, potrebbe sorgere il problema di non garantire l'indipendenza tra la stessa attività di consulenza e l'attività di rating. È possibile che l'impresa metta in atto le politiche consigliate per ricevere una valutazione migliore. Standard Ethics, quindi, non fornisce consulenza alle aziende osservate nei tre anni successivi all'emissione e non emette rating ad imprese a cui ha fornito consulenze nei tre anni precedenti.

---

<sup>87</sup> ROE acronimo di Return on Equity.

<sup>88</sup> <http://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-etica/case-history/casehistory/standard-ethics.htm>

Dopo aver delineato le caratteristiche principali dell'agenzia, è necessario soffermarsi sul processo per l'assegnazione del rating. Tale processo si compone di tre fasi<sup>89</sup>:

1. istruttoria: dalla durata di due settimane, si compone di due momenti ben distinti. Inizialmente si raccolgono tutte le informazioni reperibili tramite fonti pubbliche; tuttavia può sorgere il problema di una possibile mancanza di dati, frutto di una scarsa organizzazione. Diventa, quindi, necessario, da parte dell'agenzia interagire con l'impresa tramite contatto personale con il management aziendale (non vengono utilizzati questionari);
2. pre-valutazione: l'agenzia interagisce con l'impresa, grazie alla quale si può verificare la corrispondenza delle politiche aziendali con gli standard internazionali ed eventualmente mettere in atto delle politiche correttive;
3. emissione: dalla durata di circa una settimana durante la quale si conduce la valutazione e vera e propria, si assegna e si pubblica il rating. Tuttavia ci sono delle eccezioni; nel caso delle aziende appartenenti al MIB 40 il rating è non sollecitato (ovvero pubblico) in virtù dell'adesione al Global Compact delle Nazioni Unite, mentre nel caso delle aziende del segmento Star<sup>90</sup> la situazione è diversa in quanto l'azienda stessa è la richiedente e quindi spetta a lei darne o meno pubblicità.

### **4.3 Il processo di valutazione dei fondi**

Oltre alla valutazione del rating etico delle imprese, per molti operatori è fondamentale conoscere anche i rating dei fondi etici che compongono il panorama italiano ed europeo. Le metodologie ed i modelli utilizzati per conoscere il grado di eticità di un fondo si sono evoluti nel tempo. Inizialmente venivano utilizzati modelli semplicistici, i quali si limitavano ad assegnare una determinata classe di eticità in base ai filtri di selezione applicati dal gestore ed in base alla presenza o meno di un advisor esterno nel processo di selezione degli investimenti.

La valutazione veniva sintetizzata in uno punteggio puramente convenzionale, da 1 a 5 punti:

- 1 punto si assegnava ai fondi che adottavano solamente criteri di esclusione;

---

<sup>89</sup> Tomasi - Russo (2012) pg 15 e ss.

<sup>90</sup> Il segmento STAR del Mercato MTA di Borsa Italiana è dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro.

- 2 punti prevedevano, oltre ai criteri di esclusione, anche criteri d'inclusione relativi all'adozione di politiche a sostegno dell'ambiente;
- 3 punti venivano assegnati per coloro che selezionavano imprese sulla base di criteri d'inclusione che consideravano il rispetto sia di politiche ambientali sia di politiche interne;
- 4 punti per coloro che adottavano criteri di selezione che prendevano in considerazione tutti i citati ambiti della responsabilità sociale;
- 5 punti a quei fondi che oltre a rispettare tutti i punti fin'ora citati, utilizzano anche un advisor esterno.

Non era ritenuto opportuno attribuire pesi differenti ai filtri adottati poiché questo avrebbe comportato l'introduzione di un giudizio soggettivo circa l'importanza relativa dei diversi criteri di selezione. Inoltre lo schema di scoring sopra elaborato è basato solo sulle informazioni desumibili dai prospetti informativi<sup>91</sup>.

Successivamente le metodologie per valutare il grado di eticità dei fondi si sono evolute grazie all'applicazione di modelli più complessi, come ad esempio il modello di "*contest analysis*". Grazie ad esso l'analisi si articola in due momenti principali: il primo è costituito dalla predisposizione di uno schema oggettivo di informazioni qualitative rilevanti per determinare l'effettivo profilo etico del fondo; il secondo, dalla valutazione dell'aderenza dei contenuti dei documenti analizzati con riferimento alle informazioni rilevanti. A ogni informazione viene attribuito un punteggio che dipende dalla sua presenza o assenza nell'ambito delle fonti informative di riferimento oppure, in alcuni casi, dall'importanza o dall'intensità con cui essa viene fornita. Le fonti informative prese in considerazione sono: il prospetto informativo, il regolamento, il rendiconto annuale, i siti internet delle SGR e la documentazione in essi reperibile. E' doveroso precisare che questa metodologia presenta delle problematiche; nonostante l'impegno nell'assegnare punteggi che rispecchiano l'effettiva qualità etica dei fondi analizzati, il procedimento risente di un certo grado di discrezionalità, in particolare per quelle voci dove è necessario andare oltre alla mera presenza o assenza dell'informazione. Ad esempio, nel caso in cui vi fosse assenza dell'informazione su un determinato criterio etico, il modello considera tale mancanza come assenza di criterio, in quanto è ragionevole sostenere che l'assenza di informazioni su un criterio rilevante costituisca

---

<sup>91</sup> Vandone (2003 ) pg 14 e ss.

un elemento di scarsa trasparenza e possa essere, conseguentemente, valutata in maniera negativa alla stregua dell'assenza del criterio stesso.

Il modello d'analisi è costruito individuando i seguenti fenomeni da indagare<sup>92</sup>:

- *criteri di screening utilizzati;*
- *livello di articolazione delle informazioni in merito agli stessi criteri;*
- *procedure di controllo sul processo di selezione;*
- *altre caratteristiche di eticità;*
- *compliance.*

Per l'attribuzione del rating sono state selezionate 49 informazioni suddivise nel seguente modo: 20 per i criteri di screening, 4 per il livello di articolazione delle informazioni fornite sugli stessi criteri, 5 per il controllo sul processo di selezione, 9 per le altre caratteristiche di eticità, 11 per la compliance (tabella 15). Il punteggio massimo ottenibile varia tra un minimo di 0 e un massimo di 49.

*Tabella 15 - Modello di analisi per l'attribuzione del rating etico*

<b>Fenomeno indagato</b>	<b>Indicatore/i</b>	<b>Punteggio</b>
<b>Criteri di screening Utilizzati</b>	1. Diritti umani 2. Azioni militari 3. Pena di morte 4. Armi e manufatti bellici 5. Tabacco 6. Alcolici 7. OGM 8. Dignità umana 9. Salute 10. Energia nucleare 11. Gioco d'azzardo 12. Ambiente e sviluppo sostenibile 13. Cooperazione internazionale 14. Animal testing 15. Sicurezza e qualità dei prodotti 16. Tutela dei lavoratori 17. Lavoro minorile	Per tutti i criteri il punteggio sarà: 0 - non utilizzo del criterio; 1 - utilizzo del criterio.

<sup>92</sup> Intonti - Iannuzzi (2010) pg 38-39.

	18. Corporate governance 19. Social Risk Management 20. Regole di concorrenza	
<b>Criteri di screening: livello di articolazione delle informazioni</b>	21. Distinzione tra criteri positivi/negativi 22. Distinzione dei criteri tra imprese e Stati 23. Distinzione dei criteri positivi tra imprese e Stati 24. Distinzione dei criteri negativi tra imprese e Stati 25. Presenza di un Comitato Etico	Per tutti gli indicatori, il punteggio sarà: 0 - non utilizzo del criterio; 0.5 - informazione non chiara; 1 - utilizzo del criterio;  Il punteggio sarà: 0 - assenza del comitato; 1 - presenza del Comitato.
<b>Controllo sul processo di selezione</b>	26. Composizione del Comitato Etico  27. Funzioni del Comitato Etico  28. Esistenza di altri Comitati di controllo (Comitato stakeholder)  29. Certificazione/consulenza sulla composizione etica del portafoglio da parte di advisor etici (o esterni)	Il punteggio sarà: 0 - assenza o incompletezza dell'informazione; 0.5 - componenti il Comitato $\leq$ 3; 1 - componenti il Comitato $>$ 3.  Il punteggio sarà: 0 - assenza dell'informazione; 0,5 - funzioni $\leq$ di 3; 1 - funzioni $>$ di 3.  Il punteggio sarà: 0 - assenza di altri Comitati; 1 - presenza di altri Comitati.  Il punteggio sarà: 0 - non certificazione o assenza dell'informazione; 1 - presenza della certificazione.
<b>Altre caratteristiche di eticità</b>	30. Adesione linee guida Eurosif  31. Altre certificazioni (marchio di qualità Ethibel)	Il punteggio sarà: 0 - non adesione; 1 - adesione.  Il punteggio sarà: 0 - no altre certificazioni;

	<p>32. Adesione a codici/iniziative di autoregolamentazione (ad esempio, Assogestione/ Nazioni Unite)</p> <p>33. Presenza di un codice interno (etico) di comportamento</p> <p>34. Azionariato attivo</p> <p>35. Devoluzione</p> <p>36. Leva finanziaria</p> <p>37. Elaborazione di rapporti etici</p> <p>38. Benchmark</p>	<p>1 - sì altre certificazioni.</p> <p>Il punteggio sarà 0 - non adesione; 1 sì adesione.</p> <p>Il punteggio sarà: 0 - non codice interno; 1 - sì codice interno</p> <p>Il punteggio sarà: 0 - no azionariato attivo; 0.5 - solo azionariato di tipo soft engagement; 1 - azionariato di tipo hard engagement.</p> <p>Il punteggio sarà: 0 - assenza di devoluzione; 0.5 - presenza di devoluzione; 1 - devoluzione e indicazione dell'ammontare devoluto</p> <p>Il punteggio sarà: 0 - assenza dell'informazione; 0.5 - se la leva è <math>\geq</math> a 1.5 1 - se la leva è <math>&lt;</math> a 1.5</p> <p>Il punteggio sarà: 0 - assenza di rapporti etici; 1 - presenza di rapporti etici.</p> <p>Il punteggio sarà: 0 - non etico 1 - etico</p>
<p><b>Compliance: rispetto obblighi informativi Consob</b> (da prospetto informativo)</p>	<p>39. Informazioni su obiettivi e caratteristiche in relazione ai quali il prodotto o servizio è qualificato come etico o socialmente responsabile</p> <p>40. Informazioni sui criteri generali di</p>	<p>Per tutti gli indicatori il punteggio sarà: 0 - assenza dell'informazione; 0.5 - informazione incompleta o poco chiara</p>

	<p>selezione degli strumenti finanziari in virtù degli obiettivi e delle caratteristiche di cui al punto precedente</p> <p>41. Informazioni sulle politiche e sugli obiettivi eventualmente perseguiti nell'esercizio dei diritti di voto connessi agli strumenti finanziari detenuti in portafoglio</p> <p>42. Eventuale destinazione per iniziative di carattere sociale o ambientale di proventi generati dai prodotti offerti e dai servizi prestati e la relativa misura</p> <p>43. Eventuali procedure adottate per assicurare il perseguimento degli obiettivi, compresa la presenza di organi specializzati istituiti all'interno dei soggetti abilitati e delle imprese di assicurazione e le relative funzioni</p> <p>44. Adesione a codici di autoregolamentazione, promossi da soggetti specializzati</p>	<p>1 - informazione completa e chiara</p>
<p><b>Compliance:</b> <b>rispetto obblighi di rendicontazione Consob</b> (da rendiconto di gestione)</p>	<p>45. Presenza delle informazioni precedenti (in forma sintetica) sul sito internet della Sgr di promozione/gestione del fondo</p> <p>46. Illustrazione dell'attività di gestione in relazione ai criteri generali di selezione degli strumenti finanziari</p> <p>47. Presenza di informazioni in merito all'eventuale esercizio dei diritti di voto connessi agli strumenti finanziari detenuti in portafoglio</p> <p>48. Presenza di informazioni circa l'eventuale destinazione per iniziative di carattere sociale o ambientale di proventi generati dai prodotti offerti e dai servizi prestati e la relativa misura</p> <p>49. Presenza delle informazioni precedenti sul sito internet della Sgr di promozione/gestione del fondo etico</p>	<p>Per tutti gli indicatori, il punteggio sarà:</p> <p>0 - assenza dell'informazione;</p> <p>0.5 - informazione incompleta o poco chiara;</p> <p>1 - informazione completa e chiara</p>

[Fonte: Intonti - Iannuzzi (2010) pg 39-40]

Grazie a questo modello è stato possibile fare una indagine sui fondi etici di diritto italiano collocati sul mercato domestico, destinati al settore retail<sup>93</sup>. I risultati dello studio sono riassunti nella grafico 14, mostrando, a livello aggregato, punteggi compresi tra il 13 ed il 34, ovvero tra il 28.89% e il 70.83%, con una media pari a 57.62%.

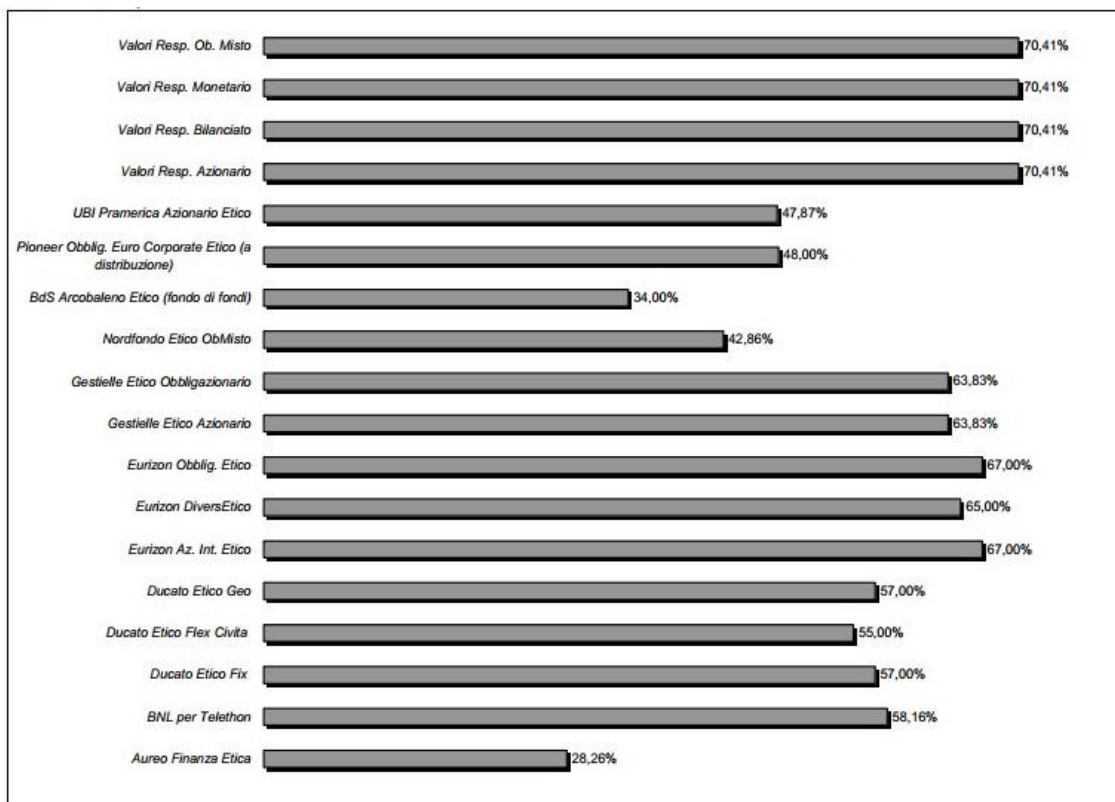


Grafico 14 - Rating etico dei fondi italiani. [Fonte Intonti-Iannuzzi (2010) pg 41]

#### 4.4 Indici azionari e indici etici

Gli indici azionari sono la sintesi del valore del paniere di titoli che rappresentano. Esprimono la statistica che viene utilizzata per verificare le variazioni azionarie delle società quotate in Borsa. I movimenti dell'indice sono una buona approssimazione del variare nel tempo della valorizzazione dei titoli compresi nel portafoglio. Esistono differenti metodologie di calcolo degli indici, a seconda della ponderazione che viene attribuita alle azioni del paniere<sup>94</sup>:

<sup>93</sup> Sono stati esclusi dall'indagine i fondi etici di diritto estero, pur collocati sul mercato italiano a causa dell'assenza di molte informazioni ritenute utili per l'analisi. Sono stati anche esclusi i fondi destinati agli investitori istituzionali, per motivi legati alla struttura del pricing, disomogenea rispetto a quella che caratterizza i fondi retail (Intonti - Iannuzzi 2010).

<sup>94</sup> <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/gliindiciazionari.htm>



1. *equally weighted*: sono caratterizzati dall'uguaglianza dei fattori di ponderazione per tutti i titoli che compongono l'indice, indipendentemente dalla capitalizzazione delle società incluse;
2. *price weighted*: il peso associato ad ogni titolo varia in funzione del suo prezzo; se il prezzo di un titolo aumenta più degli altri, automaticamente anche il suo peso all'interno dell'indice aumenta ed esso viene calcolato sommando il prezzo dei singoli titoli. Questa metodologia ha lo svantaggio di non rispecchiare correttamente l'andamento dell'intero portafoglio, infatti vengono rappresentati maggiormente i titoli più costosi, a prescindere dal numero di azioni presenti e dalle dimensioni della società;
3. *value weighted*: il peso di ciascun titolo risulta proporzionale alla sua capitalizzazione di borsa, risolvendo i problemi degli indici *price weighted*. Al contrario delle altre metodologie di calcolo, in questo caso gli indici vengono aggiustati e rettificati a seguito di operazioni societarie quali frazionamenti, raggruppamenti, pagamento di dividendi straordinari, scissioni, assegnazioni gratuite o nuove emissioni a pagamento.

I principali indici azionari sono<sup>95</sup>:

- **Dow Jones**: è tra gli indici più importanti della borsa di New York e replica l'andamento di un portafoglio composto dalle maggiori trenta imprese industriali statunitensi, raggruppate in rapporto pesato in base al loro prezzo. La scelta di limitarne la composizione a poche imprese ha fatto sì che nel corso del tempo, l'indice abbia perso molta della sua importanza, in quanto non è più in grado di riflettere l'intero andamento del listino azionario americano;
- **Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotation)**: è caratterizzato da una forte volatilità in quanto rappresenta l'indice dei principali titoli tecnologici della borsa americana;
- **S&P 500**: è stato realizzato da Standard & Poor's nel 1957 e segue l'andamento di un paniere azionario formato dalle 500 aziende statunitensi a maggiore capitalizzazione. Il peso attribuito a ciascuna azienda è direttamente proporzionale al valore di mercato della stessa. Attualmente è l'indice più usato

---

<sup>95</sup> <http://www.adusbef.veneto.it/cosa-sono-gli-indici-di-borsa>

per misurare l'andamento del mercato azionario americano ed è ormai riconosciuto come *benchmark*<sup>96</sup> per le performance del portafoglio;

- FTSE 100: rappresenta le cento società più capitalizzate quotate al London Stock Exchange;
- Nikkei 225: l'indice contiene i titoli delle maggiori compagnie quotate alla borsa di Tokyo;
- S&P MIB: rappresenta l'indice azionario più significativo della Borsa Italiana. Contiene le azioni delle quaranta maggiori società italiane ed estere quotate nei mercati. L'indice è nato inseguito ad una partnership tra Borsa Italiana e Standard & Poor's e rappresenta il nuovo benchmark del mercato borsistico italiano.

Dopo aver illustrato brevemente le caratteristiche principali degli indici azionari sarà analizzato uno strumento di valutazione del grado di eticità delle imprese ovvero gli indici etici. Quest'ultimi si sono sviluppati negli ultimi anni in tutto il mondo per offrire un riferimento a chi intende investire in Borsa secondo criteri ambientali, sociali e di governance. Hanno una doppia funzione: in primo luogo, operano un filtro fra i titoli delle società presenti sui listini di Borsa, in modo da selezionare solo quelli rispondenti a determinati requisiti ESG; secondariamente, misurano il rendimento di un investimento socialmente responsabile. Tali indici rendono più semplice e immediato il confronto tra il rendimento di un paniere di beni costruito secondo criteri socialmente responsabili e quello costruito secondo criteri tradizionali. Proprio per questo motivo gli indici etici vengono utilizzati, ad esempio, da chi colloca sul mercato fondi comuni d'investimento etici, come indici benchmark per misurare la redditività che un prodotto può offrire<sup>97</sup>.

Il primo indice etico è stato l'indice Dsi400 (Domini Social Index 400) lanciato nel 1990 dalla società statunitense di analisi e ricerche sulla sostenibilità KLD. In seguito KLD è stata acquistata prima da Risk Metrics Group e successivamente da MSCI cambiando

---

<sup>96</sup> In finanza il benchmark è un parametro oggettivo di riferimento, costituito sulla base di un indice o di una composizione di indici, il cui obiettivo è di comunicare al risparmiatore il rischio tipico del mercato in cui il fondo investe. Il benchmark presenta ulteriori tre vantaggi:

1. trasparenza: gli indici sono calcolati con regole chiare, semplici e replicabili autonomamente;
2. rappresentatività: gli indici sono rappresentativi di quel tipo di mercato;
3. replicabilità: gli indici sono replicabili con attività acquistabili sul mercato.

<sup>97</sup> <http://abcrisparmio.soldionline.it/guide/investimento-sicuro/indici-etici-benchmark-finanza-etica>

denominazione all'indice prima in Ftse Kld 400 Social Index e poi nell'attuale Msci Kld 400 Social Index.

Tappa fondamentale è il 1999 quando Dow Jones, leader mondiale nel campo degli indici finanziari, in collaborazione con un'altra società di rating etico, la svizzera Sam (Sustainable asset management), ha introdotto l'indice etico Dow Jones Sustainability Index (Djsi), divenuto il più celebre al mondo. Djsi è in realtà una famiglia di indici ed il più importante è il Djsi World che comprende circa il 10% delle maggiori 2500 società quotate del mondo con le migliori performance ESG

Nel 2001 è stata la volta della Borsa di Londra dove, grazie all'istituto di ricerca britannico Eiris, è stato lanciato l'indice Ftse4Good.

Per quanto riguarda il caso italiano, i primi due indici emessi sono Ftse Ecpi Italia SRI Benchmark e Ftse Ecpi Italia SRI Leaders, che raggruppano le migliori società quotate sul listino di Piazza Affari in termini di performance ESG<sup>98</sup>.

È utile precisare che gli indici etici oltre a includere società che rispettano i criteri ESG, devono soddisfare determinati criteri di composizione e calcolo. Grazie al rispetto di questi criteri diventa possibile confrontare ogni indice etico con un indice tradizionale di riferimento. Ad esempio, l'indice Djsi World ha come suo indice di riferimento l'indice Msci World, gli indici etici italiani Ftse Ecpi Italia SRI sono confrontabili con l'andamento dell'indice Ftse Italia All-Share e così via.

I criteri etici che è necessario rispettare sono due: i criteri di esclusione ed inclusione. Infatti è necessario in primo luogo escludere i settori che operano nei mercati "proibiti" e successivamente si valuta l'impegno delle società sul fronte ambientale, sociale e di governance.

Entrare a far parte di un indice etico è molto importante perché ciò rappresenta una sorta di certificazione di qualità sull'impegno sociale e ambientale di un'azienda e un riconoscimento alla sua attività<sup>99</sup>. Esiste anche un aspetto meramente finanziario dato che una parte dei fondi etici presenti sui mercati investono i propri asset prendendo a riferimento i titoli delle società che compongono un determinato indice etico, l'essere presenti in un paniere etico significa avere una grossa visibilità all'interno del mercato.

---

<sup>98</sup> <http://abcrisparmio.soldionline.it/guide/investimento-sicuro/indici-etici-benchmark-finanza-etica>

<sup>99</sup> <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/indici-etici170.htm>

## **Conclusioni**

Complice la recente crisi finanziaria, il risparmio gestito con criteri sostenibili è cresciuto in maniera esponenziale nell'ultimo decennio. La finanza etica, quindi, inizia ad assumere un'importanza tale da necessitare di regole e strumenti chiari e condivisi, che le consentano di evitare errori o leggerezze che potrebbero minarne seriamente la credibilità. Da questa esigenza nascono e si sviluppano gli indici ed i rating etici, ovvero strumenti di valutazione indipendenti in grado di dichiarare a chiunque sia interessato se l'impresa sta operando secondo una logica sociale, ambientale e di governance. Non bisogna però dimenticare che per avere un quadro completo e chiaro è necessario integrare le indagini etiche con strumenti tradizionali in grado di valutare la stabilità economica e finanza dell'oggetto in esame.

Entrare a far parte di un indice etico è molto importante perché ciò rappresenta una sorta di certificazione di qualità sull'impegno sociale e ambientale di un'azienda e un riconoscimento alla sua attività. Esiste anche un aspetto meramente finanziario; dato che una parte dei fondi etici presenti sui mercati investono i propri asset prendendo a riferimento i titoli delle società che compongono un determinato indice etico, l'essere presenti in un paniere etico significa avere una grossa visibilità all'interno del mercato. Inoltre tali indici rendono più semplice ed immediato il confronto tra il rendimento di un paniere di beni costruito secondo criteri socialmente responsabili e quello costruito secondo criteri tradizionali. Proprio per questo motivo gli indici etici vengono utilizzati, ad esempio, da chi colloca sul mercato fondi comuni d'investimento etici, come indici benchmark per misurare la redditività che un prodotto può offrire

## CAPITOLO 5

### LE PERFORMANCE

#### Introduzione

Se da un lato gli elementi di solidarietà e responsabilità sociale presenti nei fondi etici soddisfano un bisogno profondo dell'individuo di essere consapevole d'aver agito secondo coscienza in maniere socialmente utile, dall'altro tali elementi, possono comportare una penalizzazione dal punto di vista del rendimento finanziario dell'investimento. Il capitolo avrà come obiettivo principale quello di valutare se i fondi d'investimento etici subiscono una penalizzazione dal punto di vista del rendimento finanziario rispetto ai fondi d'investimento tradizionali. Questo argomento ha creato numerosi dibattiti e si sono susseguiti nel tempo diversi filoni di pensiero tra i vari studiosi. Quindi, in primo luogo, verranno illustrate le due teorie che hanno caratterizzato il secolo scorso. La "*Teoria degli Shareholder*" di Friedman, il quale afferma che l'unico obiettivo dell'impresa è quello di massimizzare il profitto ed eventuali filtri restrittivi di tipo etico-sociale riduce il numero delle alternative accessibili limitando i risultati economici. La teoria di Markowitz il quale, invece, afferma che l'attenzione posta al comportamento sociale ed ambientale risultava conveniente in quanto permetteva agli investitori di ottenere tutta una serie d'informazioni rilevanti che compensano gli aspetti negativi connessi alla riduzione dell'universo degli investimenti. In seguito si cercherà di comprendere se un fondo tradizionale sia più vantaggioso in termini di rendimento rispetto ad un fondo etico. Vi sono essenzialmente due elementi che possono in linea di principio ridurre la performance economica di tali strumenti finanziari ed un primo fattore è il costo. Un fondo etico potrebbe costare di più rispetto ad uno tradizionale in quanto l'attività di screening può comportare una struttura di costi più onerosa rispetto a quella dei fondi comuni ordinari. Il secondo elemento riguarda la redditività degli investimenti scelti dal fondo. Le performance del fondo potrebbero essere compromesse da eventuali vincoli dovuti alla natura etica del fondo; con ciò, non s'intende un rendimento contenuto in termini assoluti, quanto piuttosto un rendimento non adeguato al livello di rischio

sopportato dagli investitori. Per dimostrare se ciò è vero, saranno analizzate due ricerche empiriche: per quanto riguarda i costi, verrà riportato lo studio di Vandone (2003) sul mercato italiano mentre verrà analizzata la ricerca di Bauer (2007) sul mercato canadese in relazione alle performance.

Successivamente si definirà un indicatore di performance dei fondi d'investimento etici che considera, al tempo stesso, non solo il rendimento e il rischio ma anche l'aspetto etico dell'investimento. In questo modo si superano i limiti degli indicatori di performance tradizionali, i quali non sono in grado di tenere conto di questa duplice motivazione in quanto presuppongono, per definizione, che l'unico aspetto da valutare sia il rendimento, che si desidera abbia il valore atteso più elevato possibile dato il rischio. Infine si analizzerà la ricerca empirica di Basso e Funari (2002) condotta sul mercato italiano per osservare l'efficacia di questo particolare indicatore.

## **5.1 Le scuole di pensiero**

Uno degli aspetti maggiormente discussi per il ruolo cruciale che esso assume è l'esistenza o meno di una correlazione tra l'aspetto etico ed i rendimenti economici finanziari; se da un lato gli elementi di solidarietà e di responsabilità sociale presenti nei fondi etici soddisfano il bisogno profondo dell'individuo di essere consapevole d'aver agito secondo coscienza, dall'altro, però, tali elementi possono comportare una penalizzazione dal punto di vista del rendimento finanziario dell'investimento<sup>100</sup>.

Questa contrapposizione ha creato un intenso dibattito tra gli studiosi. Originariamente, il filone di pensiero principale era rappresentato dall'idea propagandata dall'economista statunitense Milton Friedman nel suo scritto: "*Teoria degli Shareholder*", il quale afferma che l'impresa ha il dovere di utilizzare le risorse unicamente verso quelle attività che fanno aumentare i profitti, competendo apertamente e liberamente ed evitando l'inganno e la frode. In quest'ottica, le uniche limitazioni a cui doveva sottostare l'azienda dovevano essere di tipo legislativo mentre le restrizioni derivanti dalla responsabilità etica venivano considerate sovversive ed equiparate ai costi, in quanto l'unico obiettivo dell'azienda è la creazione di valore per gli azionisti (Friedman 1970).

---

<sup>100</sup> Basso - Funari (2002) pg 100.

Le teorie di Friedman sono state fortemente criticate da studiosi e colleghi, primo fra tutti Markowitz. Quest'ultimo mostrò che l'attenzione posta al comportamento sociale ed ambientale delle imprese risultava conveniente, in quanto ciò forniva all'investitore una serie d'informazioni rilevanti circa la qualità del management e la presenza di altri elementi in grado di contribuire a migliori performance. Un forte impulso a questo secondo filone di pensiero è dato, in primo luogo, dalla nascita e dallo sviluppo degli indici di borsa etici, usati come benchmark per i prodotti finanziari, consentendo di misurare le performance dei gestori dei fondi e secondariamente dalla diffusione dei rating etici<sup>101</sup>.

Sulla base di questi due filoni, nel tempo sono state svolte numerose ricerche empiriche, ma nonostante ciò, gli studiosi non sono ancora arrivati a una soluzione univoca. I risultati ottenuti hanno a volte dimostrato una correlazione positiva tra atteggiamento etico e performance economico-finanziaria; in altri casi, invece, si è verificato il risultato opposto, ovvero un implicito costo da sostenere per investire secondo criteri etici; altre volte, ancora, si è giunti ad affermare l'assenza di un legame di dipendenza tra le due entità. Tale risultato può essere dovuto, in primo luogo, all'assenza di una definizione univoca, condivisa e puntale di "impresa etica o socialmente responsabile"; esistono infinite sfumature che rendono difficilmente generalizzabili i risultati e, di conseguenza, non è possibile definire l'oggetto e quindi la relativa misurazione. Nonostante il proliferare di criteri e di processi di regolamentazione, il concetto stesso di etica esprime un giudizio di valore che va al di là di ogni definizione precostituita ed omnicomprensiva, rendendo ardue le misurazioni precise delle performance. Secondariamente, non esiste una vera e propria teoria che chiarisca come le due dimensioni dovrebbero essere correlate tra loro e molti degli stessi studi mancano di rigore metodologico quindi d'incerta validità, affidabilità e generabilità. Un ulteriore fattore di complessità è dato dalla presenza di molteplici strumenti per la misurazione delle performance etico-sociali che, anche se simili, possono dare risultati divergenti<sup>102</sup>.

Nonostante le problematiche appena esposte si è cercato, tramite la comparazione dei costi e delle performance tra i fondi etici e quelli tradizionali d'indagare il problema in questione per arrivare ad una soluzione condivisa.

---

<sup>101</sup> Molteni in:

[http://lavoro.provincia.pc.it/Allegati/Saperne/Prof.\\_Molteni-\\_performance\\_aziendali\\_11112008-102038.pdf](http://lavoro.provincia.pc.it/Allegati/Saperne/Prof._Molteni-_performance_aziendali_11112008-102038.pdf)

<sup>102</sup> Signori (2006) pg 73 e ss.

## 5.2 I costi dei fondi etici

Per poter indagare accuratamente se un fondo tradizionale sia più vantaggioso in termini di rendimento rispetto ad un fondo etico, è necessario soffermarsi, in primo luogo, sulle differenze di costo fra le due tipologie di fondi.

Indipendentemente dalla tipologia di fondo *"la sottoscrizione di fondi comuni d'investimento comporta il sostenimento di oneri, direttamente o indirettamente a carico dell'investitore, finalizzati a remunerare l'attività di gestione del risparmio nonché a coprire i costi organizzativi della struttura e i servizi di collocamento e di distribuzione"*<sup>103</sup>. Esistono, quindi, due categorie di costi: diretti e indiretti. I costi diretti, ossia direttamente a carico dei sottoscrittori, sono *"non ricorrenti"* in quanto vengono sostenuti una sola volta, ed *"eventuali"*, poiché non sempre vengono applicati dai gestori. Fanno parte di questa categoria principalmente i costi iniziali, le spese d'uscita<sup>104</sup> e secondariamente le commissioni switch<sup>105</sup>, i diritti fissi e i costi per l'emissione dei certificati rappresentativi delle quote. I costi indiretti gravano sugli investitori solo indirettamente e riguardano principalmente la commissione di gestione, la quale rappresenta la percentuale del patrimonio totale del fondo che la SGR trattiene: viene calcolata e trattenuta quotidianamente dalla società di gestione ed è direttamente applicata al valore quotidiano della quota del fondo. In questo senso la commissione di gestione non è un costo palese, in quanto già compresa nei rendimenti del fondo calcolati sull'andamento della quota. Dal punto di vista pratico, questa commissione tende a ridurre il rendimento complessivo del fondo: infatti a parità di performance lorda dei due fondi, quello con una commissione di gestione superiore sarà penalizzato ed avrà quindi un minore rendimento<sup>106</sup>.

Fa parte dei costi indiretti anche la commissione di incentivo, la quale viene prelevata solo quando il rendimento del fondo in un certo periodo di tempo supera il rendimento di un investimento/parametro utilizzato per il confronto. Solitamente viene calcolata come percentuale da applicare alla differenza di rendimento tra fondo e benchmark<sup>107</sup>.

---

<sup>103</sup> <http://www.performancetrading.it/Documents/it0215/it0215-commissioni-fondi.htm>

<sup>104</sup> Sia in Italia che nel resto del mondo esistono, tuttavia molti fondi no-load, ossia fondi sottoscrivibili senza il pagamento di alcuna commissione d'ingresso, né uscita.

<sup>105</sup> Le commissioni di switch possono essere applicate in caso di trasferimenti di quote da un fondo a un altro della stessa società. Sono fisse o espresse come percentuale del capitale trasferito. (<http://www.morningstar.it/it/news/76543/quanto-costa-un-fondo.aspx>).

<sup>106</sup> <http://www.abi.cab.banche.meglio.it/voce.htm?i=1277>

<sup>107</sup> Vandone (2003) pg 31 e ss.



I fondi socialmente responsabili presentano, per loro stessa natura, delle esigenze che possono incrementare la componente di costi rispetto ai fondi tradizionali. Ciò è dovuto a causa della grande quantità d'informazioni che è necessario monitorare, dalla necessità di avere management con specifiche abilità e competenze e dalla possibilità di dover utilizzare consulenti esterni o agenzie di rating<sup>108</sup>.

In realtà è possibile dimostrare come la presenza di criteri di selezione etici non incrementi affatto i costi diretti ed indiretti, diversamente da quanto ci si sarebbe potuti aspettare in linea di principio; anzi, in molti casi, le spese a carico dei risparmiatori vengono ridotte. A dimostrazione di ciò, viene analizzata la ricerca condotta sul mercato italiano, nel 2003, da Vandone.

Per i fondi socialmente responsabili, i dati sono desunti dai prospetti informativi in vigore al 31 dicembre 2002; per i fondi non etici i valori provengono dalla relazione annuale di Assogestioni, che raccoglie informazioni sui costi a carico dei sottoscrittori, al 31 dicembre 2002, per 1071 fondi italiani corrispondenti al 99.7% del totale del patrimonio gestito. Vengono confrontate, solamente, le commissioni dei fondi etici con quelle dei fondi non etici che presentano caratteristiche simili in termini di mercato di riferimento e stile di gestione. A causa delle dimensioni contenute del patrimonio gestito dai fondi etici, non è stato possibile confrontare fondi con caratteristiche simili in termini di dimensioni del patrimonio gestito. Per prima cosa è stato calcolato (grafico 15) il rapporto, espresso in termini percentuali, tra numero di fondi no load e totale fondi esistenti per categoria. Successivamente sono stati riportati i valori minimi e massimi della commissione di sottoscrizione (tabella 16) ed infine, sono state calcolate le commissioni di gestione (tabella 17) classificando i fondi socialmente responsabili per sottocategorie d'appartenenza, procedendo quindi al confronto con i fondi non etici.

---

<sup>108</sup> Signori (2009) pg 153 e ss.

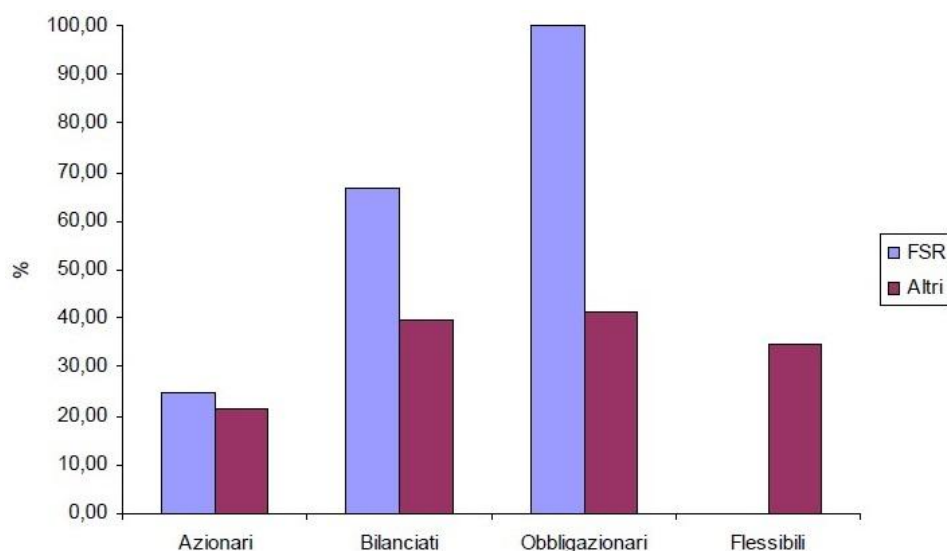


Grafico 15 - Rapporto in percentuale tra numero di fondi no load e totale fondi esistenti per categoria.  
[Fonte: Vandone (2003) pg 33]

Tabella 16 - Commissioni di sottoscrizione (dati dicembre 2002, in percentuale)

	Minima		Massima	
	Fondi socialmente responsabili	Altri	Fondi socialmente responsabili	Altri
Azionari	1.33	1.57	2.75	3.14
Bilanciati	3	1.30	3	2.67
Flessibili	1	1.74	3	3.02

[Fonte: Vandone (2003) pg 33]

Tabella17 - Commissioni di gestione (dati dicembre 2002, per mille)

	Fondi socialmente responsabili	Altri
Azionari altre specializzazioni	1.73	1.88
Azionari internazionali	1.80	1.82
Azionari settoriali	1.80	1.87
Bilanciati	1.89	1.52
Bilanciati obbligazionari	1.20	1.40
Obbligazionari misti	0.97	1.14
Obbligazionari area euro breve termine	0.6	0.79
Obbligazionari area euro m/l termine	0.95	1.01
Obbligazionari altre specializzazioni	1.25	1.22
Flessibili	2.4	1.67

[Fonte: Vandone (2003) pg 34]

L'analisi delle commissioni evidenzia, diversamente da quanto ci si possa aspettare, che la scelta d'investire in fondi socialmente responsabili non è gravata da oneri maggiori rispetto a fondi tradizionali. Ciò è dovuto in primo luogo, come dimostrato dal grafico 15, dalla percentuale dei fondi no load, più elevata per i fondi socialmente responsabili; ciò comporta l'assenza di costi direttamente a carico del sottoscrittore ed inoltre, anche quando queste commissioni sono previste, il loro valore è in media più contenuto rispetto a quello dei fondi non etici. Infine nessun fondo socialmente responsabile applica agli investitori commissioni di uscita.

Per quanto riguarda poi la commissione di gestione, solo in tre casi (bilanciati, obbligazionari altre specializzazioni ed flessibili) esse risultano superiori per i fondi socialmente responsabili.

Si è cercato, inoltre, di verificare l'esistenza o meno di relazioni tra il grado di eticità del fondo e l'onerosità delle commissioni applicate dalla SGR. Tale ricerca porta a rilevare che questa relazione non esiste: ai fondi che utilizzano un numero di filtri più elevato non viene applicata una commissione più elevata. Ciò può essere attribuibile all'effettiva rinuncia di una quota di commissioni da parte del gestore, alla luce di precise politiche aziendali, o forse a criteri di selezione troppo spesso solo dichiarati, ma di fatto applicati poi in modo discontinuo e poco rigoroso, usando fonti informative pubbliche che permettano di sostenere bassi costi di gestione. Probabilmente le due ipotesi non si escludono vicendevolmente: infatti, la selezione dei titoli da inserire in portafoglio può essere svolta a vari livelli poiché non tutti i prodotti socialmente responsabili dimostrano la medesima qualità etica; essi potrebbero non seguire neppure la medesima politica gestionale.

In conclusione la presenza di criteri di selezione etici non incrementa affatto i costi diretti per gli investitori, diversamente da quanto ci si sarebbe potuti aspettare in linea di principio: anzi, in molti casi, le spese a carico dei risparmiatori vengono ridotte.

### **5.3 Lo studio delle performance dei fondi etici**

In modo analogo ai costi dei fondi etici, anche per quanto riguarda le performance queste potrebbero essere compromesse da eventuali vincoli dovuti alla natura etica del fondo; con ciò, non s'intende un rendimento contenuto in termini assoluti, quanto piuttosto un rendimento non adeguato con riferimento al livello di rischio sopportato dagli investitori. Infatti, unitariamente alla teoria degli Shareholder, anche le teorie di

portafoglio affermano che l'imposizione di vincoli addizionali restringe l'universo d'investimento possibile, diminuendo il grado di diversificazione con conseguente impossibilità di creazione del portafoglio ottimale. Tuttavia vi sono alcuni aspetti che portano a ritenere sopravvalutato tale sacrificio etico. In primo luogo, una maggiore selezione delle imprese comporta vantaggi di lungo periodo in quanto le aziende scelte adotteranno politiche ambientali, sociali e di governance più accurate rispetto alla media delle imprese, con una conseguente maggiore trasparenza verso il mercato<sup>109</sup>. Secondariamente come affermano Regalli, Soana e Tagliavini: *"il sacrificio/costo dell'investimento non deve essere valutato solo in termini di rischio. Una migliore valutazione della rinuncia sopportata dall'investitore etico richiederebbe di confrontare le frontiere rischio-rendimento ottenibili sia con i titoli del portafoglio etico, sia con i titoli del portafoglio globale, data una struttura di covarianze e di rendimenti dei titoli medesimi. Il contributo di un titolo alla varianza del portafoglio di mercato è infatti dato principalmente dalla somma ponderata delle covarianze del titolo con gli altri titoli sul mercato: all'aumentare del numero di titoli sul mercato, il contributo della sola varianza diventa sempre più piccolo. Questo significa che il danno prodotto sulla performance del portafoglio etico si riduce considerevolmente al crescere del numero di titoli considerati. Ne consegue che quando i titoli su cui si può investire crescono in misura sufficiente, ci si ritrova a gestire una frontiera rischio-rendimento del portafoglio etico assolutamente simile a quella tradizionale. Ci si può quindi attendere, in linea teorica, che il sacrificio etico possa determinare una frontiera efficiente (cioè la curva che identifica i portafogli dominanti in termini di rischio-rendimento) più ripida, ma, in pratica, tale maggiore "costo" sarebbe destinato a decrescere fino a divenire irrisorio quando nel portafoglio è inserito un numero sufficientemente ampio di titoli etici. Dunque la diversificazione potenziale ed il profitto raggiungibile dall'investitore socialmente responsabile sono molto simili a quelli di un investitore che non si concentra sugli investimenti etici, accettandone i vincoli che inducono sulla composizione del portafoglio. Si ritiene solitamente che siano sufficienti 30 titoli per garantire l'ottima diversificazione, quella cioè che permette di eliminare il rischio non sistematico. Se quindi il gestore di un fondo comune riesce a creare un*

---

<sup>109</sup>Cortez - Silva - Arenal (2009) pg 574.

*portafoglio sufficientemente ben diversificato, i titoli di un fondo etico saranno esposti al solo rischio di mercato ed il sacrificio etico tenderà a scomparire*<sup>110</sup>.

Tuttavia prima di indagare accuratamente se le performance dei fondi etici risentono dei vincoli imposti dalla natura stessa del fondo soffermiamoci sia sui principali indicatori e strumenti che potrebbero essere usati durante l'analisi sia sulle teorie che stanno alla base di tali indicatori.

#### **5.4 Il rischio nelle moderne teorie del portafoglio**

Fino agli anni Cinquanta circa, il rischio che apportava un investimento finanziario non veniva esplicitamente considerato ed eventualmente lo si affrontava solo dal punto di vista qualitativo. Tuttavia, qualche anno dopo, grazie a Markowitz nacque la "*Moderna teoria del Portafoglio*" con il modello Media Varianza, che fu alla base del "*Capital Asset Pricing Model*" di Sharpe .

Il modello proposto da Markowitz, nel 1959, è caratterizzato da un orizzonte temporale monoperiodale e fa riferimento ai modelli statistici media-varianza, assumendo come variabili il rendimento atteso del portafoglio o media dei rendimenti dei singoli sottoperiodi e la rischiosità legata al portafoglio, pari alla varianza del rendimento del suo portafoglio.

Il principio base che governa la teoria di Markowitz consiste nel fatto che, al fine di costruire un portafoglio efficiente, occorre individuare una combinazione di titoli che, dato il rischio, si massimizza il rendimento complessivo compensando gli andamenti asincroni dei singoli titoli.

Il processo di selezione del portafoglio ottimale può essere riassunto in tre fasi (Markowitz 1959):

1. definizione dei portafogli efficienti, ossia dell'insieme di tutti i portafogli che massimizzano il rendimento atteso per ogni livello di rischio e definiscono la "*frontiera efficiente*";
2. individuazione delle curve di "*isoutilità*" o di "*indifferenza*", che rappresentano le preferenze dell'investitore;

---

<sup>110</sup> Regalli - Soana - Tagliavini (2005) pg 7.

3. determinazione del portafoglio ottimo (che massimizza l'utilità), rappresentato graficamente dal punto di tangenza tra la frontiera efficiente e la curva di isoutilità più alta.

Dallo sviluppo delle teorie di Markowitz fu possibile sviluppare la "*teoria della diversificazione*", che permette di ridurre il rischio senza sacrificare il rendimento atteso; ciò è possibile in quanto i rendimenti attesi si combinano in modo lineare (essi non sono altro che la media ponderata dei rendimenti attesi), mentre il rischio si combina in modo non lineare (se si prendono due attività, la varianza del portafoglio complessivo non è una semplice media delle due varianze, ma può essere anche minore della varianza del titolo meno rischioso). Quindi se si scelgono attività il cui rendimento è indipendente l'uno dall'altro, il rischio del portafoglio non solo si può ridurre anche al di sotto di quello delle singole attività meno rischiose ma, se la correlazione è perfettamente negativa, è possibile annullarlo.

Il modello media-varianza analizza in dettaglio le scelte individuali degli investitori; tuttavia per analizzare l'equilibrio del mercato dei capitali è necessario utilizzare il CAPM. Il Capital Asset Pricing Model (CAPM) nasce come modello per determinare come il rischio di un investimento sia in grado di influenzare il suo rendimento atteso. La teoria alla base del CAPM consiste nel fatto che non tutto il rischio deve influenzare il prezzo dell'attività, perché il rischio diversificabile è eliminabile dal portafoglio e quindi non può essere considerato un rischio. Di conseguenza il rendimento atteso deve riflettere il rischio non diversificabile, cioè specifico dell'attività. Prima del CAPM era convinzione comune e condivisa che un investitore per avere rendimenti elevati del proprio portafoglio doveva detenere attività con rischio elevato. Il CAPM spiega invece che il rischio di un investimento dipende non dalla propria rischiosità, ma dal contesto del portafoglio in cui è detenuto, quindi dagli altri rischi a cui l'investitore è contemporaneamente esposto. La relazione principale è quella tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio detto beta:

$$\beta_j = Cov(R_p, R_m) / Var(R_m)$$

dove  $R_p$  e  $R_m$  sono rispettivamente i rendimenti del portafoglio ed i rendimenti di mercato. Il beta, quindi misura il comportamento di un titolo rispetto al mercato, ovvero la variazione del rendimento di un titolo rispetto alla variazione del rendimento di mercato.

Si stabilisce una relazione tra il rendimento in eccesso di un'attività ed il rischio che l'attività porta al portafoglio; questo modello, rispetto all'analisi di Markowitz, ci fa fare un passo in più nella comprensione del rischio di un'attività e della diversificazione di un portafoglio perché tiene esplicitamente conto della correlazione con il mercato<sup>111</sup>.

## 5.5 Principali indici

Dopo aver accennato le teorie del modello media-varianza e del CAPM, ci si sofferma sui principali indici che utilizzano tali teorie. Gli indici che si analizzano sono quattro:

1. indice di Sharpe;
2. indice half reward variance;
3. indice di Treynor;
4. indice alpha di Jensen.

### 5.5.1 Indice di Sharpe

L'indice di Sharpe (*Sharpe Ratio* dal nome dell'economista che ha introdotto tale misura nel 1966) è un indicatore che misura l'extra-rendimento, rispetto al tasso risk free, realizzato da un portafoglio (o da un fondo) per unità di rischio complessivo sopportato.

$$S = \frac{(R_P - R_f)}{\sigma_p}$$

dove  $\sigma_p$  e  $R_p$  rappresentano lo scarto quadratico e il rendimento medio del portafoglio (fondo) in un certo periodo mentre  $R_f$  rappresenta il rendimento medio di un'attività risk free (Sharpe, 1966). Tale indice, come appare chiaro dalla sua formulazione, assume quale misura base il rischio complessivo del fondo misurato dallo scarto quadratico dei suoi rendimenti e non considera la correlazione con gli altri valori mobiliari o con fondi già presenti nel portafoglio dell'investitore. In altri termini utilizzando l'indice di Sharpe si ipotizza che l'investitore non diversifichi la sua ricchezza e che quindi il fondo considerato rappresenti il suo unico investimento<sup>112</sup>.

Proviamo a fare un esempio:

---

<sup>111</sup> Ruiz (2012) pg 9 e ss.

<sup>112</sup> Vandone (2003) pg 23.

- Investimento A: rendimento 10% e volatilità 12%
- Investimento B: rendimento 12% e volatilità 19%

L'investimento risk free, prendendo in considerazione il Bot a sei mesi, genera un rendimento annuo del 2%. Di conseguenza:

Investimento A:  $(10-2) / 12 = 0.666$

Investimento B:  $(12-2) / 19 = 0.526$

In base all'indice di Sharpe, l'investimento A risulta vincente in termini di rapporto rendimento/rischio, nonostante presenti un rendimento inferiore all'altro.

Ciò è dovuto dal fatto che l'investimento A ha generato lo 0.6% di rendimento, aggiuntivo a quello privo di rischio (2%), ogni 1% di volatilità. L'investimento B, invece, ha generato un extra-rendimento inferiore, pari allo 0.526% per ogni 1% di volatilità. Il risparmiatore, quindi, non può limitarsi al rendimento assoluto e deve sempre considerare la volatilità e quindi i rischi corsi per ottenerlo.

### 5.5.2 Indice half reward variance

L'indice di Sharpe, utilizzando la deviazione standard dei rendimenti, prende in considerazione sia le variazioni positive che negative dalla media. Ma la maggior parte degli investitori ha paura solamente delle variazioni negative e questo indice non fa alcuna distinzione tra i rischi di variazioni negative e positive.

Nell'indice *reward to half variance* introdotto da Ang e Chua nel 1979, la deviazione standard è sostituita da mezza varianza, la quale considera solo i rendimenti minori della media.

$$I_{j, half-var} = \frac{E(R_j) - \delta}{\sqrt{HV_j}}$$

Questo indice, quindi, rappresenta la media del quadrato dei soli scostamenti negativi dalla media. Dove  $E(R_j)$  indica il tasso di rendimento atteso del fondo comune  $j$ ;  $\delta$  è il tasso di interesse per le attività prive di rischio:  $HV = E[\min(R_j - E(R_j); 0)]$  rappresenta la media del quadrato dei soli scostamenti negativi dalla media (Ang e Chua, 1979).



### 5.5.3 Indice di Treynor

L'indice di Treynor (*reward to variability*) introdotto nel 1965 è misurato dal rapporto tra l'eccesso di rendimento del fondo rispetto al tasso privo di rischio e la rischiosità sistemica del fondo misurata dal suo beta.

$$T = \frac{(R_p - R_f)}{\beta_p}$$

dove  $\beta_p$  e  $R_p$  rappresentano il beta e il rendimento medio del portafoglio in un certo periodo, mentre  $R_f$  è il rendimento dell'attività risk free. L'indice misura il rischio attraverso il *beta* del portafoglio  $\beta_j = Cov(R_p, R_m)/Var(R_m)$  che rappresenta il rapporto tra la covarianza fra il rendimento del portafoglio  $R_p$  ed il rendimento del portafoglio di mercato  $R_m$ , e la varianza del rendimento del portafoglio di mercato (Treynor, 1965).

L'indice di Treynor ha dunque come fondamento teorico il CAPM ed è una misura di performance corretta per il rischio che considera come misura di volatilità il rischio sistematico (non diversificabile) e non la variabilità totale dell'investimento, come nel caso dell'indice di Sharpe. Quanto più elevato è l'indice di Treynor, tanto maggiore è il rendimento del fondo per unità di rischio sistematico sopportata; in altri termini, un fondo che presenti un indice di Treynor più elevato è in generale da preferire ad un fondo con valori dell'indice più bassi. Bisogna però considerare che tale indicazione non è più valida nel momento in cui l'indice di Treynor assume segno negativo, cioè quando il rendimento conseguito dal fondo è negativo o è positivo ma inferiore al tasso free risk<sup>113</sup>.

L'indice di Sharpe e l'indice di Treynor forniscono risultati spesso divergenti: se utilizzati per analizzare due fondi (o due portafogli) d'investimento, il miglior fondo con Sharpe potrebbe non essere il migliore secondo Treynor e questo dipende dal diverso modo di trattare il rischio. Sharpe utilizza il rischio totale dell'investimento (volatilità); Treynor, viceversa, si concentra sul beta e quindi sulla componente sistematica del rischio di portafoglio. Mentre Sharpe è più utile a chi è interessato alla variabilità di un singolo investimento, Treynor fornisce un maggior aiuto a chi deve ulteriormente

---

<sup>113</sup> Vandone (2003) pg 24.

diversificare il proprio portafoglio (in questo caso si è più interessati alla componente beta).

#### 5.5.4 Alpha di Jensen

L' Alpha di Jensen (Jensen, 1968-1969) o *Risk Adjusted Performance* è la misura di performance più utilizzata ed è un indicatore, che analogamente all'indice di Treynor, si basa sul CAPM, che considera solo il rischio non diversificabile; tuttavia, a differenza di quest'ultimo, supera il problema di significatività dell'interpretazione dei risultati quando gli extrarendimenti sono negativi.

*"L'alpha di Jensen misura il rendimento incrementale o extrarendimento che un fondo d'investimento ha prodotto rispetto alla redditività che avrebbe dovuto offrire sulla base del suo livello di rischio sistemico"*<sup>114</sup>. La qualità del fondo verrà misurata confrontando la performance del fondo stesso con un benchmark di riferimento che il gestore del fondo dovrà "battere" sovrappesando o sottopesando<sup>115</sup> alcuni titoli del portafoglio. Se si considera il rischio sistemico beta del fondo, ossia la relazione tra il rendimento del fondo e quello del benchmark di riferimento, i fondi che presentano un valore dell'alpha di Jensen elevato hanno prodotto un rendimento (o extrarendimento) maggiore rispetto a quello che avrebbero dovuto registrare sulla base del solo rischio sistemico. Al contrario, un valore negativo di alpha indica un rendimento del fondo inferiore a quello che può essere assegnato in base al suo livello di rischio. L'alpha di Jensen, misurando la differenza tra il rendimento del fondo ed il rendimento che teoricamente il fondo avrebbe ottenuto in base al suo livello di rischio sistemico, deve essere uguale alla intercetta che deriva dalla seguente regressione:

$$(R_{p,t} - R_{f,t}) = \alpha_p + \beta_p(R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{p,t}$$

dove  $R_{p,t}$  è il rendimento del fondo,  $R_{f,t}$  è il rendimento dell'attività risk free,  $\beta_p$  è il beta del fondo,  $\varepsilon_{p,t}$  è il termine di errore della regressione con media nulla e  $\alpha_p$  è l'alpha di Jensen che rappresenta l'intercetta delle regressione (Jensen, 1968).

---

<sup>114</sup> <http://www.bankpedia.org/index.php/it/86-italian/a/18276-alfa-di-jensen>

<sup>115</sup> Sottopesare/Sovrappesare una determinata azione significa tenerla in portafoglio in una quota percentuale inferiore/superiore rispetto al peso che la medesima azione ha nell'indice al quale appartiene. Ad esempio, se un'azione Telecom avesse un peso del 4% nell'indice della Borsa italiana, un gestore "sottopesato su Telecom" possiede meno del 4% di titoli Telecom nel portafoglio del suo fondo azionario su Piazza affari. Se invece ha più del 4% si dice che è sovrappesato su Telecom.

## 5.6 Le analisi empiriche svolte in letteratura

Numerose sono state le analisi empiriche svolte in letteratura per analizzare le performance dei fondi etici. Alcune misurano le performance di tali fondi rispetto ad un benchmark, altri lo fanno comparando gruppi di fondi etici e fondi comuni, altri ancora restringono gli studi ai soli mercati principali (Canada, US, UK)<sup>116</sup>.

Tra le ricerche più note e conosciute vi è quella condotta da Rob Bauer et al (2007), i quali studiarono i fondi etici e convenzionali canadesi orientati al solo mercato domestico tra Gennaio 1994 e 2003. Quindi furono esclusi dal campione fondi esteri, fondi bilanciati, fondi garantiti e i fondi con meno di dodici mesi di età. Tutti i dati furono ottenuti da Globefund.com<sup>117</sup>, ma sfortunatamente il campione non comprendeva i fondi estinti.

La tabella 18 riassume le statistiche sui fondi etici e convenzionali in aggiunta ai dati sulle performance annuali dell'indice composto S&P/TSX. Per tutto il periodo considerato i rendimenti medi dei fondi etici, nonostante una rischiosità superiore (14.21% contro 14.05%), sono stati leggermente più bassi dei fondi convenzionali (5.12% contro 5.48%). L'indice di Sharpe suggerisce che i fondi convenzionali hanno una performance superiore ai fondi etici. L'indice di mercato presenta un rendimento più alto (6.40%) ma anche una rischiosità notevolmente più alta (17.49%). Infine, i costi medi(Expense Ratio) sono leggermente più alti per i fondi etici (2.71% contro 2.41%).

Tabella 18 - Statistiche riassuntive sui fondi canadesi (da Gennaio 94 a Gennaio 03)

<b>Fondi</b>	<b>Rendimenti medi</b>	<b>Deviazione Standard</b>	<b>Indice Sharpe</b>	<b>Expense Ratio</b>	<b>Numero fondi</b>
Etici	5.12%	14.21%	0.05	2.71%	8
Convenzionali	5.48%	14.05%	0.08	2.41%	267
S&P/TSX Index	6.40%	17.49%	0.12		

[Fonte: Bauer - Derwall - Otten (2007) pg114]

<sup>116</sup> La maggior parte di questi studi sono stati condotti nel mercato Americano in quanto maggiormente sviluppato rispetto a quello Europeo (eccetto il mercato del Regno Unito). Esistono soltanto due studi che realizzano analisi di alcuni mercati europei: Kreander et al. (2005) e Bauer et al. (2005)

<sup>117</sup> Attualmente il sito è noto come <http://www.theglobeandmail.com>

Successivamente, per approfondire i dati ottenuti precedentemente, viene svolta un'indagine tramite un modello a singolo fattore. Nella fattispecie viene fatta un'analisi sulla base del CAPM e viene applicato l'indice alpha di Jensen. Come spiegato nel precedente paragrafo, per misurare le performance dei fondi etici e convenzionali con l'alpha di Jensen si deve ricorrere all'equazione  $(R_{i,t} - R_{f,t}) = \alpha_i + \beta_i(R_m - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t}$  dove  $R_{i,t}$  indica il rendimento del fondo  $i$ ,  $R_{f,t}$ , il tasso risk-free misurato con il tasso 30 giorni T-Bill e  $R_m$  il rendimento di mercato per il periodo  $t$ ;  $R_m - R_{f,t}$  è l'eccesso di rendimento del portafoglio di mercato costruito usando il database di Worldscope.

Tabella 19 - Stime del modello ad un fattore.

Fondi	$\alpha$	$\beta$	Adj. R <sup>2</sup>
Etici	-2.93(-1.74)	0.84(35.56)	0.91
Convenzionali	-2.56(-1.67)	0.84(-23.31)	0.92
Differenza	-0.37(-0.31)	0(-0.07)	-0.01

[Fonte: Bauer, R. - Derwall, J. - Otten, R. (2007) pg 115]

I risultati ottenuti (tabella 19) mostrano che né alpha né beta sono staticamente significativi. Per quanto riguarda l'alpha (-2.93% e -2.56%) è statisticamente significativo a un livello del 10% mentre il beta (0.84% e 0.84%) è statisticamente significativo a un livello del 1%. I valori tra le parentesi mostrano la statistica T, la quale deriva dall'autocorrelazione ed eteroschedasticità di Newey-West e standard error costante.

Siccome molti gestori dei fondi utilizzano screen etici nelle loro politiche, è possibile utilizzare, in quanto più appropriato per valutare le performance dei fondi etici, indici etici piuttosto che indici tradizionali. Così, al fine di ricavare l'alpha di Jensen, è stato utilizzato il Jantzi Social Index (Tabella 20).

Tabella 20 - Risultati empirici utilizzando indici etici

Fondi	$\alpha$	$\beta$	Adj. R <sup>2</sup>
Etici	-0.58(-0.24)	0.68(10.31)	0.74
Convenzionali	-0.30(-0.11)	0.67(7.82)	0.75
Differenza	-0.28(-0.23)	0.01(0.20)	-0.01

[Fonte: Bauer - Derwall - Otten (2007) pg 116]

Anche in questo caso non si raggiunge un valore di alpha statisticamente rilevante. In conclusione il modello a un singolo fattore non riesce a trovare una differenza significativa tra le performance dei fondi etici e le performance dei fondi convenzionali.

Quindi, per poter superare i limiti del modello a un singolo fattore e poter analizzare le performance dei fondi canadesi, può essere utilizzato un modello multifattoriale e più precisamente un modello a quattro fattori. È possibile quindi estendere l'alpha di Jensen tenendo conto di fattori ulteriori:

$$(R_{i,t} - R_{f,t}) = \alpha_i + \beta_{0i}(R_m - R_{f,t}) + \beta_{1i}SMB_t + \beta_{2i}HML_t + \beta_{3i}MOM_t + \beta_{4i}US_t + \varepsilon_{i,t}$$

dove  $SMB_t$  corrisponde alla differenza di rendimento tra un piccolo portafoglio e un grande portafoglio per il mese  $t$ ;  $HML_t$  rappresenta la differenza di rendimento tra un portafoglio conservativo ed un portafoglio in crescita nel mese  $t$ ;  $MOM_t$  indica la differenza di rendimento tra un portafoglio dei passati dodici mesi vincente ed un portafoglio dei passati dodici mesi perdente nel mese  $t$ ; infine  $US_t$  è l'eccesso del rendimento del dollaro canadese sull'indice S&P500 nel mese  $t$ .

Tabella 21 - Stime del modello multifattore

Fondi	$\alpha$	$R_m - R_f$	SMB	HML	MOM	US	Adj. $R^2$
Etici	-3.26 (-2.68)	0.84 (30.45)	0.30 (7.17)	0.01 (0.89)	0.01 (0.65)	0.07 (2.95)	0.95
Convenzionali	-2.94 (-3.30)	0.86 (37.25)	0.31 (11.64)	0.02 (1.18)	0.02 (0.91)	0.05 (2.02)	0.97
Differenza	-0.31 (-0.28)	0.02 (-0.72)	-0.01 (-0.21)	-0.01 (-0.47)	-0.01 (-0.40)	0.02 (0.88)	-0.03

[Fonte: Bauer - Derwall - Otten (2007) pg 118]

Come si può notare dalla tabella 21, il valore di  $R^2$  è più alto rispetto al modello a un fattore; ciò indica che il modello multifattore è maggiormente capace di spiegare a livello aggregato i rendimenti dei fondi d'investimento. L'alpha indica una sottoperformance sia per i fondi etici che per i fondi convenzionali; SMB indica che sia i fondi etici che convenzionali sono significativamente esposti ai fattori di mercato e ciò indica una predominanza delle piccole capitalizzazioni; HML e MOM sono non significativi e l'US indica che l'aggiunta di elementi stranieri non influisce in modo sostanziale sulla stima dell'alpha.

In conclusione anche il modello multifattore non trova differenze significative tra i fondi etici ed i fondi convenzionali<sup>118</sup>.

Anche altri autori hanno svolto ricerche analoghe come Cortez, M. et al. (2009)<sup>119</sup> e Vandone (2003)<sup>120</sup> arrivando a conclusioni simili: le performance dei fondi etici non presentano differenze significative rispetto alle performance dei fondi tradizionali.

## **5.7 Modelli multi-input/multi-output**

Indipendentemente da ciò che viene dimostrato dalle ricerche empiriche, è evidente che le motivazioni che inducono gli investitori ad investire i propri risparmi nei fondi d'investimento etici non si limitano al solo desiderio di ottenere il profitto più elevato possibile ma riguardano anche la volontà di soddisfare i propri ideali inerenti a elementi di solidarietà e di responsabilità sociale.

Nel momento in cui si valuta la performance dei fondi etici, questa duplice motivazione non può essere trascurata. A fronte di ciò gli indicatori di performance classici non sono idonei, in quanto presuppongono, per definizione, che gli unici aspetti da valutare siano il rendimento atteso ed il rischio trascurando totalmente l'aspetto etico. Per far fronte a questo problema è possibile utilizzare metodologie differenti rispetto a quelle tradizionali, e la più importante è la metodologia proposta da Charnes, Cooper e Rhodes (CCR) nel 1978, la cosiddetta Data Envelopment Analysis (DEA).

Inoltre, grazie agli studi condotti da Basso e Funari (2002) è possibile adattare la metodologia DEA allo specifico caso dei fondi comuni d'investimento etici creando un sistema multi-input/multi-output in virtù del quale è possibile ordinare i fondi non solo in base al rendimento, al rischio ed ai costi (siano essi di sottoscrizione o di riscatto) ma anche in base alle finalità etiche proprie del fondo.

### **5.7.1 Data Envelopment Analysis (DEA)**

La metodologia proposta da Charnes, Cooper e Rhodes (CCR), la cosiddetta Data Envelopment Analysis (DEA), viene utilizzata per calcolare la funzione di produzione in vari ambiti aziendali, in particolare nelle istituzioni pubbliche con autonomia decisionale e finalità non profit quali scuole, ospedali ed università.

---

<sup>118</sup> Bauer - Derwall - Otten (2007) pg 122.

<sup>119</sup> Cortez - Silvia - Areal (2009) pg 576 e ss.

<sup>120</sup> Vandone (2003) pg 26 e ss.

L'idea alla base consiste nel misurare empiricamente l'efficienza produttiva relativa alle unità produttive (Decision Market Unit: DMU) del campione di imprese analizzato, utilizzando un indicatore di efficienza che è essenzialmente definito come il rapporto tra una somma pesata degli output (che misurano il raggiungimento dei diversi obiettivi) ed una somma pesata degli input (ovvero le risorse richieste dall'unità decisionale per raggiungere gli obiettivi prefissati). Il problema principale consiste nel determinare i pesi che vanno applicati agli input e agli output, ma alcuni autori suggeriscono di definire l'indicatore di efficienza scegliendo per ciascuna unità i pesi ad essa più favorevoli. I pesi "più favorevoli" prescelti saranno quelli che rendono massimo il valore del rapporto che definisce l'efficienza dell'unità considerata<sup>121</sup>.

La misura di efficienza DEA per l'unità decisionale  $j$  è determinata risolvendo il seguente problema di massimizzazione:

$$\max_{(u_r^*, v_i^*)} \frac{\sum_{r=1}^s u_r^* y_{rj_0}}{\sum_{i=1}^m v_i^* x_{ij_0}}$$

con i vincoli:

$$\frac{\sum_{r=1}^s u_r^* y_{rj}}{\sum_{i=1}^m v_i^* x_{ij}} \leq 1 \quad (j = 1, 2, \dots, n)$$

$$u_r \geq 0 \quad (r = 1, 2, \dots, s)$$

$$v_i \geq 0 \quad (i = 1, 2, \dots, m)$$

dove  $j=1,2,\dots,n$  rappresentano le unità decisionali;  $r=1,2,\dots,s$  rappresentano gli output;  $i=1,2,\dots,m$  rappresentano gli input;  $u_r^*$  e  $v_i^*$  sono i pesi ottimali rispettivamente dell'ammontare dell'output  $r$  per l'unità  $j$  e dell'ammontare dell'input  $i$  per l'unità  $j$ .

Questo però è un problema di programmazione lineare frazionaria che, per essere risolto, deve essere convertito in un problema di programmazione lineare<sup>122</sup>. Per ricondurre la forma frazionaria a quella lineare è sufficiente normalizzare il denominatore assegnandogli un valore arbitrario pari, ad esempio, all'unità. Pertanto la soluzione si otterrà massimizzando il numeratore ed includendo il vincolo:

<sup>121</sup> Basso - Funari (2002) pg 103-104.

<sup>122</sup> Per poter risolvere i problemi di massimo e minimo è necessario fare riferimento alla teoria e ai metodi di programmazione lineare. La programmazione lineare (PL oppure LP) è quella branca della ricerca operativa che si occupa di studiare algoritmi di risoluzione per problemi di ottimizzazione lineari.

$$\sum_{i=1}^m v_i^* x_{ij} = 1$$

in questo modo si ottiene il problema di programmazione equivalente, indicato come modello lineare input-oriented CCR:

$$\max \sum_{r=1}^s u_r^* y_{rj_0}$$

con i vincoli:

$$\begin{aligned} \sum_{i=1}^m v_i^* x_{ij_0} &= 1 \\ \sum_{r=1}^s u_r^* y_{rj} - \sum_{i=1}^m v_i^* x_{ij} &\leq 0 \quad j = 1, 2, \dots, n \\ u_r^* &\geq 0 \quad r = 1, 2, \dots, s \\ v_i^* &\geq 0 \quad i = 1, 2, \dots, m \end{aligned}$$

Si potrebbe anche porre  $u_r^*$  e  $v_i^* \geq \varepsilon$  piuttosto che  $u_r^*$  e  $v_i^* \geq 0$ , dove  $\varepsilon$  è una quantità positiva infinitesima, al fine di evitare che una DMU palesemente inefficiente nel consumo di una certa unità di input possa rendere “trasparente” la propria inefficienza assegnando un peso nullo a tale fattore<sup>123</sup>.

Il processo DEA può essere utilizzato anche per valutare le performance dei fondi comuni d'investimento; in particolare è utile per definire indicatori di performance che tengano, oltre al rendimento e al rischio, anche dei costi di sottoscrizione e di riscatto e possano prendere in considerazione diverse misure di rischio simultaneamente.

### 5.7.2 Indici DPEI, $I_{DEA-1}$ , $I_{DEA-E}$

Un primo indicatore di performance dei fondi comuni che applica la metodologia DEA è l'indice DPEI sviluppato da Murthi, Choi e Desai nel 1997. Questo indicatore considera il rendimento del fondo comune come unico output e lo scarto quadratico medio del rendimento ed i costi di transazione come input, assieme ad altri oneri, quali

---

<sup>123</sup> Cooper - Seiford - Tone (2007) pg 22 e ss.



le spese operative, le commissioni di gestione, le spese di mercato ed amministrative e ad un rapporto che misura il turnover delle transazioni.

Successivamente viene sviluppato da Basso e Funari (2002)<sup>124</sup> un indicatore denominato  $I_{DEA-1}$ , che da un lato generalizza l'indice DPEI permettendo di valutare diverse misure di rischio simultaneamente e dall'altro si discosta riguardo ai costi di transazione presi in considerazione. In particolare Basso e Funari sostengono che: *"l'indice  $I_{DEA-1}$  include tra gli input solamente i costi di sottoscrizione e di riscatto che gravano direttamente sull'investitore, tralasciando invece gli altri oneri che risultano già dedotti dalle quotazioni dei fondi"*.

Riportiamo in seguito i risultati delle ricerche di Basso e Funari.

Si consideri un insieme di n fondi comuni d'investimento  $j=1, 2, \dots, n$  con rendimenti rischiosi  $R_j$  e siano:

- $o_j$  una misura del rendimento del fondo;
- $q_1, \dots, q_h$  h misure di rischio per il fondo j;
- $c_1, \dots, c_k$  k costi di sottoscrizione e/o di riscatto richiesti dal fondo;
- u peso attribuito alla misura del rendimento  $o_j$ ;
- $v_i$  peso attribuito alla misura di rischio  $i(i=1, 2, \dots, h)$
- $w_i$  peso attribuito al costo  $i(i=1, 2, \dots, k)$

Come output si considera il rendimento atteso o l'extrarendimento atteso mentre come input il modello considera i costi di sottoscrizione, di riscatto e diverse misure di rischio tra le quali lo scarto quadratico medio del rendimento  $\sigma_j$ , la radice dell'indicatore di rischio half-variance  $\sqrt{HV_j}$  e il coefficiente beta  $\beta_j$ .

L'indice di performance  $I_{DEA-1}$  per il fondo  $j_0$ ,  $I_{j_0, DEA-1}$ , è calcolato come valore ottimo della funzione obiettivo del seguente problema di massimizzazione:

$$\max_{(u, v_i, w_i)} \frac{u o_{j_0}}{\sum_{i=1}^h v_i q_{i j_0} + \sum_{i=1}^k w_i c_{i j_0}}$$

con i vincoli:

$$\frac{u o_j}{\sum_{i=1}^h v_i q_{i j} + \sum_{i=1}^k w_i c_{i j}} \quad j = 1, 2, \dots, n$$

<sup>124</sup> Basso - Funari (2002) pg 106 e ss.

$$\begin{aligned}
u &\geq \varepsilon \\
v_i &\geq \varepsilon \quad i = 1, 2, \dots, h \\
w_i &\geq \varepsilon \quad i = 1, 2, \dots, k
\end{aligned}$$

Pertanto si ha:

$$I_{j_0, DEA-1} = \frac{u^* o_{j_0}}{\sum_{i=1}^h v_i^* q_{i_{j_0}} + \sum_{i=1}^k w_i^* c_{i_{j_0}}}$$

dove con l'asterisco sono indicati i valori ottimi delle variabili.

La definizione dell'indice  $I_{DEA-1}$  si presta abbastanza bene ad una generalizzazione che mira alla definizione di una procedura di valutazione dell'efficienza dei fondi comuni etici, in grado di tener conto degli scopi etici del fondo stesso.

Il primo passo in questa direzione consiste nel definire un indicatore di eticità che misuri il livello di responsabilità sociale dei vari fondi. Indichiamo, quindi, con il simbolo  $e_j$  (con  $j=1, 2, \dots, n$ ) l'indicatore del livello di eticità del fondo  $j$ , che supponiamo rappresenti un numero non negativo. Allora è possibile definire una nuova misura di performance che tenga conto di questo secondo output associato al livello di eticità. Gli output saranno pertanto formati dalla misura di rendimento atteso  $o_j$  e dal livello di eticità  $e_j$ ; indicheremo questo nuovo indicatore come  $I_{DEA-E}$  e per il fondo  $j_0$  sarà uguale alla seguente espressione

$$I_{j_0, DEA-E} = \frac{u_1^* o_{j_0} + u_2^* e_{j_0}}{\sum_{i=1}^h v_i^* q_{i_{j_0}} + \sum_{i=1}^k w_i^* c_{i_{j_0}}}$$

dove  $I_{j_0, DEA-E} \geq I_{j_0, DEA-1}$  con  $j_0=1, 2, \dots, n$ ; questo risultato è intuibile in quanto aggiungendo un indicatore di output in un problema di misurazione di efficienza DEA si può solo migliorare il punteggio che indica l'efficienza totale.

### 5.7.3 Analisi empirica in base all'indice $I_{DEA-E}$

Basso e Funari hanno svolto una ricerca empirica sui fondi italiani nel 2002, utilizzando queste nuove misure di performance. Nell'indagine sono stati considerati i rendimenti logaritmici settimanali di 50 fondi costituiti da 18 fondi obbligazionari (non etici), 23 azionari (non etici), 5 obbligazionari (etici) e 4 azionari (etici), i cui dati si riferiscono ai prezzi netti rilevati il lunedì di ogni settimana, durante il periodo che va dal 09/06/1997 all'11/06/2001. Nell'analisi sono stati utilizzati come benchmark i rendimenti settimanali

dell'indice Mibtel della Borsa di Milano (valore di chiusura) e il tasso di rendimento istantaneo del Buono Ordinario del Tesoro (BOT) a 12 mesi. Al fine di calcolare l'indice  $I_{DEA-E}$  è stata adoperata come prima variabile il rendimento medio calcolato sui dati storici rilevati nel periodo d'indagine e come seconda variabile si è considerato un indicatore del livello di eticità dei fondi di investimento. Ai fondi che non perseguono finalità etiche si è attribuito una misura di eticità nulla, mentre ai fondi etici è stato associato un numero reale positivo in base al livello di eticità del fondo (1 per un basso grado di eticità, 1.5 per un grado medio-basso, 2 per un grado medio e 3 per un alto grado di eticità). Inoltre, fra le variabili di input si sono inclusi i costi percentuali di sottoscrizione per diverse classi d'investimento iniziale ed i costi percentuali di riscatto relativi a diversi orizzonti temporali d'investimento (1, 2 e 3 anni).

I risultati principali dell'analisi sono esposti nella tabella 22 per i fondi obbligazionari e nella tabella 23 per quelli azionari. Per ciascun fondo si riporta il livello di eticità (determinato in base alle stime del sito web axia<sup>125</sup>), il valore dell'indice  $I_{DEA-E}$  che tiene conto della natura etica dell'investimento ed il valore dell'indice  $I_{DEA-I}$  che trascura l'aspetto etico. Accanto al valore degli indici di performance si riporta la posizione di ciascun fondo nell'ordinamento indotto da tali indici. Come si può notare, a tutti i fondi obbligazionari etici è associato un valore dell'indicatore di performance  $I_{DEA-E}$ , uguale ad uno; pertanto tutti i fondi etici obbligazionari sono risultati efficienti rispetto agli altri fondi inclusi nel campione d'indagine. Invece tra i fondi azionari etici risultano efficienti, in base all'analisi intrapresa, solo i fondi Euromobiliare Green Equity Fund e il fondo Sanpaolo azionario internazionale etico. Dalla tabella 22 si può osservare come alcuni fondi obbligazionari che risultano efficienti non lo sono più quando le caratteristiche di eticità dell'investimento vengono trascurate, come, ad esempio, il caso dei fondi Azimut Solidity, Ras Cedola e Sanpaolo obbligazionario etico. Dalla tabella 23 emerge, invece, che gli indicatori  $I_{DEA-E}$  e  $I_{DEA-I}$  assumono gli stessi valori. Questa circostanza può essere spiegata dal fatto che i fondi con elevato livello di eticità risultano efficienti già sulla base di considerazioni relative al rendimento, al rischio ed ai costi d'investimento; mentre dall'altro lato, i fondi azionari con livello di eticità basso sono quelli con risultati peggiori anche in termini di rendimento, rischiosità e oneri a carico del sottoscrittore<sup>126</sup>.

---

<sup>125</sup> il sito <http://www.axiaonline.it> è attualmente in costruzione.

<sup>126</sup> Basso - Funari (2002) pg 110 e ss.

Tabella 22 - Ricerca empirica svolta sui fondi obbligazionari

Fondo	Livello etico	I <sub>DEA-E</sub>	Ordin.	I <sub>DEA-1</sub>	Ordin.
1.Arca Bond	-	0.935	10	0.935	7
2.Azimut .Rend. Int.	-	0.201	20	0.201	18
3.Epta92	-	0.201	19	0.212	17
4.Comit Obbligaz. Esterno	-	0.483	13	0.483	11
5.Imi Bond	-	0.191	21	0.191	19
6.Investire glob. Bond	-	0.667	11	0.667	8
7.Oasi Bond Risk	-	0.972	9	0.972	6
8.Primebond Int.	-	0.297	15	0.297	13
9.Sanpaolo Bonds	-	0.128	23	0.128	22
10.Fondicri Primary Bond	-	0.233	17	0.233	15
11.Centrale Money	-	0.099	24	0.099	23
12. Eurom. Int. Bond	-	0.221	18	0.221	16
13.Bpb Tiepolo	-	0.605	12	0.605	9
14.IAM Obiettivo Reddito	-	0.172	22	0.172	20
15.Eptabond	-	0.389	14	0.389	12
16.Fideurman	-	1.000	1	1.000	1
17.Oasi Euro Risk	-	1.000	1	1.000	1
18.Prime Bond Euro	-	0.246	16	0.246	14
19.Azimut Solidity	2	1.000	1	0.571	10
20.Bip.F.Et.R.Caput Mundi	1	1.000	1	1.000	1
21.Ras Cedola	1.5	1.000	1	0.000	24
22.Sanpaolo Obb.Est.Etico	2	1.000	1	1.000	1
23.Sanpaolo Obb Etico	3	1.000	1	0.149	21
24.BOT	-	1.000	1	1.000	1

[Fonte: Basso - Funari (2002) pg 112-133]

Tabella 23 - Ricerca empirica svolta sui fondi azionari

<b>Fondo</b>	<b>Livello etico</b>	<b>I<sub>DEA-E</sub></b>	<b>Ordin.</b>	<b>I<sub>DEA-1</sub></b>	<b>Ordin.</b>
1.Arca	-	0.931	8	0.931	8
2.Azimut Borse Int	-	0.834	13	0.834	13
3.Central Global	-	0.596	24	0.596	24
4.Epta-International	-	0.468	28	0.468	28
5.Fideuram Azione	-	0.699	19	0.699	19
6.Fondicri Int	-	0.828	14	0.828	14
7.Comit Int.	-	0.746	17	0.746	17
8.Investire int	-	0.633	21	0.633	21
9.Prime Global	-	0.684	20	0.684	20
10.Sanpaolo Internazionale	-	0.593	25	0.593	25
11.Centrale Italia	-	0.875	11	0.875	11
12.Epta Azioni Italia	-	0.811	16	0.811	16
13.Fondicri Sel. Italia	-	1.000	1	1.000	1
14.Comit Azioni Italia	-	1.000	1	1.000	1
15.Gesticredit Borsit	-	0.893	10	0.893	10
16.Imy Italy	-	0.857	12	0.857	12
17.Investire Azioni	-	1.000	1	1.000	1
18.Oasi Azionario Italia	-	1.000	1	1.000	1
19.Azimut Europa	-	0.898	9	0.898	9
20.Gesticredit Euro Az.	-	0.605	23	0.605	23
21.Imi Europe	-	0.707	18	0.707	18
22.Investire Europa	-	0.485	27	0.485	27
23.Sanpaolo Europe	-	0.565	26	0.565	26
24.Eurom.Green E.F	3	1.000	1	1.000	1
25.Gestnord Ambiente	1	0.619	22	0.619	22
26.Sanpaolo Az. Int. Etico	3	1.000	1	1.000	1
27.Sanpaolo Salute e Ambiente	1	0.957	7	0.957	7
Indice Mibtel	-	0.821	15	0.821	15

[Fonte: Basso - Funari (2002) pg 113-134]

## Conclusioni

Il dubbio che le performance possano risentire in negativo dei filtri sociali applicati dai fondi etici è sicuramente una tematica pertinente ed attuale. In letteratura ci sono numerose teorie discordanti: alcune dimostrano una correlazione positiva tra atteggiamento etico e performance economico-finanziaria, altre, invece, il risultato opposto, ovvero un implicito costo da sostenere per investire secondo criteri etici. Talvolta, invece, si è giunti ad affermare l'assenza di un legame di dipendenza tra le due entità. Nonostante i numerosi studi e le numerose teorie, si è cercato, tramite l'analisi di ricerche empiriche di dare una soluzione che sia universalmente accettabile. L'analisi dei costi proposta da Vandone ha dimostrato che la presenza di criteri di selezione etici non incrementa affatto i costi diretti per gli investitori, diversamente da quanto ci si sarebbe potuti aspettare in linea di principio: anzi, in molti casi, le spese a carico dei risparmiatori vengono ridotte. Le analisi della performance, sia essa fatta tramite un modello a singolo fattore o tramite modelli multifattore non hanno evidenziato differenze statisticamente rilevanti tra i fondi etici e quelli tradizionali. Tuttavia lo studio è stato svolto sul mercato canadese che, in quanto più sviluppato rispetto al mercato europeo (ad eccezione del mercato inglese), potrebbe portare a risultati diversi. Indipendentemente dal mercato considerato si è cercato, infine, di definire una misura di performance che considerasse l'aspetto etico del fondo, in quanto ciò che motiva l'investitore non è solo l'ottenimento del massimo profitto con il minimo rischio ma anche il raggiungimento dei propri ideali di solidarietà e responsabilità sociale. Tramite lo sviluppo di un modello multi-input/multi-output si è definita la misura di performance  $I_{DEA-E}$  che per definizione risulta maggiore o uguale rispetto a qualsiasi altra misura di performance che non tenesse conto dell'aspetto etico. Infine si è riportata la ricerca svolta da Basso e Funari la quale ha evidenziato che i fondi obbligazionari etici sono risultati efficienti; trascurando però l'aspetto etico, tale efficienza viene meno. Per quanto riguarda gli azionari etici, non tutti risultano efficienti; questa circostanza può essere spiegata dal fatto che questi fondi evidenziavano lacune ancor prima d'introdurre la variabile etica.

## CONCLUSIONI

Le problematiche ambientali, sociali e di governance hanno assunto negli ultimi anni una notevole importanza. Ciò è dovuto al desiderio intrinseco degli operatori di vedere soddisfatti i propri valori ed ideali verso fini solidaristici e di responsabilità sociale, oltre alle buone prospettive di guadagno che si possono realizzare. Complice la recente crisi finanziaria, è aumentato nel tempo il desiderio d'investire responsabilmente; infatti, negli ultimi anni l'espansione della finanza etica, in particolare dei fondi etici, non conosce arresto. Il modo di operare di questi fondi è cambiato nel tempo: inizialmente le finalità etiche venivano soddisfatte esclusivamente tramite l'applicazione di screening negativi, escludendo società o progetti che non rispettavano determinati requisiti. In seguito furono aggiunti anche screening positivi, ossia si orientava il finanziamento verso aziende che mostravano sensibilità per l'ambiente ed il sociale. Furono successivamente presi in considerazione anche aspetti inerenti al complesso dell'organizzazione e della gestione dell'impresa, analizzando il ruolo che la stessa svolgeva all'interno della comunità. Oggigiorno, grazie a Eurosif, è possibile promuovere e formalizzare le strategie utilizzate in passato in modo tale da renderle comparabili ed introdurre di nuove. Questa organizzazione ha infatti individuato sette distinte strategie utilizzate per selezionare le imprese secondo criteri ambientali, sociali e di governance:

1. Sustainability Themed;
2. Best-in-Class;
3. Norms-based screening;
4. Exclusions;
5. ESG Integration;
6. Engagement and Voting;
7. Impact Investing.

A seconda della predisposizione degli asset manager o in base ai risultati che il fondo vuole raggiungere è possibile sceglierne una tra quelle sopra indicate. I contenuti e gli obiettivi che queste si prefiggono, seppur diversi, sono tra loro correlati e molto spesso vengono utilizzati simultaneamente.

Le strategie delineate rappresentano la forza di questa industria unitariamente alla creatività degli operatori nel realizzare nuovi prodotti o nuovi tipi di approcci. La veloce e naturale evoluzione del settore, combinata con un alto grado d'innovazione e la frammentazione delle aspettative sull'analisi finanziaria, rappresentano la reale sfida per il futuro successo di SRI, in particolare quando si tratta di normalizzazione e comparabilità.

Gli studi condotti negli anni hanno fatto notare che ognuna di queste strategie SRI è cresciuto esponenzialmente. L'approccio dominante rimane quello tradizionale (Exclusions e Norms-based screening), anche se nuove strategie, come l'Impact Investment, stanno emergendo.

Nonostante questo imponente sviluppo la finanza responsabile ha ancora un grosso potenziale di crescita, grazie all'ingresso di nuovi investitori istituzionali, favoriti da una legislazione propensa alla diffusione di pratiche e comportamenti volti alla trasparenza ed alla comparabilità.

A supporto di queste strategie è da segnalare la proliferazione di organizzazioni indipendenti che si occupano di assegnare alle imprese o a un determinato business "rating" etici, ovvero strumenti di misura e di valutazione delle performance sociali, ambientali e di governance, adattabili al maggior numero di problemi ed in grado di confrontare tra loro questioni diverse, ad un costo accettabile.

Entrare a far parte di un indice etico è molto importante perché ciò rappresenta una sorta di certificazione di qualità sull'impegno sociale e ambientale di un'azienda e un riconoscimento alla sua attività. Esiste anche un aspetto meramente finanziario; dato che una parte dei fondi etici presenti sui mercati investono i propri asset prendendo a riferimento i titoli delle società che compongono un determinato indice etico, l'essere presenti in un paniere etico significa avere una grossa visibilità all'interno del mercato. Inoltre tali indici rendono più semplice ed immediato il confronto tra il rendimento di un paniere di beni costruito secondo criteri socialmente responsabili e di uno costruito secondo criteri tradizionali. Proprio per questo motivo gli indici etici vengono utilizzati, ad esempio, da chi colloca sul mercato fondi comuni d'investimento etici, come indici benchmark per misurare la redditività che un prodotto può offrire.

Il dubbio che le performance possano risentire in negativo dei filtri sociali applicati dai fondi etici è sicuramente una tematica pertinente ed attuale. In letteratura ci sono



numerose scuole di pensiero discordanti: alcune dimostrano una correlazione positiva tra atteggiamento etico e performance economico-finanziaria, altre, invece, il risultato opposto, ovvero un implicito costo da sostenere per investire secondo criteri etici. Talvolta, invece, si è giunti ad affermare l'assenza di un legame di dipendenza tra le due entità. Per poter giungere ad una soluzione universalmente accettata, è necessario analizzare i due fattori che maggiormente influenzano i rendimenti: i costi e le performance. In relazione al primo fattore, la ricerca di Vandone ha dimostrato che la presenza di criteri di selezione etici non incrementa affatto i costi diretti per gli investitori, diversamente da quanto ci si sarebbe potuti aspettare in linea di principio; in molti casi, al contrario, le spese a carico dei risparmiatori vengono ridotte. Ciò è dovuto, in primo luogo, all'alta percentuale dei fondi no load più elevata per i fondi socialmente responsabili, comportando un'assenza di costi direttamente a carico del sottoscrittore. Inoltre, anche quando queste commissioni sono previste, il loro valore è in media più contenuto rispetto a quello dei fondi non etici. Infine nessun fondo socialmente responsabile applica agli investitori commissioni di uscita.

Per quanto riguarda le performance si è proceduto ad analizzare gli studi di Bauer et al i quali inizialmente tramite un modello ad un singolo fattore e successivamente tramite modelli multifattore non hanno evidenziate differenze statisticamente rilevanti nei rendimenti tra i fondi d'investimento etici e tradizionali.

Tuttavia indipendentemente da ciò che viene dimostrato dalle ricerche empiriche, è evidente che le motivazioni che inducono gli investitori ad investire i propri risparmi nei fondi d'investimento etici non si limitano al solo desiderio di ottenere il profitto più elevato possibile ma riguardano anche la volontà di soddisfare i propri ideali inerenti a elementi di solidarietà e di responsabilità sociale. A tal fine Basso e Funari hanno cercato di definire un indicatore che superasse tale problema, l'indice  $I_{DEA-E}$ . Tale indice deriva dalla metodologia Data Envelopment Analysis (DEA), la quale viene utilizzata per calcolare la funzione di produzione in vari ambiti aziendali, in particolare nelle istituzioni pubbliche con autonomia decisionale e finalità non profit quali scuole, ospedali ed università. Grazie a  $I_{DEA-E}$  è stato possibile analizzare la situazione italiana dei fondi etici, la quale ha evidenziato che i fondi obbligazionari etici sono risultati efficienti; trascurando però l'aspetto etico, tale efficienza viene meno. Per quanto riguarda gli azionari etici, non tutti risultano efficienti; questa circostanza può essere spiegata dal fatto che questi fondi evidenziavano lacune ancor prima d'introdurre la variabile etica.



## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

**Andruccioli, P. - Messina, A.** (2007), *La finanza utile*, Carocci editore.

**Ang, J.S. - Chua, J.H.** (1979), Composite measures for the evaluation of investment performance, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.14: 361-384.

**Argandoña, A. - Sarsa, D.** (2000), *Ethical funds as a tool for promoting ethics in business*, a paper submitted to the Second International Conference on Cross Cultural Business Ethics London.

**Basso, A. - Funari, S.** (2002), I Fondi comuni di investimento etici in Italia e la valutazione delle performance, in *Il risparmio*, Vol.3: 85-116.

**Bauer, R. - Derwall, J. - Otten, R.** (2007) The Ethical Mutual Fund Performance Debatw: New Evidence from Canada, in *Journal of Business Ethics*, Vol.70: 111-124.

**Charnes, A. - Cooper, W.W. - Rhodes, E.** (1978), Measuring the efficiency of decision making unity, in *European Journal of Operation Research* Vol.2: 429-444.

**Cooper, W.W. - Seiford, L.M. - Tone, K.** (2007), *Data Envelopment Analysis*, Springer.

**Cortez, M.C. - Silva, F. - Arenal, N.** (2009), The performance of European Socially Responsible Funds, in *Journal of Business Ethics*, Vol.87: 573-588.

**Dunfee, T.W.** (2003), Social Investment: Mainstream or Backwater?, in *Journal of Business Ethics*, Vol.43: 247-252.

**Eurosif** (2003), *European SRI Study*.

**Eurosif** (2008), *European SRI Study*.

**Eurosif** (2010), *European SRI Study*.

**Eurosif** (2012), *European SRI Study*.

**Eurosif** (2014), *European SRI Study*.

**Frascaroli, L.** (2012), *Gli investimenti socialmente responsabili e il mondo della previdenza in Italia*, Unipol Gruppo, in:

[http://www.settimanasri.it/wp-](http://www.settimanasri.it/wp-content/uploads/2014/04/120604_Unipol_settimana_SRI_Napoli_Laura_Frascaroli-modalit%C3%A0-compatibilit%C3%A0.pdf)

[content/uploads/2014/04/120604\\_Unipol\\_settimana\\_SRI\\_Napoli\\_Laura\\_Frascaroli-modalit%C3%A0-compatibilit%C3%A0.pdf](http://www.settimanasri.it/wp-content/uploads/2014/04/120604_Unipol_settimana_SRI_Napoli_Laura_Frascaroli-modalit%C3%A0-compatibilit%C3%A0.pdf)

**Freeman, R.E.** (1984), *Strategic management: a stakeholder approach*, Pitman.

**Freeman, R.E.** (2010), *A stakeholder approach to strategic management*, Cambridge University Press.

**Friedman, M.** (1970), The social responsibility of business is to increase its profits, in *New York Times Magazine*.

**Funari, S.** (2011), I "vincitori" in etica: valutazione multicriteriale di fondi socialmente responsabili, in *Il Risparmio*, Vol.4: 79-119.

**Gherardini, J.S.** (2014) in:

[http://www.standardethics.eu/home/admin/piani/44/documents/PressReview\\_Rating\\_EticaNews\\_02apr14.pdf](http://www.standardethics.eu/home/admin/piani/44/documents/PressReview_Rating_EticaNews_02apr14.pdf)

**Intonti, M. - Iannuzzi, A.** (2010), Grado di eticità e pricing dei fondi comuni di investimento etici in Italia, in *Bancaria*, Vol.4: 30-49.

**Jensen, M.C.** (1968), The performance of mutual fund in the period 1945-1964, in *Journal of Finance* Vol.23: 389-416.

**Lunaria.** (2000), *La finanza etica in Italia: come è perché promuoverla*, rapporto redatto da Lunaria per Banca popolare Etica.

**Markowitz, H.M.** (1959), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New York Chapman & Hall.

**Minnetti, F.** (2004), L'introduzione e la crescente rilevanza di profili etici, in *Studi e note di economia*, Vol.2: 141-166.

**Molteni, M.** (2002) *Le performance aziendali connesse alla RSI*, Università Cattolica del Sacro cuore, in:

[http://lavoro.provincia.pc.it/Allegati/Saperne/Prof.\\_Molteni-\\_performance\\_aziendali\\_11112008-102038.pdf](http://lavoro.provincia.pc.it/Allegati/Saperne/Prof._Molteni-_performance_aziendali_11112008-102038.pdf)

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

**Regolamento Consob**, in:

[http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/reg16190.htm?symbblink=/main/intermediari/albo\\_promotori/reg16190.html](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/reg16190.htm?symbblink=/main/intermediari/albo_promotori/reg16190.html)

**Rossi, F. - Turrina, L.** (2013), *Gli investimenti sostenibili e responsabili*, Working paper n.23, Dipartimento di Economia, Università di Verona.

**Ruiz, M.L.** (2012), *CAPM, efficienza, finanza comportamentale*, dispense per lezioni.

**Rusconi, G.** (1997), *Etica e impresa: un'analisi economico aziendale*, Clueb Editore.

**Salvato, F.** (2004), voce *Finanza Etica*, in dizionario della solidarietà. Volontariato, associazionismo, terzo settore, cooperazione. Supplemento al quotidiano l'Unità.

**Sharpe, W.F.** (1966), Mutual fund performance, in *Journal of Business*, Vol.34: 119-138.

**Signori, S.** (2006), *Gli investitori etici: implicazioni aziendali*, Giuffrè editore.

**Signori, S.** (2009), Ethical (SRI) Fund in Italy: a review, in *Business Ethics: a European Review*, Vol.18 :145-164.

**Sparkes, R. - Cowton, C.J.** (2004), The Maturing of Socially Responsible Investment in UK: A Review of The Developing Link With Corporate Social Responsibility, in *Journal of Business Ethics*, Vol.52: 45-57.

**Statuto Banca Popolare Etica in:**

<http://www.bancaetica.it/documento/statuto>

**Tagliavini, G.** (1996), Gli investimenti etici, in *Bancaria*, Vol.52:78-89.

**Testo Unico della Finanza in:**

<http://www.consob.it/main/regolamentazione/tuf/tuf.html?queryid=main.regolamentazione.tuf&resultmethod=tuf&search=1&symblink=/main/regolamentazione/tuf/index.html>

**Tomasi, F. - Russo, A.** (2012), *Il rating etico: un'analisi empirica del modello Standard Ethics*, Standard Ethics, Research Office.

**Treynor, J.L.** (1965), How to rate management of investment fund, in *Harvard Business Review* Vol.43: 63-75.

**Vandone, D.** (2003), *Il mercato italiano dei fondi di investimento socialmente responsabili*, Working paper n.17, Dipartimento di Economia Politica e Aziendale dell'Università degli studi di Milano.

**Viganò, L.** (2001), *La banca etica: esperienze in Italia e all'estero, strategie e innovazione nelle scelte operative*, Bancaria Editrice.

## SITOGRAFIA

**Abcrisparmio**, <http://abcrisparmio.soldionline.it>

**Abi**, <http://www.abi.it>

**Adusbef**, <http://www.adusbef.veneto.it>

**Altraofficina**, <http://www.altraofficina.it>

**Amandafunds**, <http://www.amanafunds.com>

**Assogetsioni**, <http://www.assogestioni.it>

**Axia**, <http://www.axiaonline.it>

**Bancaetica**, <http://www.bancaetica.it>

**Bankpedia**, <http://www.bankpedia.org>

**Borsainside**, <http://www.borsainside.com>

**Borsaitaliana**, <http://www.borsaitaliana.it>

**Efama**, <http://www.efama.org>

**Eiris**, <http://www.eiris.org>

**Eurosif**, <http://www.eurosif.org>

**Finanzadimpresa**, <http://www.finanzadimpresa.eu>

**Globefund**, <http://www.theglobeandmail.com>

**Lunaria**, <http://www.lunaria.org>

**Metodistiterni**, <http://metodistiterni.wordpress.com>

**Morningstar**, <http://www.morningstar.it>

**Msci**, <http://www.msci.com>

**Osservatoriofinanziario**, <http://www.osservatoriofinanziario.it>

**Performancetrading**, <http://www.performancetrading.it>

**Repubblica**, <http://www.repubblica.it>

**Standardethicsindices**, <http://www.standardethicsindices.eu>

**Unglobalcompact**, <https://www.unglobalcompact.org>

**Unpri**, <http://www.unpri.org>

**Web**, <http://web.net>

**Vigeo**, <http://www.vigeo.com>



## **RINGRAZIAMENTI**

*La realizzazione del presente lavoro è stata possibile grazie alla disponibilità ed all'aiuto prezioso della Prof.ssa Maria Laura Ruiz, la quale mi ha fornito tempestivamente preziosi ed utili consigli sullo svolgimento della ricerca.*

*Ringraziamenti speciali sono per i miei genitori, Fulda e Nello, che mi hanno sempre sostenuto nei miei percorsi di studio, per il mio amico Stefano che mi ha aiutato nei momenti difficili e per la mia ragazza Valentina che mi è sempre stata vicino.*