



**UNIVERSITA' DI PISA**  
**Dipartimento di Economia e Management**

**Corso di Laurea Magistrale in**  
**“Banca, Borsa e Assicurazioni”**

*Tesi di Laurea*

**LO SVILUPPO DELL'INVESTIMENTO**  
**SOCIALMENTE RESPONSABILE (SRI) IN**  
**EUROPA: UN'ANALISI QUALI-QUANTITATIVA**

Relatore  
Prof.ssa Maria Cristina Quirici

Candidato  
Simone Tognarelli

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b>	1
<b>CAPITOLO PRIMO - L'INVESTIMENTO SOCIALMENTE RESPONSABILE (SRI) IN EUROPA: PROFILI DEFINITORI ED EVOLUZIONE QUALI-QUANTITATIVA</b>	
<b>1.1 La finanza etica: profili definatori</b>	3
1.1.1 Dal "Manifesto della finanza etica"...	4
1.1.2 ... alla "Carta dell'Investimento Sostenibile e Responsabile" in Italia	6
<b>1.2 Principi e convenzioni internazionali in materia</b>	9
<b>1.3 Da Vigeo a <i>Eurosif</i></b>	12
1.3.1 Vigeo: il <i>forum</i> della finanza sostenibile	12
1.3.2 <i>Eurosif: European Sustainable Investment Forum</i>	13
<b>1.4 L'evoluzione delle strategie utilizzate nello SRI: un primo sguardo d'insieme</b>	14
<b>1.5 L'evoluzione dello SRI in Europa</b>	19
<b>1.6 Gli investitori presenti nel panorama europeo</b>	21
<b>1.7 Profili quantitativi dello SRI nei fondi <i>retail</i> Europei</b>	23
1.7.1 Caratteri introduttivi	24
1.7.2 Quanti fondi SRI <i>retail</i> sono disponibili sul mercato?	25
1.7.3 Qual è la dimensione degli <i>asset</i> sotto gestione per i fondi SRI <i>retail</i> Europei?	27
1.7.4 Qual è la quota di mercato dei fondi SRI <i>retail</i> all'interno del totale <i>retail</i> Europeo?	29
1.7.5 Quali sono i più grandi fondi SRI <i>retail</i> ?	30
1.7.6 Qual è l' <i>asset allocation</i> preferita per i fondi SRI <i>retail</i> ?	31
1.7.7 Qual è la <i>performance</i> e i costi dei fondi SRI <i>retail</i> ?	32
<b>1.8 I prodotti e i processi dell'investimento socialmente responsabile</b>	33
<b>1.9 I principali <i>drivers</i> del mercato europeo e previsioni future</b>	37

## **CAPITOLO SECONDO – L’EVOLUZIONE DELLE STRATEGIE IN EUROPA: ASPETTI QUALI-QUANTITATIVI**

<b>2.1 Le strategie SRI e le sue possibili combinazioni</b>	39
<b>2.2 Sustainability Themed Investments</b>	39
<b>2.3 Best-in-Class</b>	41
<b>2.4 Norms-based Screening</b>	43
<b>2.5 Exclusion</b>	46
<b>2.6 Integration</b>	51
<b>2.7 Engagement and Voting</b>	56
<b>2.8 Impact Investing</b>	60

## **CAPITOLO TERZO – ANALISI DELLO SRI PER SINGOLO PAESE DEL NORD EUROPA**

<b>3.1 Stati Baltici (Estonia, Lettonia e Lituania)</b>	68
3.1.1 <i>Background</i>	68
3.1.2 Struttura legale	69
3.1.3 Caratteristiche e strategie del mercato	69
3.1.4 Previsioni future	69
<b>3.2 Belgio</b>	69
3.2.1 <i>Background</i>	69
3.2.2 Struttura legale	70
3.2.3 Caratteristiche e strategie del mercato	71
3.2.4 Previsioni future	74
<b>3.3 Olanda</b>	75
3.3.1 <i>Background</i>	75
3.3.2 Struttura legale	76
3.3.3 Caratteristiche e strategie del mercato	77
3.3.4 Previsioni future	80
<b>3.4 Danimarca</b>	81
3.4.1 <i>Background</i>	81
3.4.2 Struttura legale	82

3.4.3	Caratteristiche e strategie del mercato	82
3.4.4	Previsioni future	85
<b>3.5</b>	<b>Finlandia</b>	85
3.5.1	<i>Background</i>	85
3.5.2	Struttura legale	86
3.5.3	Caratteristiche e strategie del mercato	87
3.5.4	Previsioni future	89
<b>3.6</b>	<b>Norvegia</b>	90
3.6.1	<i>Background</i>	90
3.6.2	Struttura legale	91
3.6.3	Caratteristiche e strategie del mercato	91
3.6.4	Previsioni future	95
<b>3.7</b>	<b>Svezia</b>	95
3.7.1	<i>Background</i>	95
3.7.2	Struttura legale	96
3.7.3	Caratteristiche e strategie del mercato	96
3.7.4	Previsioni future	100
<b>3.8</b>	<b>Regno Unito</b>	100
3.8.1	<i>Background</i>	100
3.8.2	Struttura legale	101
3.8.3	Caratteristiche e strategie del mercato	104
3.8.4	Previsioni future	108

## **CAPITOLO QUARTO - ANALISI DELLO SRI PER SINGOLO PAESE DEL CENTRO EUROPA**

<b>4.1</b>	<b>Austria</b>	110
4.1.1	<i>Background</i>	110
4.1.2	Struttura legale	110
4.1.3	Caratteristiche e strategie del mercato	111
4.1.4	Previsioni future	115
<b>4.2</b>	<b>Francia</b>	115
4.2.1	<i>Background</i>	115

4.2.2	Struttura legale	116
4.2.3	Caratteristiche e strategie del mercato	117
4.2.4	Previsioni future	122
<b>4.3</b>	<b>Germania</b>	122
4.3.1	<i>Background</i>	122
4.3.2	Struttura legale	123
4.3.3	Caratteristiche e strategie del mercato	124
4.3.4	Previsioni future	129
<b>4.4</b>	<b>Polonia</b>	129
4.4.1	<i>Background</i>	129
4.4.2	Struttura legale	130
4.4.3	Caratteristiche e strategie del mercato	131
4.4.4	Previsioni future	134
<b>4.5</b>	<b>Svizzera</b>	134
4.5.1	<i>Background</i>	134
4.5.2	Struttura legale	135
4.5.3	Caratteristiche e strategie del mercato	136
4.5.4	Previsioni future	141

## **CAPITOLO QUINTO - ANALISI DELLO SRI PER SINGOLO PAESE DEL SUD EUROPA**

<b>5.1</b>	<b>Cipro</b>	142
5.1.1	<i>Background</i>	142
5.1.2	Struttura legale	142
5.1.3	Caratteristiche e strategie del mercato	142
5.1.4	Previsioni future	142
<b>5.2</b>	<b>Grecia</b>	143
5.2.1	<i>Background</i>	143
5.2.2	Struttura legale	143
5.2.3	Caratteristiche e strategie del mercato	143
5.2.4	Previsioni future	144

<b>5.3 Italia</b>	144
5.3.1 <i>Background</i>	144
5.3.2 Struttura legale	145
5.3.3 Caratteristiche e strategie del mercato	147
5.3.4 Previsioni future	152
<b>5.4 Spagna</b>	152
5.4.1 <i>Background</i>	152
5.4.2 Struttura legale	153
5.4.3 Caratteristiche e strategie del mercato	154
5.4.4 Previsioni future	158
<b>CONCLUSIONI</b>	160
<b>ELENCO FIGURE</b>	169
<b>ELENCO GRAFICI</b>	172
<b>ELENCO TABELLE</b>	174
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	174
<b>SITOGRAFIA</b>	175

## INTRODUZIONE

La recente crisi economico-finanziaria, propagatasi a partire dall'estate 2007 sullo scoppio della bolla immobiliare statunitense e del relativo impatto sui mutui *subprime*, ha evidenziato da un lato le forti criticità del modello di *business* bancario basato sull'*investment banking* e dall'altro le insufficienti forme di controllo messe in campo dagli organismi di vigilanza. Tra le altre problematiche, molti opinionisti scrutano dietro a questa crisi anche una società che ha perso la sua tensione etica e morale. Infatti, i recenti scandali finanziari che hanno colpito l'economia a livello mondiale hanno evidenziato il bisogno di una maggiore qualità e trasparenza nel mondo della finanza, in modo che le società non pensino solo alla crescita economico-finanziaria, ma considerino di pari livello anche i valori come quelli sociali e ambientali.

Da qui lo spunto che ci ha portato a considerare come l'approccio etico al capitalismo possa rappresentare una possibile via alternativa al tradizionale modo di fare finanza che ha portato alle conseguenze che sono sotto gli occhi di tutti. L'etica, infatti, non solo contrasta efficacemente gli aspetti negativi del capitalismo, ma consente uno sviluppo più armonioso dell'economia, combattendo la dissipazione di risorse dovuta a fenomeni di corruzione e di speculazione spinta a livelli patologici, in modo così da coniugare in maniera adeguata i profitti di rischio e di rendimento. In altri termini, il crollo originato dalla crisi sembra spingere il mondo finanziario alla ricerca di un diverso modo di intendere la finanza e la finanza etica sembra una strada percorribile, visto che non ripudia le forme di finanza tradizionale come ad esempio l'intermediazione, la raccolta e i prestiti, ma ne riformula i valori di riferimento mettendo al centro del progetto la persona e non il capitale, l'idea e non il patrimonio, l'equa remunerazione dell'investimento e non la speculazione patologica. Infatti, è opportuno sottolineare che la complementarità della finanza e dell'etica potrà nel tempo apportare importanti vantaggi al sistema economico e sociale nel suo complesso, dato che questi due termini insieme stanno a spiegare un concetto molto semplice: la necessità di riportare la finanza e in primo luogo le banche a svolgere in futuro la propria funzione originaria di garanti del risparmio. Inoltre, gli addetti ai lavori dovranno agevolare il trasferimento di mezzi finanziari dai soggetti in *surplus* a quelli in *deficit* e, soprattutto, dovranno indirizzare la propria attività professionale al sostegno e allo sviluppo dell'economia reale, limitando, fino ad eliminarli, gli impieghi puramente speculativi.

Per queste ragioni, gli investimenti socialmente responsabili (SRI) sono definiti da un processo di investimento che riesce ad unire agli obiettivi finanziari degli investitori, le loro preoccupazioni riguardo alle questioni ambientali, sociali e di *governance* (ESG). Quindi, da questa descrizione possiamo cogliere come gli elementi basilari nella scelta degli investimenti restino il rendimento, il capitale e gli interessi degli impieghi, ma a questi si affianca la qualità e il benessere alla vita delle persone. Peranto, l'obiettivo principale di questo lavoro sarà quello di

analizzare lo sviluppo dello SRI attraverso un'analisi quali-quantitativa e allo stesso tempo far comprendere che sempre più investitori si stanno avvicinando a questo nuovo mondo. Inoltre, al fine di perseguire tale obiettivo si inquadrerà i profili definatori dello SRI e successivamente si analizzerà la sua evoluzione a livello europeo sia da una prospettiva generale che da un punto di vista del mercato SRI *retail*. In conclusione, andremo a suddividere anche le tematiche europee per singolo paese e così facendo si analizzerà il grado di conoscenza e di consapevolezza dello SRI e le iniziative più importanti che fino a quel momento si sono susseguite.

## CAPITOLO PRIMO

### L'INVESTIMENTO SOCIALMENTE RESPONSABILE (SRI) IN EUROPA: PROFILI DEFINITORI ED EVOLUZIONE QUALI-QUANTITATIVA

#### 1.1 La finanza etica: profili definatori

La finanza etica, o socialmente responsabile, è un modo di fare finanza rispettoso dell'ambiente e dell'uomo, che nasce dall'esigenza di investire nei mercati finanziari senza avere come unico obiettivo il rendimento atteso, ma anche altri valori di carattere ambientale e sociale.

Si tratta di un nuovo modo di intendere la finanza che cerca di conseguire un interesse diverso da quello soltanto economico e che si focalizza più sulla persona nella sua dimensione sociale piuttosto che economica, intesa come una manifestazione di bisogni e insieme di opportunità.

La finanza etica promuove uno sviluppo sostenibile, così definito dal Rapporto *Brundtland*<sup>1</sup>:

- Uno sviluppo in grado di soddisfare i bisogni delle generazioni presenti senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni;
- Un processo nel quale lo sfruttamento delle risorse, la direzione degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico ed il cambiamento istituzionale sono tutti in armonia, ed accrescono le potenzialità presenti e future per il soddisfacimento delle aspirazioni e dei bisogni umani.

In sostanza lo sviluppo sostenibile è una sorta di principio guida che si riferisce in concreto alla responsabilità di un soggetto, in questo caso un soggetto economico, verso altri soggetti. Si tratta di una responsabilità morale, ancora prima che legale, verso tutti coloro che hanno un interesse diretto o indiretto agli effetti dell'attività d'impresa e quindi verso i soggetti con cui quest'ultima intrattiene rapporti.

In questa nuova prospettiva uno spicchio della comunità finanziaria ha iniziato a concentrarsi sulle conseguenze non economiche delle azioni prodotte da azioni finanziarie. Negli investimenti con criteri etici, altrimenti detti SRI (*Socially Responsible Investments*), gli elementi basilari nella scelta degli investimenti rimangono il rendimento, il capitale e gli interessi degli impieghi, ma a questi si affianca l'importanza alla qualità e al benessere della vita delle persone, poiché il susseguirsi dei fatti di cronaca quotidiani hanno portato alla luce che i danni sociali e ambientali causati dalle imprese hanno un costo elevato che si ripercuote sugli uomini, sia in termini economici sia sulle proprie condizioni di vita.

La finanza etica propone, quindi, un vero e proprio approccio alternativo all'idea di finanza, senza però rinnegare i meccanismi di base (come l'intermediazione, la raccolta, il prestito), ma apportando modifiche ai valori di riferimento ( la persona e non il capitale, l'idea e non il

---

<sup>1</sup> Redatto dalla Commissione *Brundtland* delle Nazioni Unite sull'ambiente e lo sviluppo nel 1988.

patrimonio, l'equa remunerazione dell'investimento e non la speculazione). Con lo scopo di portare a conoscenza le attuali ingiustizie del sistema economico, come verrà dettagliato meticolosamente nel proseguo del lavoro, la finanza etica adotta delle metodologie per escludere a priori e per principio rapporti finanziari con le attività economiche che cooperano alla violazione dei diritti fondamentali della persona, come la produzione e il commercio di armi, le produzioni gravemente nocive per l'ambiente e la salute, le attività che si erigono sullo sfruttamento minorile o sulla repressione delle libertà civili<sup>2</sup>.

La finanza etica spera di introdurre come parametro di riferimento, oltre al rischio e al rendimento, anche il riflesso dell'investimento sull'economia "reale", al fine di modificare i comportamenti "finanziari" in senso più sociale e di finanziare tutte le attività che si proiettano a uno sviluppo umanamente ed ecologicamente sostenibile. In un contesto come quello finanziario, che si caratterizza per la presenza di interessi speculativi rilevanti e per la pressione a collegare ad ogni operazione un valore marcatamente positivo del rendimento finanziario, la finanza sostenibile si colloca, quindi, non solo sul criterio della vitalità economica, ma anche su quello della utilità sociale. Essa ha l'obiettivo di riportare la finanza a svolgere la propria funzione originaria di garante del risparmio e di supporto allo sviluppo dell'economia reale. Infatti per il raggiungimento di uno sviluppo sostenibile è suo compito evitare che gli impieghi abbiano carattere esclusivamente speculativo, unito a assicurare che il risparmio sia gestito in maniera da favorire l'equità sociale oltre che il rispetto e la protezione dell'ambiente. Infine, in campo europeo non esiste una definizione univoca di finanza etica e ciò è dovuto essenzialmente alle diversità sociali, legislative ed economiche che si registrano nei diversi Paesi.

#### 1.1.1 Dal "Manifesto della finanza etica"...

Un valido strumento per arrivare a definire in Italia la finanza etica può essere il "Manifesto della finanza etica" elaborato nel 1998 dell'Associazione Finanza Etica, associazione fondata nel dicembre 1994 che unisce la maggior parte degli attori che costituiscono il panorama della finanza etica in Italia, con il principale scopo di creare un luogo di dibattito su tali questioni. In seguito a tale esperienza viene realizzato nel 1998 il suddetto Manifesto, nel quale sono presenti i requisiti principali a cui questa forma di finanza deve ispirarsi<sup>3</sup>. Secondo tale Manifesto, i principi della finanza sostenibile si possono riassumere nei seguenti punti<sup>4</sup>:

---

<sup>2</sup> Tali principi rimangono immutati anche nel caso in cui si dovesse prevedere modalità di trasferimento o cessione benevola di risorse finanziarie ad associazioni di utilità sociale.

<sup>3</sup> Cfr. Finanza etica e solidale #educational tool kit#, in [www.microfinanza-italia.org](http://www.microfinanza-italia.org).

<sup>4</sup> M.C. QUIRICI (2013), Dalla crisi finanziaria alle opportunità della finanza etica, in (a cura di): M. Berti, A. Bianchi, G. Conti, D. Manetti, M. Merger e V. Pinchera, Studi in ricordo di TOMMASO FANFANI.

1. Il credito in tutte le sue forme è un diritto umano. La finanza etica ripudia ogni forma di discriminazione tra i destinatari degli impieghi sulla base del sesso, dell'etnia o della religione, e anche sulla base del patrimonio, curando perciò i diritti dei poveri e degli emarginati. Questa forma di discriminazione non si applica nemmeno nel caso della richiesta di garanzie su crediti: nel settore finanziario etico vengono valutate altrettanto valide, al pari delle garanzie di tipo patrimoniale, quelle forme di garanzia personali, di categoria o di comunità, che consentono l'accesso al credito anche alle fasce più deboli della popolazione.
2. L'efficienza è concepita come un elemento della responsabilità etica. La finanza etica non è una forma di beneficenza, è un'attività economicamente vitale che intende essere socialmente utile. L'assunzione di responsabilità, sia nel mettere a disposizione il proprio risparmio, sia nel farne un uso che consenta di conservarne il valore, è il fondamento di una partnership tra soggetti con pari dignità.
3. Non è legittimo l'arricchimento che si basa sul solo possesso di denaro o su operazioni meramente speculative. Il tasso di interesse, in questo contesto, è una misura di efficienza nell'utilizzo del risparmio, nonché dell'impegno a salvaguardare le risorse messe a disposizione dai risparmiatori, in modo da farle fruttare in progetti vitali. Di conseguenza, il tasso di interesse, inteso come espressione del rendimento del risparmio, è diverso da zero, ma deve essere mantenuto il più basso possibile, sulla base di valutazioni economiche, sociali ed etiche.
4. La finanza è trasparente. L'intermediario finanziario etico ha il dovere di trattare con riservatezza le informazioni sui risparmiatori di cui entra in possesso nel corso della sua attività, tuttavia il rapporto trasparente con il cliente impone la nominatività dei risparmi. I depositanti hanno il diritto di conoscere i processi di funzionamento dell'istituzione finanziaria e le sue decisioni di impiego e di investimento. Sarà cura dell'intermediario eticamente orientato mettere a disposizione gli opportuni canali informativi per garantire la trasparenza sulla sua attività.
5. Alle scelte importanti dell'impresa devono partecipare non solo i soci ma anche i risparmiatori. Le forme possono comprendere sia meccanismi diretti di indicazione delle preferenze nella destinazione dei fondi, sia meccanismi democratici di partecipazione alle decisioni. La finanza etica in questo modo si fa promotrice di democrazia economica.
6. I criteri di riferimento per gli impieghi sono ambientali e sociali oltre che economici. Nell'individuare i campi di impiego, ed eventualmente alcuni campi preferenziali, vengono introdotti nell'istruttoria economica criteri di riferimento basati sulla promozione dello sviluppo umano e sulla responsabilità sociale e ambientale. La finanza etica esclude per principio rapporti finanziari con quelle attività economiche che

ostacolano lo sviluppo umano e contribuiscono a violare i diritti fondamentali della persona, come la produzione e il commercio di armi, le produzioni gravemente lesive della salute e dell'ambiente, le attività che si fondano sullo sfruttamento dei minori o sulla repressione delle libertà civili.

7. Il gestore che orienta tutta l'attività della finanza deve aderire in maniera globale e coerente (e si deve dichiarare disposto al monitoraggio da parte di risparmiatori ed istituzioni di garanzia). Qualora l'attività di finanza etica fosse soltanto parziale, sarà necessario spiegare, in modo trasparente, le ragioni della limitazione adottata. In ogni caso, l'intermediario si dichiara disposto ad essere "monitorato" da istituzioni di garanzia dei risparmiatori.

Nel seguire detti principi i sostenitori della finanza etica ritengono fondamentale costruire progetti e strumenti finanziari che siano capaci di coniugare lo sviluppo economico con il rispetto dei diritti umani, della tutela dell'ambiente e dell'attenzione verso i bisogni delle fasce più deboli della popolazione.

#### 1.1.2 ... alla "Carta dell'Investimento Sostenibile e Responsabile in Italia"

In occasione della Prima Giornata Italiana dell'Investimento Sostenibile e Responsabile, tenutasi a Roma il 6 giugno 2012, le principali associazioni del settore finanziario italiano hanno sottoscritto alla presenza del Ministro dell'Ambiente Corrado Clini, la Carta dell'Investimento Sostenibile e Responsabile. Tra i firmatari di rilievo troviamo l'ABI (Associazione Bancaria Italiana), ANIA (Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici), Assogestioni che è l'associazione di risparmio gestito e la FeBAF (Banche Assicurazioni Finanza). Tale processo è poi andato avanti con altri sei nuovi enti<sup>5</sup> che vi hanno aderito a Roma il 7 novembre 2013, nell'ambito della conferenza "La Carta SRI: un anno dopo", dove si stava svolgendo la seconda edizione della Settimana Italiana dell'Investimento Sostenibile e Responsabile, promossa da FeBAF.

Con la sottoscrizione del documento, le organizzazioni dichiarano di condividere i principi e riaffermano l'impegno comune a diffondere la conoscenza di una cultura della sostenibilità e della responsabilità sociale, presso i propri associati e all'interno della *business community*. Inoltre, si riconosce l'importanza dell'integrazione di considerazioni ambientali, sociali e di *governance*, oltre che all'aspetto economico-finanziario nelle politiche di investimento. Quindi, la Carta è aperta alla sottoscrizione da parte di tutti i soggetti interessati, operanti nel panorama finanziario nazionale, con le sue fondamenta che si erigono su tre principi:

---

<sup>5</sup> Tra le sei nuove adesioni alla Carta SRI troviamo Ascosim, Assoimmobiliare, Assoprevidenza, Assoreti, Assosim e Federimmobiliare.

- I. Principio uno – Investimenti Sostenibili e Responsabili: è fondamentale che la comunità finanziaria riconosca l'importanza dei temi ambientali, sociali e di *governance* nell'ambito delle proprie scelte di investimento, non solo per il valore morale ad essi connesso, ma anche per il loro significato economico. L'attuazione di politiche di sostenibilità da parte dei soggetti destinatari degli investimenti tra cui imprese e, in una certa misura, Stati può fare la differenza anche sul piano dei risultati economici, in un contesto in rapida e continua evoluzione come quello attuale. Le imprese capaci di intuire e cogliere le sfide ambientali e sociali che il futuro gli metterà davanti, saranno in seguito in grado di gestire in modo migliore le diverse tipologie di rischio, in particolare quello reputazionale, legale e finanziario. Oltre a questo, potranno anche rafforzare la propria competitività sul mercato, innescando un meccanismo virtuoso di emulazione da parte di altre imprese. Pertanto, le organizzazioni firmatarie confidano che gli investitori istituzionali operanti sia per conto proprio sia nell'interesse di terzi, guardino con crescente attenzione alle variabili ESG, al fine di assumerle come parte qualificante dell'analisi fondamentale e dei processi di investimento. Ciò è in linea con le vedute della Commissione Europea, secondo cui gli investitori possono contribuire ad una più efficiente allocazione del capitale e ad un migliore raggiungimento degli obiettivi di investimento di lungo periodo, se adeguatamente prendono in considerazione le informazioni extra-finanziarie e le integrano nelle loro decisioni di investimento. Al contempo, esse auspicano anche che i professionisti e i ricercatori accademici, collaborino in maniera più stretta per sviluppare e migliorare costantemente le metodologie di analisi e gli strumenti di misurazione, allo scopo di integrare le variabili ESG e valutare il loro impatto. Ancora, si sviluppi analisi statistiche sui rendimenti degli investimenti che adottano criteri socialmente responsabili e conseguentemente ne siano diffusi i risultati, con l'obiettivo finale di ampliare la conoscenza sulle basi oggettive dei benefici, anche dal punto di vista finanziario.
- II. Principio due – Trasparenza: essa costituisce un valore fondamentale per ogni sistema sociale di oggi e con questo termine si tende ad assicurare non solo alle parti di un rapporto giuridico, ma a tutti gli *stakeholders*, l'accesso alle informazioni essenziali sulla natura di un'attività economica, sulle modalità attraverso cui viene gestita e le conseguenze che genera. La trasparenza, nella misura in cui incide sulla riduzione delle asimmetrie informative, rafforza i legami fiduciari tra gli attori del mercato e riduce i costi di transazione. Per esempio, rendere conto del proprio operato, essere responsabili, cioè capaci di dare risposte, implica il riconoscimento dell'altro come soggetto legittimato a ricevere gli elementi conoscitivi e le informazioni necessarie per la formazione di un'opinione completa e matura che permette di effettuare scelte consapevoli. Su tale punto, anche la Commissione Europea nel proprio documento

strategico, individua nella *disclosure* di informazioni extra-finanziarie un elemento di *accountability* importante che può contribuire, nell'attuale contesto, ad incrementare la fiducia negli operatori. Per questo, le organizzazioni firmatarie confidano in un aumento progressivo della qualità delle informazioni, sia da un punto di vista ambientale, sociale che di *governance* e questo obiettivo dovrebbe riguardare tutti i soggetti coinvolti, tra cui le istituzioni finanziarie, i canali distributivi, investitori, imprese e altri *stakeholders*. Guardando agli investitori istituzionali e agli intermediari che prestano il servizio di gestione di portafogli, se decidessero di adottare criteri socialmente responsabili nell'ambito delle proprie strategie di investimento, assolverebbero in modo sempre più efficace gli specifici doveri di informativa precontrattuale e di rendicontazione periodica. Dal lato delle imprese, soprattutto quelle che emettono titoli quotati, hanno l'obbligo di comunicare l'eventuale adozione di strategie di sviluppo sostenibile, le misure adottate per realizzarle e i risultati perseguiti. Infine, le organizzazioni firmatarie auspicano che venga accelerato il processo di convergenza verso standard condivisi e riconosciuti sull'informativa precontrattuale e sulla rendicontazione ESG.

- III. Principio tre – Ottica di medio e lungo periodo: l'obiettivo strategico della sostenibilità dello sviluppo impone una prospettiva lungimirante e un cambiamento culturale, che conduca sempre ad interrogarsi sugli effetti di medio–lungo termine nelle scelte di investimento, oltre ad adattarli con le esigenze più immediate. Accettando tale prospettiva, anche attraverso l'integrazione dei criteri ESG nei processi decisionali, si creano i presupposti per ridurre quelle gravi distorsioni dei meccanismi decisionali che recentemente sono stati prodotti nelle attività economiche e finanziarie, visto la tendenza a concentrare l'attenzione sui risultati di breve periodo. A tal fine, le organizzazioni firmatarie confidano che gli investitori istituzionali valorizzino la fase di allocazione strategica dei propri patrimoni, definendola in modo coerente agli orizzonti temporali di riferimento. Guardando alle imprese, si evince come dovrebbero considerare i sistemi di incentivo dei propri *manager* e amministratori, in modo da premiare la creazione di valore per tutti gli *stakeholders* ed evitare le derive innescate dai comportamenti opportunistici. Dal lato delle istituzioni finanziarie, sappiamo che devono supportare i risparmiatori nell'accesso agli investimenti di medio–lungo periodo, anche attraverso l'elaborazione di un'offerta dedicata. Infine, le organizzazioni firmatarie auspicano che il legislatore promuova misure idonee a favorire il risparmio di medio–lungo termine dei cittadini e coerentemente con quanto sopra affermato, queste ultime si rendono disponibili a confrontarsi sui principi oggetto della “Carta dell'Investimento Sostenibile e Responsabile della finanza italiana” e a darne conto pubblicamente, al fine di considerare gli stimoli e le proposte di miglioramento che saranno avanzate dai soggetti.

Per completezza, si segnala che il 6 giugno 2012, nell'ambito della prima Giornata Italiana dell'Investimento Sostenibile e Responsabile, il *Forum* per la Finanza Sostenibile ha lanciato pubblicamente il "Premio per l'investitore sostenibile dell'anno". L'obiettivo dell'iniziativa è conferire un riconoscimento ufficiale a chi, tra gli investitori istituzionali italiani, si sarà distinto per l'efficacia e/o l'innovazione di iniziative relative all'integrazione di criteri ESG nel processo di investimento e/o di azionariato attivo. Tale proposta è inoltre finalizzata a:

- Stimolare il mercato istituzionale a fare ulteriori passi in avanti nell'adozione di politiche di investimento responsabili;
- Dare un'occasione di visibilità agli investitori che già hanno scelto di integrare strategie di investimento responsabile nella gestione delle risorse finanziarie;
- Creare un motivo di ulteriore interesse nei confronti della Settimana dell'Investimento Sostenibile e Responsabile da parte degli investitori e dei media, nonché un elemento di continuità tra le varie edizioni.

Il riconoscimento sarà la consegna di una targa in occasione della Giornata conclusiva della settimana SRI che, in coerenza con le altre esperienze Europee, si terrà ogni anno nel mese di ottobre/novembre. Il beneficio garantito al vincitore è pertanto connesso alla visibilità data dalla cerimonia di premiazione, che sarà auspicabilmente un momento seguito da addetti ai lavori, esperti del settore e dai media.

## **1.2 Principi e convenzioni internazionali in materia**

Come avremo modo di riscontrare nel proseguo del lavoro, se la finanza etica in questi anni ha avuto una risonanza sempre più forte sugli investitori, siano essi istituzionali che retail, parte del merito deve in qualche modo attribuirsi anche ai principi e alle convenzioni internazionali che nel tempo hanno indubbiamente il merito di aver sollecitato l'opinione pubblica a intervenire sulle discriminazioni, sugli abusi inflitti agli uomini e sul problema dell'inquinamento scellerato del nostro pianeta.

Un primo passo significativo è la Dichiarazione Universale dei Diritti Umani, sancito dalle Nazioni Unite il 10 dicembre 1948. Riguarda tutte le persone del mondo, senza distinzioni, perché esistono diritti di cui ogni essere umano deve poter godere per il solo fatto di essere al mondo. Tale evento storico arriva qualche anno dopo la Seconda Guerra Mondiale, con l'obiettivo di salvare le future generazioni da nuove guerre e nuove persecuzioni. La comunità internazionale si assumeva la responsabilità della tutela e della promozione di specifici diritti posti alla base della convivenza civile; così dall'esperienza della violenza scaturì una forte affermazione della dignità inviolabile di tutti gli essere umani.

In tempi più recenti è stato lanciato dal Segretario Generale delle Nazioni Unite, *Kofi Annan*, al *World Economic Forum* di *Davos* –Svizzera, nel 1999 il *Global Compact*. Rappresenta un

importante passo in avanti sul percorso di una maggiore consapevolezza del concetto di partnership tra imprese, istituzioni, cittadini e la promozione di un nuovo concetto di responsabilità sociale di impresa. Aderendo al *Global Compact*, le imprese si impegnano ad intraprendere un processo di integrazione consapevole basandosi su nove principi<sup>6</sup> nelle loro strategie ed operazioni quotidiane. Tali principi si possono riepilogare nel modo seguente<sup>7</sup> :

1. Alle imprese è richiesto di promuovere e rispettare i diritti umani universalmente riconosciuti nell'ambito delle rispettive sfere di influenza;
2. Assicurarsi di non essere, seppure indirettamente, complici negli abusi dei diritti umani;
3. Alle imprese è richiesto di sostenere la libertà di associazione dei lavoratori e riconoscere il diritto alla contrattazione collettiva;
4. Eliminazione di tutte le forme di lavoro forzato e obbligatorio;
5. L'effettiva eliminazione del lavoro minorile;
6. Eliminazione di ogni forma di discriminazione in materia di impiego e professione;
7. Alle imprese è richiesto di sostenere un approccio preventivo nei confronti delle sfide ambientali;
8. Intraprendere iniziative che promuovano una maggiore responsabilità ambientale;
9. Incoraggiare lo sviluppo e la diffusione di tecnologie che rispettino l'ambiente.

Le imprese che vi hanno aderito operano in settori e aree geografiche differenti, ma hanno in comune il fatto di essere aziende *leader* e di aspirare ad una crescita globale responsabile, che tenga in considerazione gli interessi di un ampio numero di soggetti come i dipendenti, investitori, clienti, partner commerciali, associazioni di consumatori e comunità locali.

Un'altra importante convenzione è quella ILO (*International Labour Organization*), con sede a Ginevra; un'agenzia specializzata delle Nazioni Unite che persegue la promozione della giustizia sociale e il riconoscimento Universale dei diritti Umani nel Lavoro. Le norme internazionali o *standard* dell'ILO, che prendono il nome di convenzioni, sono trattati internazionali concepiti per avere un impatto concreto sulle condizioni e regole sul lavoro in ogni paese. Attraverso la ratifica e l'adozione di provvedimenti attuativi a livello nazionale i singoli paesi che aderiscono all'ILO accettano gli obiettivi delle convenzioni e riconoscono di esserne vincolati.

Oltre a quello menzionato fino ad ora, il sostegno delle Nazioni Unite è stato determinante anche per inserire i temi ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nell'attività di investimento, infatti è l'obiettivo principe per cui sono stati realizzati i Principi dell'investimento responsabile

---

<sup>6</sup> Tali principi sono condivisi universalmente in quanto derivanti dalla Dichiarazione Universale dei Diritti Umani, dalla Dichiarazione dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro sui Principi e i Diritti fondamentali nel Lavoro e della Dichiarazione di Rio su Ambiente e Sviluppo.

<sup>7</sup> I primi due principi rientrano nella sfera dei diritti umani, dal terzo al sesto principio è racchiuso il tema lavoro e dal settimo al nono principio si prende in esame l'ambiente.

(Un-Pri). Tali Principi sono stati elaborati dalla comunità degli investitori che all'inizio del 2006 presentarono i sei punti sui quali si ergono:

1. Incorporare i temi ESG nell'analisi e nei processi decisionali di investimento;
2. Essere azionisti attivi e incorporare i temi ESG nelle politiche e pratiche di gestione;
3. Chiedere un appropriato livello di comunicazione sulle problematiche ESG da parte delle realtà in cui si investe;
4. Promuovere l'accettazione e l'implementazione dei principi all'interno dell'industria degli investimenti;
5. Collaborare con gli altri firmatari per accrescere l'efficacia nell'applicazione dei principi;
6. Riferire sulle attività e sui progressi fatti nell'applicazione dei principi.

Alla base di questo c'è la convinzione che le tematiche ESG possono influenzare la performance, anche finanziaria, degli investimenti, ma anche che applicare quei Principi possa aiutare a far coincidere gli interessi degli investitori con i più ampi obiettivi della società.

Nella stessa direzione troviamo anche le linee guida proposte dall'OECD (*Organisation for Economic Co-operation and Development*), che secondo la revisione adottata nel 2000, sono raccomandazioni indirizzate dai Governi e dalle Organizzazioni non governative alle imprese multinazionali al fine di svolgere le loro attività operando in armonia con le politiche e le aspettative sociali ed ambientali. In questa prospettiva, le linee guida forniscono principi volontari e *standard* di condotta allo scopo di indirizzare ed orientare l'operato delle stesse multinazionali verso comportamenti di *business* responsabile; ciò viene fatto in una molteplicità di ambiti che comprendono relazioni industriali e sindacali, diritti umani, ambiente e gestione di informazioni.

Altri provvedimenti che si uniscono alla difesa dell'ambiente sono i Protocolli di *Montreal* e di *Kyoto*. Il primo adottato nel 1987 avviò una strategia globale per i paesi industrializzati esteso poi nel 2004 anche ai paesi in via di sviluppo dove si vieta la produzione e il consumo delle sostanze ritenute responsabili della distruzione dell'ozono stratosferico. Per quanto riguarda il Protocollo di *Kyoto*, che impegna legalmente i paesi sviluppati a specifici obiettivi di riduzione delle emissioni dei gas ritenuti responsabili dell'effetto serra, fu adottato formalmente nel 1997, ed entrato in vigore nel 2005, anche se mai ratificato dai paesi che emettono i maggiori quantitativi di gas. Proprio in merito a questo il 12 novembre 2014, Cina e Usa hanno siglato un accordo storico per ridurre l'emissioni di gas serra e così facendo si uniscono per combattere la minaccia del cambiamento climatico. Da una prima analisi sembra che gli Stati Uniti hanno fissato nuovi obiettivi di riduzione degli inquinamenti atmosferici, mentre la Cina per la prima volta si è impegnata a invertire il trend di crescita delle emissioni entro il 2030. Attualmente sono le prime due nazioni al mondo in termini di emissioni, quindi il loro sforzo congiunto può risultare determinante in termini di riduzione dell'inquinamento globale.

Al termine di questa disamina prendiamo in considerazione il trattato di *Ottawa*, che ritroveremo quando analizzeremo l'*Exclusions*, una delle strategie adottate dallo SRI nei suoi processi di investimento. Tale trattato conosciuto anche come la convenzione internazionale per la proibizione dell'uso, stoccaggio, produzione, vendita di mine anti-uomo, nel 1997 tra i paesi che vi hanno aderito troviamo l'Italia, dove in quel periodo era uno dei principali produttori di mine anti-uomo, ma gli Stati Uniti non ci seguirono. Anche se, il 27 giugno 2014, proprio questi ultimi alla conferenza sulla convenzione di *Ottawa* a *Maputo* hanno sottolineato il loro impegno per aderire agli scopi umanitari della convenzione, assicurando che hanno intrapreso tutte le politiche necessarie al fine di esserne idonei.

Tali principi e convenzioni, come avremo modo di vedere, sono radicati nei criteri utilizzati dallo SRI nel momento in cui dobbiamo scegliere le società in cui investire. Come abbiamo accennato pocanzi, il criterio di *Exclusions* si basa anche sul trattato di *Ottawa* e questa recente apertura degli Stati Uniti aiuta a sensibilizzare ulteriormente l'opinione pubblica contribuendo così all'accrescimento della conoscenza e della visibilità di questo nuovo modo di intendere la finanza.

### **1.3 Da Vigeo a Eurosif**

Questi due *forum* sono riconosciuti a livello internazionale come le più importanti piattaforme per l'investimento socialmente responsabile e qui di seguito le andiamo a conoscere più nel dettaglio.

#### **1.3.1 Vigeo: il *forum* della finanza sostenibile**

Il *forum* per la finanza sostenibile è una associazione senza scopo di lucro la cui missione è la promozione della finanza sostenibile presso la comunità finanziaria italiana. Tale *forum* persegue la propria missione attraverso:

1. La diffusione di informazioni e di conoscenza;
2. L'elaborazione di proposte innovative rivolte agli operatori, agli utenti dei servizi finanziari e ai decisori politici;
3. La crescita culturale e il miglioramento delle capacità professionali tra gli operatori del settore;
4. La promozione del dialogo tra i diversi portatori di interesse.

L'attività dell'associazione si sostanzia in:

- ✓ Promozione e realizzazione di studi, ricerche e indagini;
- ✓ Organizzazione di convegni, *workshop*, seminari e incontri formativi, corsi di formazione o altri eventi culturali;

- ✓ Pubblicazione di libri, dispense, riviste e articoli;
- ✓ Lancio e partecipazione a campagne informative;
- ✓ Crescita e mantenimento di relazioni con istituzioni e organizzazioni interessate al raggiungimento di obiettivi analoghi a quelli dell'associazione.

Nella sua attività il *forum* per la finanza sostenibile si rivolge sia al lato della domanda (investitori istituzionali che *retail*) che a quello dell'offerta (istituzioni finanziarie) che agli intermediari (consulenti e reti di vendita), con l'obiettivo di aumentare la massa degli *asset* investiti secondo criteri di responsabilità sociale e di accrescere l'efficacia di questa pratica. La sua missione viene perseguita attraverso un approccio *multistakeholder*; la partecipazione attiva dei membri è aperta non solo agli operatori della finanza ma a tutti gli attori interessati, cioè i soggetti che rappresentano gli interessi influenzati dall'attività di investimento finanziario. Tra le sue attività in atto, si nota che si muove in più direzioni:

1. L'attività: futuro di valore, un programma pluriennale lanciato nel 2002 che ha l'obiettivo di aumentare la consapevolezza, la conoscenza e la capacità di gestire l'implementazione degli investimenti sostenibili e responsabili, da parte di investitori istituzionali;
2. L'attività: investire con i piedi per terra, un programma nato nel 2008 con l'obiettivo di individuare i mezzi migliori per lo sviluppo e diffusione dei prodotti finanziari sostenibili e responsabili presso gli investitori *retail*;
3. L'attività: rapporti con le istituzioni, serve per promuovere l'innovazione normativa ed è orientata a garantire una informazione chiara e completa con l'obiettivo di rendere gli investitori soggetti consapevoli con un ruolo attivo nel processo di investimento.

### 1.3.2 *Eurosif: European Sustainable Investment Forum*

Il *forum* per la finanza sostenibile è uno dei membri fondatori di *Eurosif* (*European Sustainable Investment Forum*), un *network* pan-europeo la cui missione è sostenere la crescita degli investimenti socialmente responsabili nei mercati finanziari europei. L'*Eurosif* è un'iniziativa sostenuta dalla Commissione Europea che come possiamo vedere dalla figura 1, all'interno del suo board, insieme al *forum* italiano, risiedono gli altri otto SIF (*Sustainable Investment Forum*) nazionali.

Figura 1. Il network pan-europeo.



Fonte: [www.finanzasostenibile.it](http://www.finanzasostenibile.it).

#### 1.4 L'evoluzione delle strategie utilizzate nello SRI: un primo sguardo d'insieme

L'*Eurosif* offre importanti servizi ai suoi membri, uno di questi è sicuramente lo studio SRI che inaugurato nel 2003, insieme ai SIF nazionali, verificò il mercato istituzionale SRI europeo per la prima volta. Questo studio venne pubblicato nuovamente nel 2006 e poi a cadenza biennale, mostrando una fotografia sullo stato di salute dell'investimento socialmente responsabile a livello europeo e per singolo paese. I dati che saranno presentati nel proseguo del lavoro sono estrapolati da questi studi<sup>8</sup>; l'*Eurosif* e i SIF nazionali gli hanno raccolti inviando questionari agli individui del settore al fine di ricavare le informazioni per la stesura del lavoro. Come avremo modo di segnalarlo puntualmente nel continuo, essendo questo un argomento in fermento e in evoluzione, vedremo che con il passare degli studi tali questionari saranno sempre più mirati e accurati grazie alle domande più dettagliate fornite dell'*Eurosif* per giungere ogni volta a un lavoro che sia il più preciso e meticoloso possibile. Il questionario si divide in una parte qualitativa e in una quantitativa; le domande qualitative si focalizzano su pratiche e mezzi usati dai gestori dei fondi. Per quanto riguarda, invece, la parte quantitativa, a chi rispondeva veniva chiesto degli *assets* SRI sottogestione (AUM) a seconda di:

<sup>8</sup> Essi si riferiscono dall'anno inaugurale del 2003 fino all'ultimo pubblicato il 2014.

1. Differenti pratiche SRI usate;
2. Veicoli di investimento e allocazioni;
3. Segmentazione dei clienti (istituzionali, *retail*).

Se per alcuni paesi, non avremo dati disponibili questo è riconducibile al fatto che l'*Eurosif* ha riscontrato delle difficoltà per la raccolta di alcuni dati in Europa, vista la presenza di legislazioni differenti, pratiche di servizi finanziari e diverse definizioni accettate di SRI.

A ben vedere, una definizione univoca non è ancora stata trovata all'acronimo; infatti in ogni studio l'*Eurosif* ha sempre cercato di definirlo nell'espressione maggiormente riconosciuta da tutti. Nello studio del 2003, la definizione univa gli obiettivi finanziari degli investitori con le loro preoccupazioni riguardo a questioni sociali, ambientali ed etiche (SEE); nel 2006, molti investitori stavano però includendo nella definizione precedente anche le questioni di *corporate governance*, come parte di un gruppo più ampio di questioni extra finanziarie. Come prova di questo, l'acronimo ESG include questioni ambientali, sociali e di *governance*; per questo dal 2008 l'*Eurosif* giunge a una definizione accettata della maggioranza, che comprende: "qualsiasi tipo di processo di investimento che unisce gli obiettivi finanziari degli investitori con le loro preoccupazioni riguardo a questioni ambientali, sociali e di *governance* (ESG)".

Come accennato in precedenza, lo SRI è un argomento sempre in trasformazione e questo lo si denota anche nell'evoluzione apportata nei suoi criteri, ovvero delle idoneità riscontrabili su ogni impresa, compagnia, società nel momento in cui ogni investitore decide che l'investimento deve raggiungere non solo gli obiettivi finanziari che si è preposto, ma anche che salvaguardi le questioni legate alle tematiche ESG. I criteri utilizzati dallo SRI sono nati nel 2003, con il primo studio, quando l'*Eurosif* lo segmentò in tre aree, basate su diverse strategie:

- Il primo livello, o il *Core*, è formato da pratiche di *screening* elaborate. Questo include sia *Positive screens* (come il *Best-in-Class*) e esclusioni estensive;
- Il secondo livello è composto da *Simple exclusions* (*screening* negativi), che sono simili alla gestione del rischio. Tipicamente questo include *screening* solo per tabacco;
- Il terzo livello consiste di tutte le pratiche di *Engagement*, stabilendo una scelta di fondi non attraverso criteri come lo *screening*, ma piuttosto esercitando il loro potere a livello di *corporate governance* per favorire questioni che siano collegate anche alla *Corporate Social Responsibility*<sup>9</sup> (CSR). Occasionalmente, l'*Engagement* può essere combinato con lo *screening*.

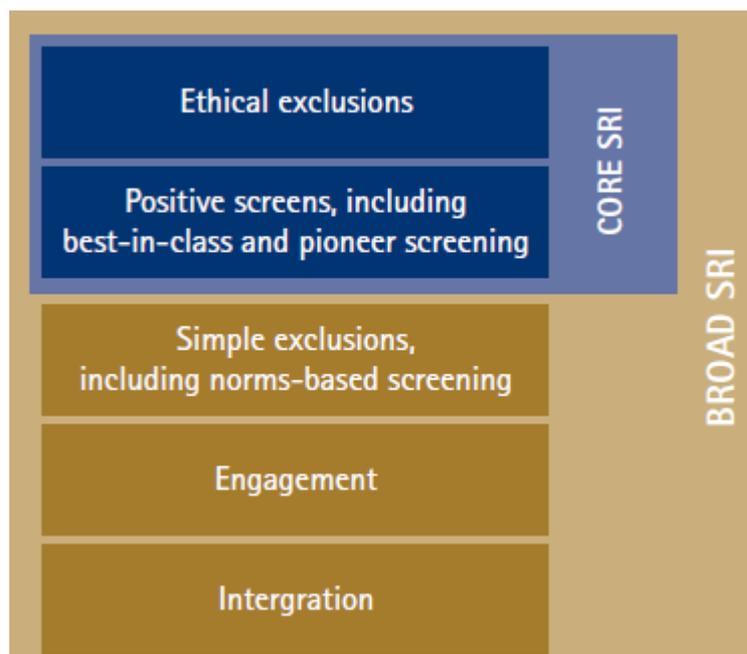
Nello studio SRI del 2006, basandosi sull'evoluzione del mercato dei tre anni trascorsi, l'*Eurosif* decise per un modo di segmentazione differente; così i due segmenti chiave furono lo SRI *Core* e lo SRI *Broad*. La grande differenza tra questi due segmenti è che per quanto

---

<sup>9</sup> La Responsabilità Sociale d'Impresa riguarda le implicazioni di natura etica all'interno della visione strategica d'impresa: è una manifestazione della volontà delle grandi, piccole e medie imprese di gestire efficacemente le problematiche d'impatto sociale ed etico al loro interno e nelle zone di attività.

riguarda lo SRI *Core*, i gestori non si limitano a escludere dai portafogli aziende controverse come ad esempio la produzione di armi o di energia nucleare, ma adottano anche dei criteri positivi di valutazione selezionando le aziende e i paesi più virtuosi sul piano delle politiche sociali, ambientali e di *governance*. I criteri adottati nel segmento SRI *Broad*, sono invece meno stringenti limitandosi a escludere i titoli di aziende o di paesi particolarmente controversi. Nella figura 2 sono riassunte le strategie appartenenti a tali segmenti.

**Figura 2. Strategie appartenenti al segmento SRI *Core* e SRI *Broad*.**



Fonte: *Report Eurosif*, anno 2006.

L'*Ethical exclusions* si riferisce ad esclusioni dove un grande numero di criteri negativi e/o filtri vengono applicati, opponendosi soltanto al tabacco e alle armi. Per quando riguarda il criterio *Positive screens*, cerca di investire in compagnie con un impiego in pratiche di affari responsabili, o che producono prodotti e/o servizi positivi. Al suo interno si racchiude l'approccio *Best-in-Class* e il *Pioneer screening*. La prima strategia riguarda le compagnie più importanti relativamente ai criteri SEE, di ogni settore individuale o gruppo industriale, dove sono individuate e incluse nel portafoglio. Il criterio *Pioneer screening* o *Thematic Investment propositions* racchiude i fondi tematici basati su questioni ESG come transizioni a sviluppo sostenibile e a una bassa economia di carbonio, oltre a focalizzarsi su settori come l'acqua e l'energia. I criteri esaminati fino a questo momento, come possiamo vedere anche dalla figura 2, formano il segmento SRI *Core*.

Addentrando ad esaminare il segmento SRI *Broad*, troviamo al suo interno, oltre al segmento SRI *Core*, il criterio *Norms-based screening* ovvero uno *screening* negativo di compagnie a seconda della loro conformità con gli altri *standard* e norme internazionali come ad esempio

quelle previste dalle linee guida dell'OECD e le convenzioni ILO. Tale criterio include il *Simple exclusions* o *Simple screening*, ovvero un approccio che esclude un solo settore da un fondo come la produzione di armi, pubblicazione di pornografia, tabacco e sperimentazione sugli animali; il *Simple screens* include anche un monitoraggio sui Diritti Umani e *Norms-based screening*. Per quanto riguarda il criterio dell'*Engagement* vediamo che viene applicato da alcuni gestori di fondi per incoraggiare pratiche d'affari più responsabili e/o migliorare i profitti di investimento; si basa sull'influenza degli investitori e i diritti di proprietà, assumendo principalmente la forma di dialogo tra investitori e compagnie su questioni di interesse. L'impiego in alcune circostanze può estendersi anche alle pratiche di voto. L'ultimo criterio è l'*Integration*, un nuovo criterio adottato per la prima volta nello studio SRI del 2006, dove troviamo l'esplicita inclusione da parte degli *asset managers*<sup>10</sup> del rischio di *corporate governance* o questioni SEE nell'analisi finanziarie tradizionali. E' importante notare che tali strategie sono raramente utilizzate da sole, ma di solito sono combinazione tra di loro.

Le differenze maggiori rispetto allo studio SRI del 2003 sono riconducibili al *Simple screens* dove siamo passati a considerarlo non più una categoria isolata dello SRI, ma a collocarlo nel segmento SRI *Broad*. Questo passaggio viene giustificato dall'*Eurosif* come un cambiamento del mercato avvenuto nei tre anni trascorsi dai due studio e anche dal fatto che gli *assets* sottogestione sono aumentati considerevolmente dall'ultima pubblicazione. Inoltre, l'*Eurosif* motiva tale raggruppamento per le seguenti ragioni:

- Culturali: continuano i dibattiti tra alcuni professionisti dello SRI su che cosa si qualifichi come tale; dividendo il mercato nel segmento SRI *Core* e SRI *Broad*, si segue a grandi linee le fila di questa discussione.
- Riferito al cliente: molti clienti dello SRI *Core* sono sostenitori storici dello SRI come le chiese e gli attivisti; mentre i clienti del segmento SRI *Broad* sono per lo più grandi investitori istituzionali.
- Pratico: questa suddivisione permette all'*Eurosif* di confrontare alcuni dei dati con le dimensioni del mercato elaborate nello studio SRI del 2003.
- Storico: lo SRI *Core* può generalmente essere percepito come la forma "più tradizionale" dello SRI.
- Economico: i segmenti SRI *Core* e SRI *Broad* differiscono in dimensione relativa (il *Broad* è molto più ampio).
- Strategico: come risultato di quanto detto sopra, si può anticipare differenti evoluzioni per queste due famiglie di strategie SRI.

Da notare che i punti "culturale" e "riferito al cliente" suggeriscono proprio il perché il criterio *Simple exclusions* è stato incluso nel segmento dello SRI *Broad*, invece di rimanere una pratica

---

<sup>10</sup> Con questo termine indichiamo una organizzazione o una gestione individuale di investimenti per conto di un cliente.

a sé come nello studio SRI del 2003; questa scelta, come detto pocanzi, è anche giustificata dal fatto che i risultati sono molto aumentati dall'ultima pubblicazione.

Nello studio SRI del 2008 il totale del segmento SRI *Core* e *Broad* può risultare più grande se si somma ciascuna pratica all'interno, questo perché è difficile da visualizzare con esattezza la combinazione delle strategie, specialmente per quelle che si uniscono e appartengono ai due diversi segmenti di SRI come ad esempio le *Ethical exclusions* e l'*Engagement*. Al fine di evitare un conteggio doppio queste pratiche che appartengono ad entrambi i segmenti, l'*Eurosif* ha deciso di includerli soltanto nel totale SRI *Core*. Per quanto riguarda le singole strategie non emerge nessuna differenza sostanziale dalla pubblicazione dell'ultimo studio.

In quello del 2010 il segmento SRI *Core* cambia per riflettere i cambiamenti del mercato. Infatti il criterio *Norms-based screening* poiché si è evoluto può essere visto come un criterio multiplo anche se sceglie solo una norma per la sua esclusione. Per esempio, se un investitore sceglie il *UN-Global Compact* come norma di *screening*, questo ricoprirebbe nove principi specifici; perciò l'*Eurosif* ha incluso tutte le strategie del criterio *Norms-based screening* all'interno del segmento SRI<sup>11</sup>.

In seguito alla pubblicazione dello studio SRI del 2010, l'investimento socialmente responsabile ha continuato a evolversi e innovarsi. Per questo motivo i lettori (sia all'interno che all'esterno del settore) auspicavano una revisione delle classificazioni e definizioni utilizzate nel prossimo studio SRI e in risposta a questo, l'*Eurosif* istituì un gruppo pan-europeo per una nuova serie di classificazioni e definizioni per i processi di investimento responsabile. Al termine di tale lavoro, per lo studio SRI del 2012, abbiamo sette strategie usate dagli *asset managers* che incorporano sostenibilità e responsabilità nelle decisioni di investimento, tenendo conto dei criteri ESG nelle sue varie forme.

1. *Sustainability Themed Investment*: investimenti in temi e/o *assets* collegati allo sviluppo della sostenibilità; i fondi tematici si focalizzano su questioni multiple e/o specifiche correlate alle questioni ESG.
2. *Best-in-Class*: approccio dove gli investimenti più importanti o meglio performanti all'interno dell'universo, categoria o classe sono scelti e/o pesati basandosi su criteri ESG.
3. *Norms-based Screening*: *screening* di investimento secondo il loro adeguamento agli *standards* e norme internazionali.
4. *Exclusion of Holdings from Investment Universe*: approccio che esclude investimenti specifici e/o classi di investimento dall'universo degli investimenti come ad esempio compagnie, settori o paesi; questo avviene se implicati in attività basate su criteri specifici come armi, tabacco e sperimentazione animale.

---

<sup>11</sup> Ricorda: dallo studio SRI del 2006 tale criterio era all'interno del segmento SRI *Broad*.

5. *Integration of ESG Factors in Financial Analysis*: l'esplicita inclusione da parte degli *asset managers* in rischi ESG e opportunità nell'analisi finanziaria tradizionale e nelle decisioni di investimento, basate su un processo sistematico e su fonti di ricerca adeguate.
6. *Engagement and Voting on Sustainability Matters*: attività di *Engagement* e una titolarità attiva attraverso il voto di quote e un impegno costante con le compagnie su questioni ESG; questo è un processo a lungo termine, che cerca di influenzare il comportamento e aumentare la trasparenza.
7. *Impact Investment*: sono investimenti fatti nelle compagnie, organizzazioni e fondi con l'intenzione di generare un impatto sociale e ambientale insieme al profitto finanziario. L'*Impact Investment* può essere fatto sia in mercati emergenti che sviluppati, avendo come obiettivo una gamma di profitti di mercato o poco sotto, a seconda delle circostanze.

Questa ultima strategia è stata per la prima volta introdotta nello studio SRI del 2012, segno che il bacino da cui l'*Eurosif* estrae i dati è sempre in espansione; infatti l'investimento socialmente responsabile con il tempo ha assunto sempre più un ruolo significativo all'interno del mercato Europeo e dei singoli paesi. Nell'ultimo studio SRI, pubblicato nel 2014, l'*Eurosif* conferma gli approcci dello studio precedente.

### 1.5 L'evoluzione dello SRI in Europa

In questo capitolo analizzeremo l'evoluzione dell'investimento socialmente responsabile da un punto di vista europeo, partendo dalle sue origini fino ad arrivare ai nostri giorni. Come possiamo vedere dal grafico 3, questo nuovo modo di interpretare la finanza ha sempre più attratto consensi fino a raggiungere nel 2014 i quasi €10 trilioni.

**Grafico 3. L'evoluzione dello SRI in Europa dal 2003 al 2014.**



Fonte: Report Eurosif, anni 2003-2014.

Analizzando la crescita per periodi, vediamo che nel lasso di tempo 2003-2006, lo SRI si è sviluppato ad un ritmo molto elevato; questo a conferma, secondo l'*Eurosif*, che alcuni segmenti stanno diventando pratiche accettate nei diversi paesi<sup>12</sup>. Questo tasso di crescita è privo dei dati scandinavi che non erano disponibili all'*Eurosif* in tempo per la pubblicazione dello studio SRI del 2006 e quindi non sono stati inclusi.

Nel secondo intervallo preso in esame, 2006-2008, l'*Eurosif* ha ampliato la sua copertura, presentando anche i paesi nordici (quelli che non era riuscito a inserire nel precedente studio). In tale arco di tempo troviamo un *Compound Annual Growth Rate* (CAGR) del 42%, un termine spesso utilizzato per descrivere alcuni elementi delle attività, come ad esempio per confrontare i tassi di crescita da set di dati come nel caso specifico.

Dal 2008 al 2010, l'*Eurosif* espande ulteriormente la copertura del mercato e questo ha contribuito ad avere un CAGR del 37% in questi due anni. Buona parte della crescita viene attribuita al fatto che grandi *asset owners*<sup>13</sup> nel mercato domestico hanno adottato strategie di *Integration* o *screening* con specifici criteri come i cambiamenti climatici, all'interno del loro portafoglio. Questo maggiore spostamento nel campo SRI spiega la crescita dello SRI totale, specialmente del segmento *Broad*.

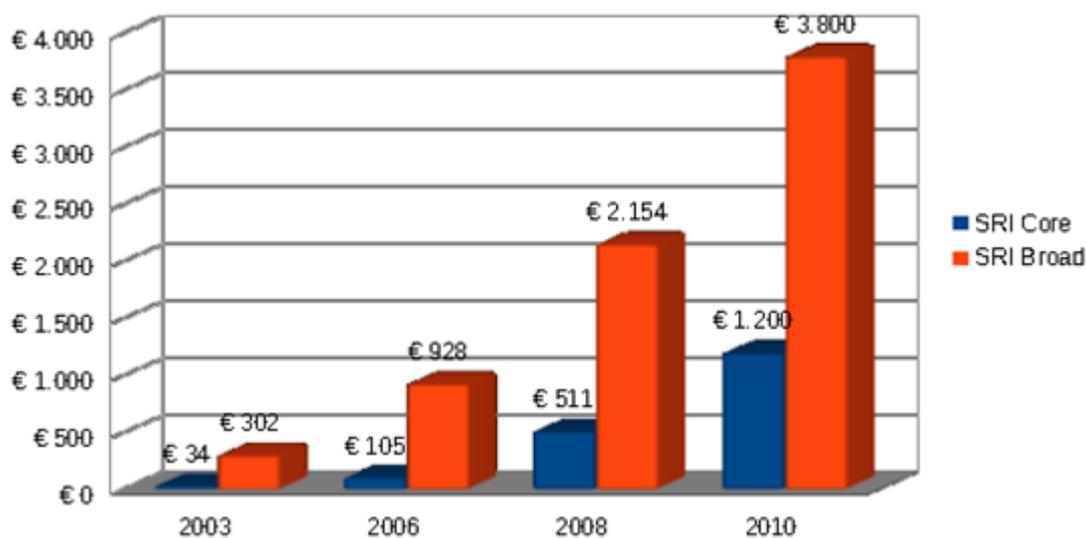
Negli ultimi due periodi si nota che l'investimento socialmente responsabile continua a crescere, ma l'*Eurosif* non fornisce più il CAGR e proprio dallo studio del 2012, come ricordato nel capitolo 1, cessa anche la separazione tra segmento SRI *Core* e SRI *Broad*. Si ricordi che tale segmentazione, venne introdotta nello studio del 2006 al fine di confrontare i dati di quell'anno con quelli del 2003, oltre che per motivi logistici e di adattamento al mercato. Per questo sembra corretto scindere l'evoluzione dello SRI, fino dove è possibile, per rendersi conto della dimensione di queste due famiglie e dalla figura 4 viene riportata questa divisione. I grandi investitori istituzionali utilizzano strategie di SRI *Broad* come l'*Engagement* e l'*Integration* e questo spiega la notevole differenza di valore tra il segmento SRI *Core* e lo SRI *Broad* a livello europeo. Tale divisione, come vedremo, oscilla da paese a paese a causa dei vari mercati SRI presenti e per il peso di alcuni investitori istituzionali che praticano strategie SRI *Broad* su grandi volumi di *assets*. Per quanto riguarda il segmento SRI *Core*, da segnalare la notevole crescita nel periodo 2008-2010, che è attribuibile all'aumento del volume delle *Exclusions* basate sui valori e sulle norme oltre all'ascesa dell'approccio *Best-in-Class*.

---

<sup>12</sup> Questo verrà compreso meglio nel prossimo capitolo, quando l'evoluzione dello SRI nel periodo 2003-2014 sarà scomposto per singolo paese europeo.

<sup>13</sup> Con questo termine viene indicato il proprietario degli investimenti, i quali sono gestiti da un *asset manager*.

Figura 4. L'evoluzione dello SRI Core e dello SRI Broad per l'intervallo di tempo 2003-2010.



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2003-2010.

In generale è interessante notare che l'intervallo di crescita esaminato, 2003-2014, racchiude un periodo di crisi finanziaria, riscontrabile nella sua fase più acuta negli anni 2008-2009. Come possiamo vedere dal grafico 3, lo SRI in quel periodo ha continuato a crescere globalmente in Europa e quando analizzeremo i singoli paesi europei nel capitolo 3, riscontreremo anche delle flessioni in quel periodo, anche se vedremo che saranno minori della finanza tradizionale o "mainstream". Questo l'*Eurosif* lo motiva con le risposte date dagli intervistati sul questionario, che indicano come la crisi finanziaria trascorsa ha dato ancora più consapevolezza dei danni che la finanza tradizionale può creare nel tempo e che una delle vie percorribili per non commettere più gli errori del passato è proprio quella di intraprendere il cammino della finanza etica. Questa è senza alcun dubbio una visione nuova che unisce al ritorno finanziario le problematiche riguardo alle questioni ESG, al fine di avere nel lungo periodo uno sviluppo sostenibile.

## 1.6 Gli investitori presenti nel panorama europeo

Lo studio SRI del 2003 segmentò il mercato europeo in due categorie: gli investimenti *retail* e quelli istituzionali, dove nella prima divisione vi era compreso i risparmi individuali, mentre nell'istituzionale vi si comprendeva tutte le altre forme. Tale studio si focalizzò principalmente su quest'ultima classe, dato che il peso era di gran lunga superiore rispetto agli investimenti *retail* e infatti, le varie forme dello SRI istituzionale hanno preso il posto di preminenza su molte tendenze e questioni del settore.

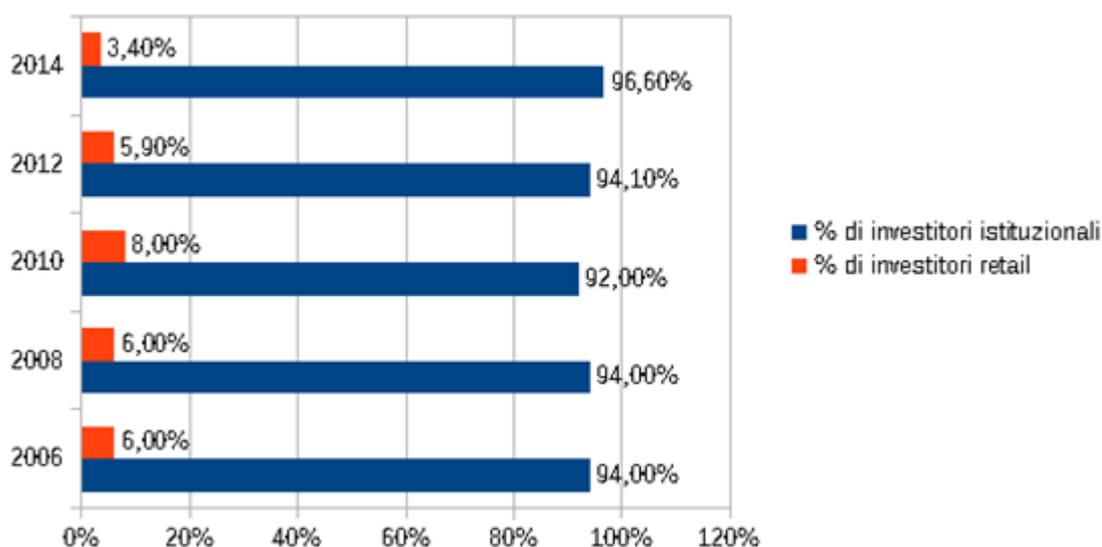
La maggiore differenza tra queste due categorie risiede nel fatto che gli investimenti *retail* comprendono sia una scelta finanziaria individuale che non finanziaria e questo sta a significare che è possibile adeguare gli investimenti ai propri punti di vista e principi. Dall'altra parte,

l'*Eurosif* conferma che i volumi dell'investimento istituzionale sono presumibilmente maggiori del fronte *retail*, oltre ad essere più complessi per le seguenti ragioni:

- ✓ La visione più restrittiva degli investimenti istituzionali si applica a compagnie che investono con i propri fondi, come ad esempio compagnie di assicurazione, banche e corporazioni.
- ✓ Investitori considerati istituzionali perché non individui, come ad esempio le chiese, le fondazioni e gli enti benefici, la cui capacità di investimento è in qualche modo minore della categoria suddetta, ma che rappresentano comunque una visione di etica certa.
- ✓ Investitori che investono per conto di altri e questi sono principalmente i fondi pensione e gli altri sistemi di finanziamento pensionistico, dove i loro volumi possono raggiungere proporzioni molto ampie, fino ad essere decisivi sui mercati. Infatti questi si differenziano dalle altre categorie per il fatto che rappresentano *stakeholders* multipli, dato che le decisioni di investimento non sono prese da un singolo, ma piuttosto da un gruppo di persone che né hanno il potere e tali figure sono riconducibili ai sindacati e ai rappresentanti degli investitori.

Questi sono elementi decisivi per comprendere il successo degli investitori istituzionali nello SRI e dall'indagine del 2006, l'*Eurosif* introduce le percentuali delle due categorie, come vediamo dalla figura 5 che mostra lo strapotere degli investitori istituzionali sul mercato europeo e questo spiega anche il forte sviluppo in quel periodo delle strategie dell'*Integration* e dell'*Engagement and Voting*.

**Figura 5. Gli investitori istituzionali vs *retail* sul mercato europeo nell'intervallo di tempo 2006-2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2006-2014.

Il dominio incontrastato degli investitori istituzionali non viene scalfito neppure due anni più tardi, dove continuano a muovere lo sviluppo dello SRI e in quel periodo erano particolarmente presenti in Olanda e nel Regno Unito, mentre il mercato SRI *Core* italiano si contraddistingueva per la massiccia presenza di investitori *retail* e lo stesso fenomeno si rifletteva sul mercato svizzero. Infatti, secondo l'*Eurosif*, la presenza di investitori *retail* su quei mercati era da ricondurre all'ascesa degli HNWI sul mercato SRI europeo. Inoltre, tra i principali investitori istituzionali si segnalano le istituzioni religiose, gli enti benefici e i fondi pensionistici pubblici. Due anni più tardi la quota degli investitori *retail* aumentò leggermente, con una moderata crescita in quasi tutti i paesi europei e questo rispecchiava la maggiore forza della domanda *retail* in investimenti sostenibili, oltre l'influente sviluppo degli HNWI che sfruttavano un'opportunità di investimento nel contesto della crisi finanziaria. Infatti, la crescita del *retail* è riconducibile a una maggiore consapevolezza di prodotti sostenibili, anche se erano presenti mezzi e canali di vendita spesso non adatti al mercato e molti sforzi si dovevano ancora compiere per giungere ad un ordine di prodotti più comprensibili e accessibili ad un pubblico più ampio, anche se l'iniziativa lanciata nel 2008 dal SIF nazionale del Regno Unito andava nella giusta direzione. Infatti, con cadenza annuale dette origine "alla settimana di investimento etico nazionale", dove i professionisti SRI e il pubblico potevano raccogliere e scambiare informazioni sull'investimento sostenibile e questo tipo di evento è stato successivamente replicato in altri paesi europei, come vedremo nel capitolo 3. Ancora, l'*Eurosif* accolse con favore questa iniziativa, dato che il pubblico è un vettore potente per garantire maggiore visibilità nel settore.

Da un punto di vista istituzionale, troviamo che i fondi pensionistici pubblici e i fondi di riserva sono i più importanti, seguiti dalle università e compagnie di assicurazione e proprio queste ultime stanno guardando con sempre più interesse ai prodotti SRI, al fine di indirizzare rischi e passività con prospettive a lungo termine. Inoltre, i fondi pensione occupazionali e societari, continuano a tenere una posizione modesta tra gli investitori e per quanto riguarda gli ultimi due studi, si segnala che gli investitori istituzionali hanno aumentato ulteriormente la loro presenza, raggiungendo nel 2014 il 96.6%. Tuttavia, dobbiamo essere consapevoli che esiste variabilità tra i paesi, con alcuni di essi che mostrano un settore *retail* molto più forte di quello europeo.

### **1.7 Profili quantitativi dello SRI nei fondi *retail* Europei**

Proprio per comprendere in maniera più esaustiva le differenze che ci sono dal lato degli investitori tra una visione unicamente europea e per singoli paesi, in questi paragrafi successivi analizzeremo il numero dei fondi SRI *retail* prima a livello europeo e successivamente per singolo paese.

### 1.7.1 Caratteri introduttivi

Nel 2014, l'agenzia di *rating* Vigeo focalizza la sua attenzione sui “fondi etici, sociali e verdi in Europa”, dove raccogliendo i dati fino al 30 giugno di quell'anno, riesce a mettere in piedi uno studio che oggi è diventato un punto di riferimento per molti investitori responsabili. A livello generale, possiamo affermare senza alcun dubbio che l'intero quadro Europeo è positivo, anche se questo non deve frenare la grande mole di lavoro che ancora resta da compiere. Infatti, il peso globale degli *assets* SRI all'interno degli *assets* sottogestione europei, mostra che vi è ancora spazio per un ulteriore miglioramento e i dati eterogenei presenti per singolo paese Europeo, evidenziano come la consapevolezza e la maturità dei mercati non sia ancora omogenea. Secondo Vigeo, per avere in futuro un investimento socialmente responsabile che sia affermato in modo definitivo e trasversale in tutta l'Europa, c'è bisogno che tutti i più importanti *stakeholders* rispondino presente a questa “chiamata all'azione”. Infatti, in primo luogo, le istituzioni Europee e quelle nazionali, ognuna per le sue capacità, devono riuscire a creare una struttura legale favorevole per gli investitori *retail* che si vogliono affacciare allo SRI. Inoltre, i gruppi di *stakeholders* dovrebbero spiegare le implicazioni positive che si vengono a creare con l'utilizzo di questo nuovo modo di intendere la finanza e gli *asset managers*, se ne hanno una, dovrebbero promuovere la loro gamma di prodotti SRI. Infine, facendosi autocritica, Vigeo afferma come le agenzie di *rating* dovrebbero lavorare di più con gli altri attori di mercato, al fine di identificare e rendere più comprensibile la materialità dei fattori ESG per gli *stakeholders*, le aziende e gli *asset managers*.

All'interno dello studio, Vigeo si è posto come obiettivo principale quello di riuscire a dare una risposta alle seguenti domande:

1. Quanti fondi SRI *retail* sono disponibili sul mercato?
2. Qual è la dimensione degli *asset* sottogestione per i fondi SRI *retail* Europei?
3. Qual è la quota di mercato dei fondi SRI *retail* all'interno del totale *retail* Europeo?
4. Quali sono i più grandi fondi SRI *retail*?
5. Qual è l'*Asset Allocation* preferito per i fondi SRI *retail*?
6. Qual è la *performance* e i costi dei fondi SRI *retail*?

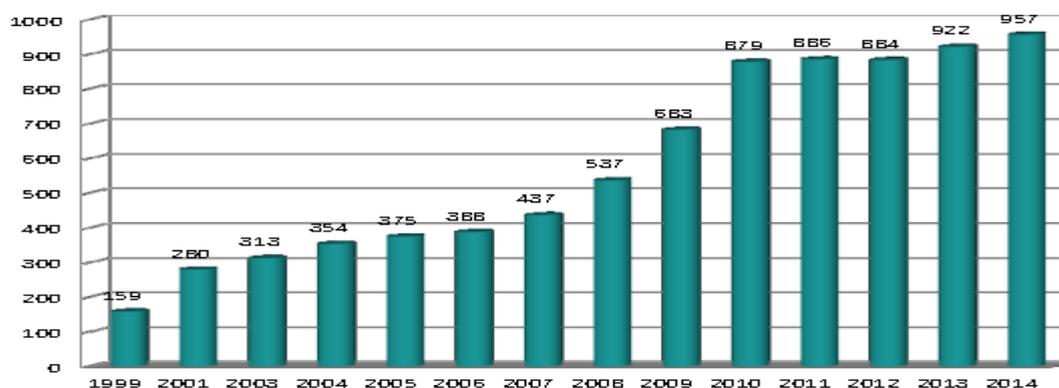
Prima di rispondere a queste domande, al fine di avere un quadro che sia il più possibile completo, è giusto evidenziare come la metodologia utilizzata all'interno di questo studio sia sempre stata quella di prendere in considerazione tutti i fondi che al suo interno utilizzassero almeno uno *screening* ambientale, sociale o etico, oltre ad avere la peculiarità di essere collocati sui mercati Europei come prodotti SRI e essere disponibili al pubblico. Per contro, la metodologia si è servita anche di criteri negativi, visto che non prende in esame quei fondi *retail* “tematici” che investono in un settore o in un *trend* per ragioni finanziarie opportunistiche, come ad esempio è avvenuto in passato per il settore della tecnologia pulita. Ancora, sono

esclusi da questo studio, quei fondi che donano una parte delle loro commissioni o profitti a enti caritatevoli e/o svolgono altre “buone” cause. Infine, non fanno parte di questa indagine, tutti quei fondi che non rientrano nella categoria dei prodotti socialmente responsabili, visto che al suo interno viene applicato uno o più *screens* CSR che non è in linea con i principi dello SRI. Infine, per comprendere a pieno i numeri che successivamente interesseranno la nostra analisi, è giusto evidenziare che il criterio applicato è quello utilizzato da Vigeo, ovvero associare gli *asset* sottogestione al paese in cui la compagnia di gestione degli *assets* ha la sua sede, al fine di non incorrere in un conteggio doppio. Infatti, se ad esempio un fondo domiciliato in Svizzera, vende i suoi prodotti in Germania, viene considerato a tutti gli effetti un fondo svizzero.

### 1.7.2 Quanti fondi SRI *retail* sono disponibili sul mercato?

Come indica la figura 6, nel 2014 si registra il numero più alto di fondi SRI *retail* a livello Europeo (957) e questo segna anche una variazione positiva del 4% rispetto ai valori del 2013. Inoltre, da questa figura si evince come gli anni ruggenti di crescita continua sembrano ora un lontano ricordo, poiché negli ultimi anni il mercato Europeo ha sperimentato piccoli tassi di crescita che gli hanno permesso di consolidare i livelli raggiunti.

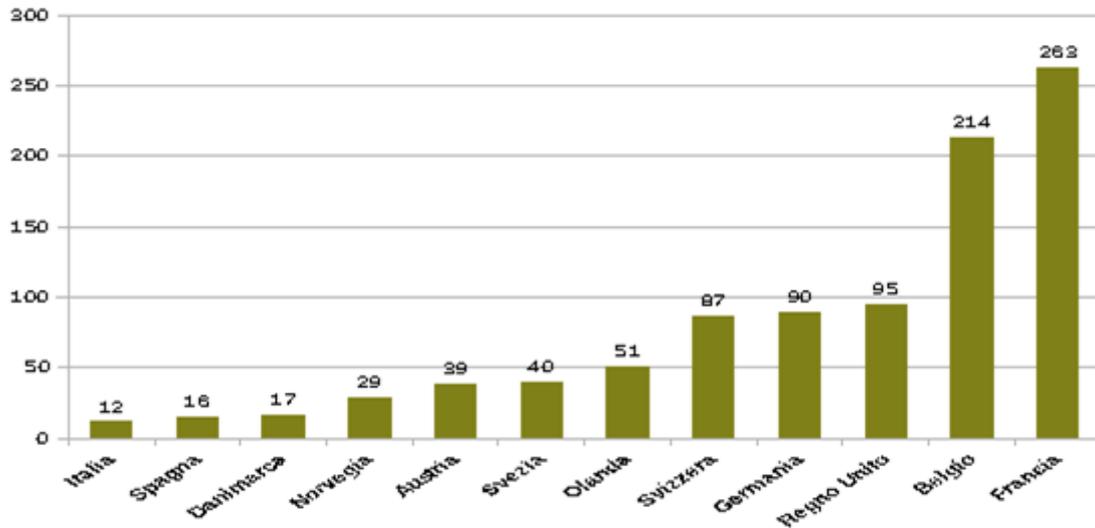
**Figura 6. Numero di fondi SRI *retail* a livello europeo dal 1999 al 2014.**



Fonte: Vigeo, anno 2014.

La figura 7 prova a scomporre i 957 fondi del 2014 per singolo paese Europeo e da tale suddivisione vediamo come la Francia e il Belgio siano i paesi con il più alto numero di fondi SRI *retail*. Questo risultato, per Vigeo, è il frutto di duri anni di lavoro da parte di questi due paesi che negli anni passati hanno ristrutturato in maniera significativa il proprio mondo SRI e adesso raccolgono tutti i risultati. Per contrasto, dalla figura si evince anche come l'Italia, la Spagna e la Danimarca hanno ancora davanti a se tanta strada da percorrere se vogliono raggiungere i livelli del mercato francese e belga.

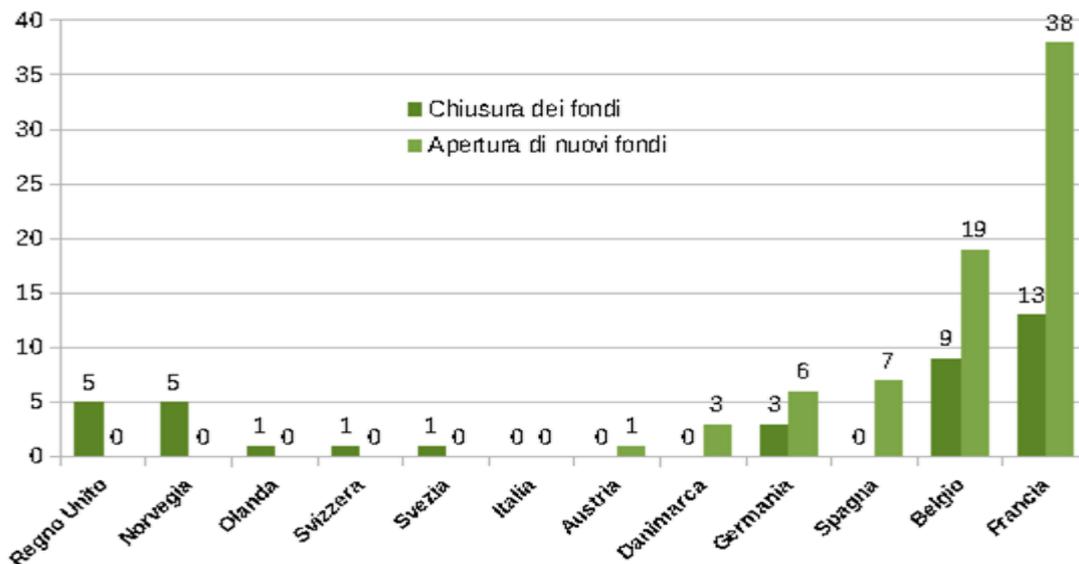
**Figura 7. Numero di fondi SRI *retail* per singolo paese europeo.**



Fonte: Vigeo, anno 2014.

Al fine di rendere l'analisi ancora più dettagliata e approfondita, abbiamo per il 2014 una bilancia che da una parte pesa le chiusure dei fondi SRI *retail* e dall'altra pesa le nuove aperture. I risultati di questo studio si possono apprezzare nella figura 8, dove ancora una volta la Francia e il Belgio sono i due paesi Europei migliori, visto che rispettivamente hanno una bilancia positiva di 25 e 10 fondi SRI *retail*. Tra gli altri paesi con una bilancia positiva troviamo anche la Spagna, la Germania, la Danimarca e l'Austria, mentre i restanti mercati, ad eccezione di quello italiano che mostra una bilancia piatta, hanno per l'anno 2014 un saldo negativo.

**Figura 8. Chiusure dei fondi *retail* vs nuove aperture dei fondi *retail* per singolo paese europeo nel 2014.**



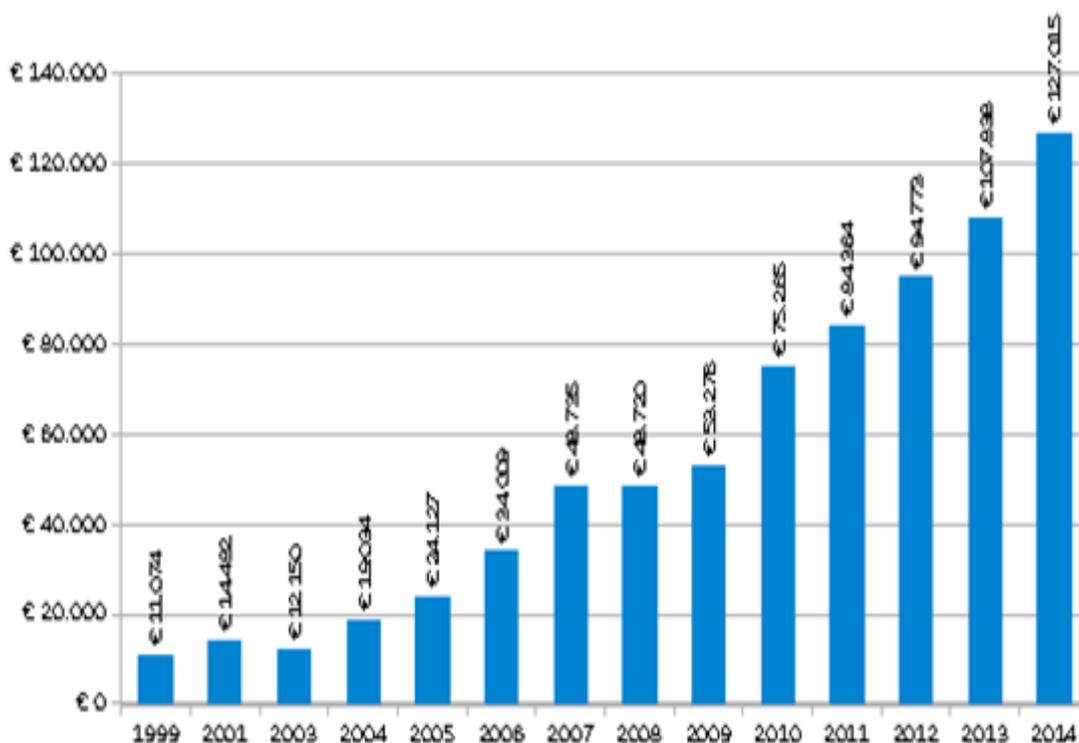
Fonte: Vigeo, anno 2014.

### 1.7.3 Qual è la dimensione degli *asset* sotto gestione per i fondi SRI *retail* Europei?

La figura 9 illustra come nell'anno 2014, gli *asset* sotto gestione arrivino a €127.015 miliardi che equivale ad un incremento del 18% se paragonato con le cifre del 2013. Tale incremento, secondo Vigeo, è essenzialmente il frutto di due fattori:

- nuove aperture di fondi SRI *retail* a livello europeo;
- performance positiva dei mercati finanziari.

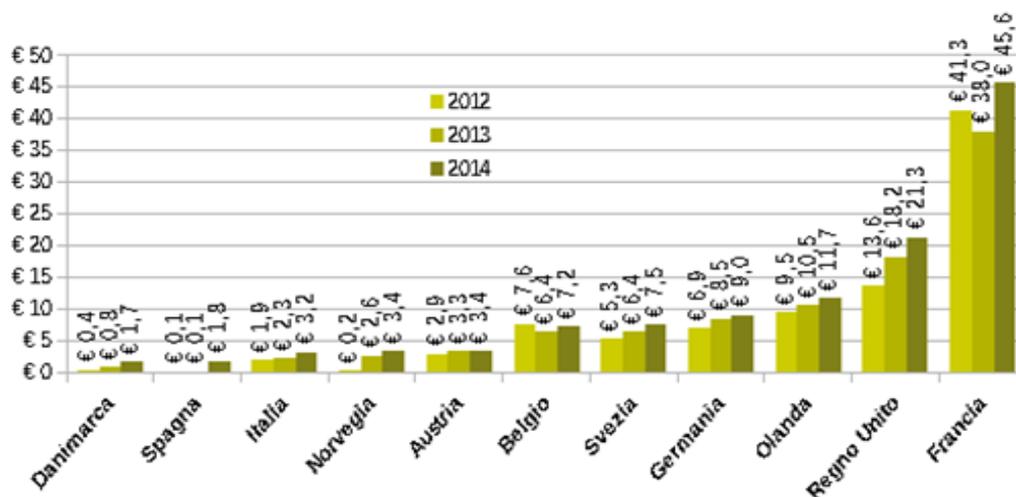
**Figura 9. Totale degli *asset* sotto gestione per i fondi SRI *retail* europei.**



Fonte: Vigeo, anno 2014.

Scomponendo il totale degli *asset* sotto gestione per singoli paesi europei, vediamo che i €127.015 miliardi del 2014 sono in buona parte provenienti dalla Francia che come possiamo apprezzare della figura 10 contribuisce al totale con ben €45.6 miliardi, confermando così il suo primato. Dal punto di vista del mercato belga che come sappiamo è al secondo posto per numero di fondi, in questa circostanza dimostra di averne in media tanti ma di piccole dimensioni, visto che si piazza di gran lunga dietro il Regno Unito che se anche ha avuto una bilancia negativa di cinque fondi, mostra una particolare vivacità nel mercato SRI *retail*, classificandosi così al secondo posto con €21.3 miliardi di *asset* sotto gestione.

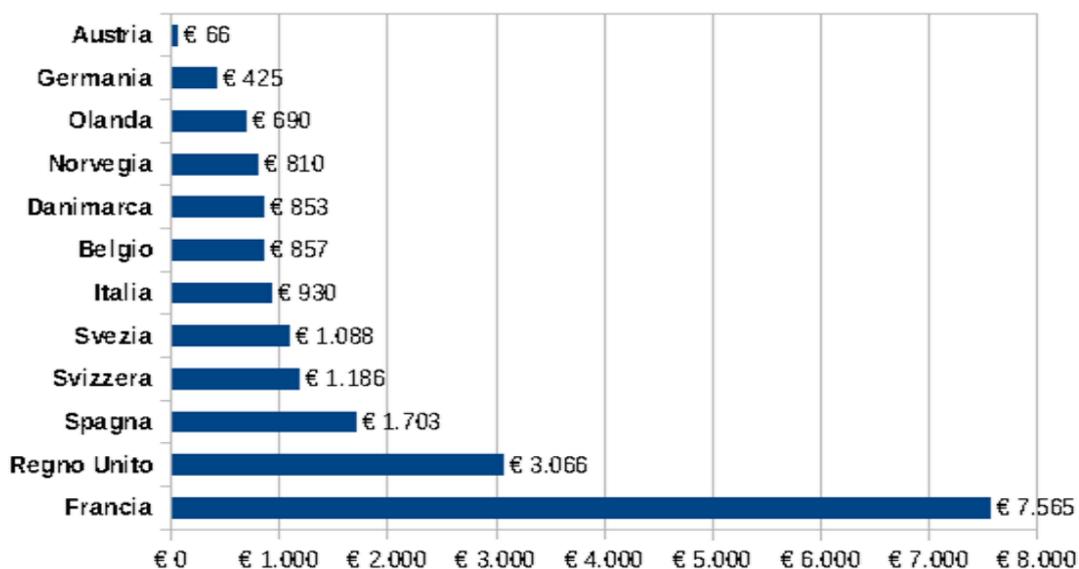
**Figura 10. Totale degli *asset* sotto gestione per singolo paese europeo sui fondi SRI *retail* dal 2012 al 2014.**



Fonte: Vigeo, anno 2014.

La figura 11 mette in evidenza la variazione positiva degli *asset* sotto gestione per singolo paese europeo nel periodo 2013-2014 e come possiamo osservare la Francia è il leader Europeo. Come accennato pocanzi, il secondo posto è riservato al Regno Unito con una variazione positiva di €3.066 miliardi e per quanto riguarda gli altri paesi europei, dobbiamo segnalare come l'Italia nonostante abbia avuto per l'anno 2014 una bilancia invariata è comunque riuscita ad incrementare i suoi *asset* sotto gestione di quasi €1 miliardo.

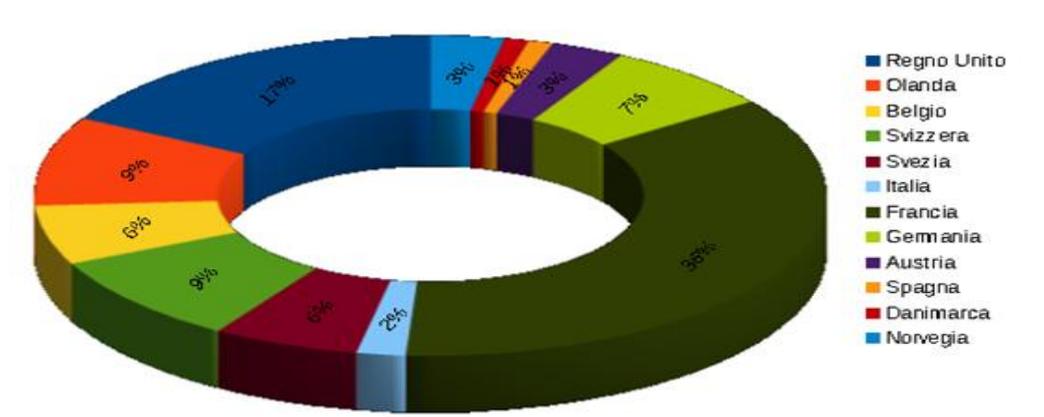
**Figura 11. Variazione degli *asset* sotto gestione per singolo paese europeo sui fondi SRI *retail* nel 2013-2014.**



Fonte: Vigeo, anno 2014.

Infine, la figura 12 evidenzia come l'84% degli *asset* sotto gestione Europei siano per l'anno 2014 concentrati nei sei più grandi mercati Europei, dove il primo posto spetta alla Francia con un 36%, seguita dal Regno Unito (17%), l'Olanda (9%), la Svizzera (9%), la Germania (7%) e a pari merito il mercato svedese e quello belga con un 6%.

**Figura 12. Totale degli *asset* sotto gestione nei fondi SRI *retail* per singolo paese europeo.**

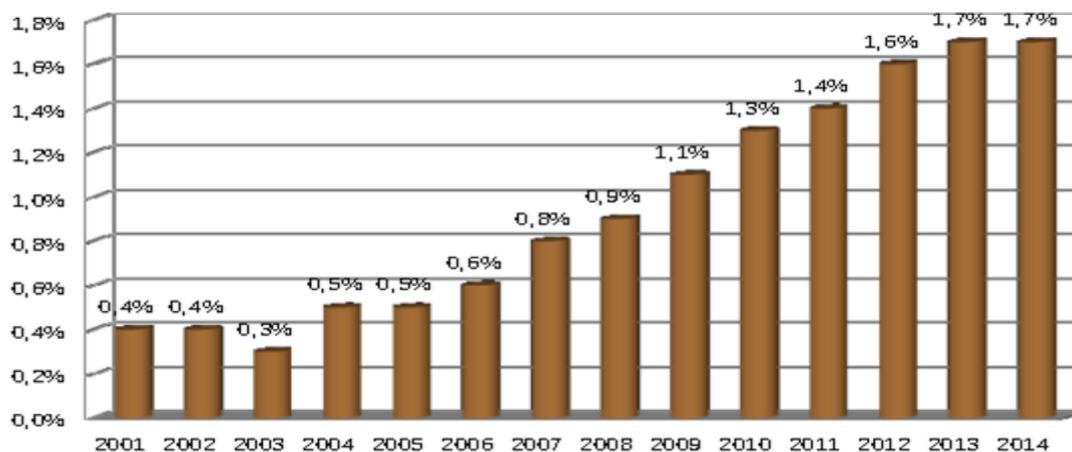


Fonte: Vigeo, anno 2014.

#### 1.7.4 Qual è la quota di mercato dei fondi SRI *retail* all'interno del totale *retail* Europeo?

Come possiamo osservare dalla figura 13, anche per l'anno 2014 i fondi SRI *retail* confermano di avere un peso relativo all'interno del totale *retail* Europeo, visto che la loro quota di mercato è soltanto dell'1.7% e tale cifra conferma anche che non c'è stato nessun incremento rispetto al 2013.

**Figura 13. Percentuale dei fondi SRI *retail* all'interno del totale *retail* sotto gestione a livello europeo.**



Fonte: Vigeo, anno 2014.

### 1.7.5 Quali sono i più grandi fondi SRI *retail*?

La tabella 14 indica come nella *top ten* del 2014 ci siano tre nuovi ingressi, anche se il primato rimane al fondo *BNP Paribas Mois* di nazionalità francese con un *asset class* a rendita fissa. A livello generale, Vigeo tiene a sottolineare che rispetto al 2013 trova le seguenti divergenze:

- i fondi a rendita fissa così come quelli bilanciati hanno aumentato la loro presenza;
- tutti questi fondi godano di un'ottima dimensione, dato che sono abbondantemente sopra il €1 miliardo di *asset*;
- all'interno della *top ten* sono presenti ben sette fondi di nazionalità francese.

**Tabella 14. I dieci più grandi fondi SRI *retail* a livello europeo.**

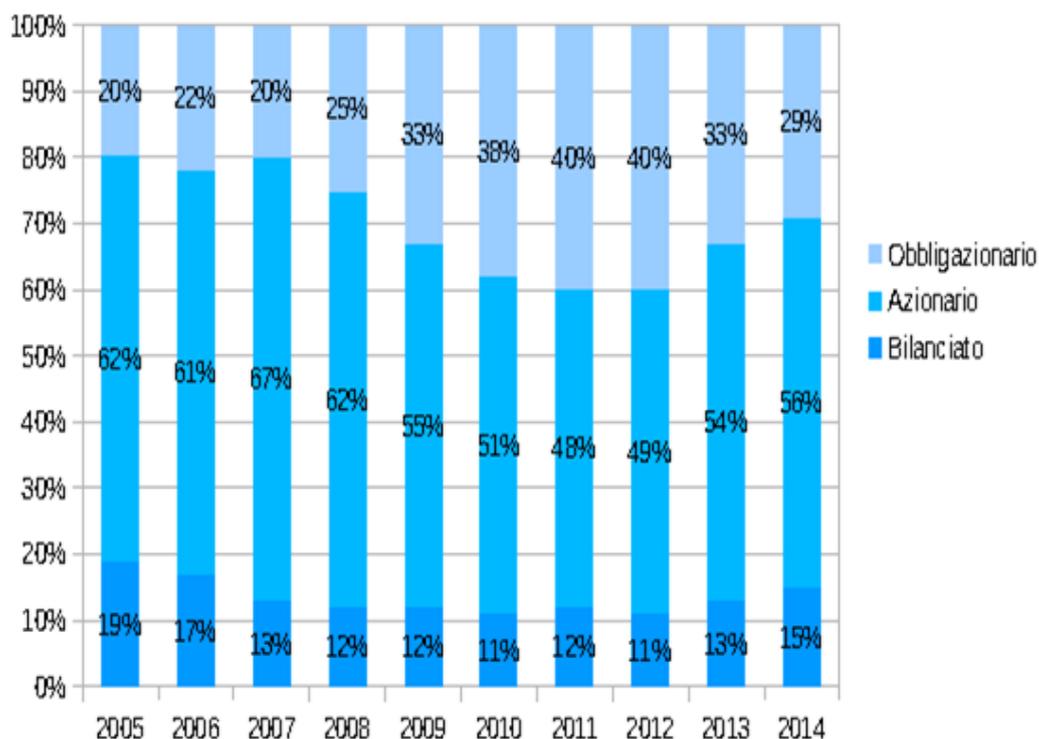
<b>Ranking giugno 2014</b>	<b>Ranking giugno 2013</b>	<b>Fondo</b>	<b>Società di gestione degli <i>asset</i></b>	<b>Asset Class</b>	<b>Paese di provenienza</b>	<b>Asset € in miliardi</b>
1	1	<i>BNP Paribas Mois</i>	<i>BNP Paribas</i>	Rendita fissa	Francia	3.593 €
2	3	<i>Atout France</i>	<i>Amundi</i>	Azionario	Francia	2.274 €
3	Nuova entrata	<i>Ofi Trésor ISR A/I</i>	<i>Macif Gestion- OFI Merger 2014</i>	Rendita fissa	Francia	2.129 €
4	Nuova entrata	<i>BTP Trésoreire</i>	<i>Ecofi Investissements</i>	Rendita fissa	Francia	1.775 €
5	6	<i>Stewardship Pension Fund</i>	<i>Friends Provident Pension Ltd</i>	Azionario	Regno Unito	1.745 €
6	2	<i>Aviva Monétaire ISR</i>	<i>Aviva Investors France</i>	Rendita fissa	Francia	1.725 €
7	4	<i>SNS Euro Mixfonds</i>	<i>SNS Beleggingsfondsen Beheer B.V.</i>	Bilanciato	Olanda	1.714 €
8	Nuova entrata	<i>Santander Responsabilidad Conservador FI Acc</i>	<i>Santander</i>	Bilanciato	Spagna	1.558 €
9	8	<i>Edr Tricolore Rendement</i>	<i>Edmond de Rothschild</i>	Azionario	Francia	1.554 €
10	7	<i>Atout Euroland</i>	<i>Amundi</i>	Azionario	Francia	1.538 €

Fonte: Vigeo, anno 2014.

### 1.7.6 Qual è l'asset allocation preferita per i fondi SRI retail?

In questo capitolo risponderemo solo in parte a questa domanda, visto che verrà inizialmente analizzata soltanto da un punto di vista Europeo, poiché la restante parte della risposta sarà data paese per paese nel capitolo 3. Così facendo, il nostro auspicio è che possa essere più chiaro anche per i lettori, dato che avranno la possibilità di confrontare all'interno del singolo paese gli *asset allocation* utilizzati dai prodotti SRI a livello generale con quelli specifici del mercato *retail*. A questo punto, rispondendo alla prima parte della domanda, vediamo come dalla figura 15 i fondi azionari, nonostante siano ancora distanti dai livelli fatti registrare nel 2007, siano arrivati nel 2014 al 56% dello SRI totale Europeo, facendo registrare il livello più alto dal 2009. Questo andamento, come vedremo è in linea con quanto fatto registrare dall'*asset allocation* Europeo a livello generale e tale fenomeno viene da più parti spiegato come uno spostamento fisiologico da parte degli investitori responsabili che nel periodo di crisi economico-finanziaria, e quindi di maggiore turbolenza sui mercati finanziari, hanno preferito dirigere i suoi *asset* in porti più sicuri come ad esempio i prodotti obbligazionari. Ora che la situazione sembra piano piano tornare alla normalità, hanno deciso in maniera graduale di riportare i loro *asset* in prodotti azionari.

**Figura 15. Tipologia di asset allocation preferita a livello europeo dai fondi SRI retail dal 2005 al 2014.**



Fonte: Vigeo, anno 2014.

### 1.7.7 Qual è la *performance* e i costi dei fondi SRI *retail*?

La tabella 16, basandosi sulla *performance* a dodici mesi e confrontando gli utili dei fondi con una media dei loro gruppi simili, elenca a livello Europeo i primi cinque fondi SRI *retail*. Da un punto di vista della capacità dei gestori di fondi, Vigeo non intende dare alcuna informazione, poiché questa valutazione include fondi che investono in strumenti e mercati finanziari differenti, la cui *performance* pertanto non può essere confrontata.

**Tabella 16. Le migliori *performance* a dodici mesi dei fondi SRI *retail* a livello Europeo.**

Società di gestione degli asset	Nome del fondo	Paese di provenienza	Categoria	Performance del fondo ad un anno	Performance della categoria del fondo ad un anno
State Street Fondsleitung AG	EIC Renewable Energy A	Svizzera	Azionario in energia alternativa	42.4%	22.8%
DNB Asset management S.A.	DNB Renewable Energy retail A	Lussemburgo	Azionario in energia alternative	41.9%	22.8%
ERSTE- SPARINVEST KAG	ERSTE WWF Stock Climate Change T	Austria	Azionario nel settore ecologia	30.1%	13.6%
UBS Third Party Management S.A.	LSF Asian Solar & Wind AI	Lussemburgo	Azionario in energia alternative	38.5%	22.8%
DNB Asset Management S.A.	BNB Renewable Energy Retail A	Lussemburgo	Azionario in energia alternative	35.2%	22.8%

Fonte: Vigeo, anno 2014.

Per quanto concerne i costi, Vigeo intende sottolineare come il prezzo dei fondi nel settore tecnologico azionario sia il più costoso (*TER* 2.79% in media). Per contro, il più economico risulta essere quello della categoria delle obbligazioni Europee a brevissimo termine (*TER* 0.19% in media).

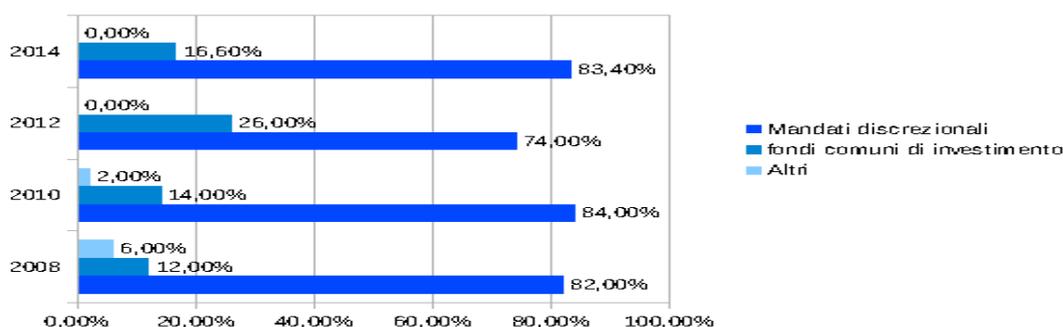
## 1.8 I prodotti e i processi dell'investimento socialmente responsabile

Il questionario dell'*Eurosif* dallo studio del 2006, illustra le diverse sfaccettature del mercato SRI europeo, mostrando una grande varietà a livello di prodotti offerti e mezzi utilizzati dagli *asset manager* e al fine di fornire una maggiore comprensione, analizzeremo singolarmente i seguenti punti:

- Veicoli di investimento;
- *Asset allocation*;
- Tipi di compagnie interessate agli *assets* SRI;
- Aree geografiche;
- Procedimenti;
- Trasparenza.

I veicoli di investimento più utilizzati, nell'indagine del 2006, sono i mandati discrezionali dove vi si include i fondi autogestiti e un altro importante veicolo è sicuramente il fondo comune di investimento. Tra le altre cose i prodotti strutturati si stanno apprezzando tra gli investitori, mentre i fondi dei fondi SRI sono piuttosto marginali a livello europeo, con €1 miliardo di *asset* sotto gestione. Le informazioni dell'*Eurosif* divengono più precise nell'indagine successiva, dove riesce per la prima volta a fornire delle percentuali. Infatti, come possiamo osservare dalla figura 17 i mandati discrezionali sono ancora i più utilizzati, mentre i fondi comuni di investimento riscuotono un minore interesse e nella categoria "altri" vi si include i prodotti strutturati e i fondi dei fondi SRI, dove proprio questi ultimi registrano €2.4 miliardi di *asset* sotto gestione.

**Figura 17. I veicoli di investimento utilizzati in Europa dal 2008 al 2014.**

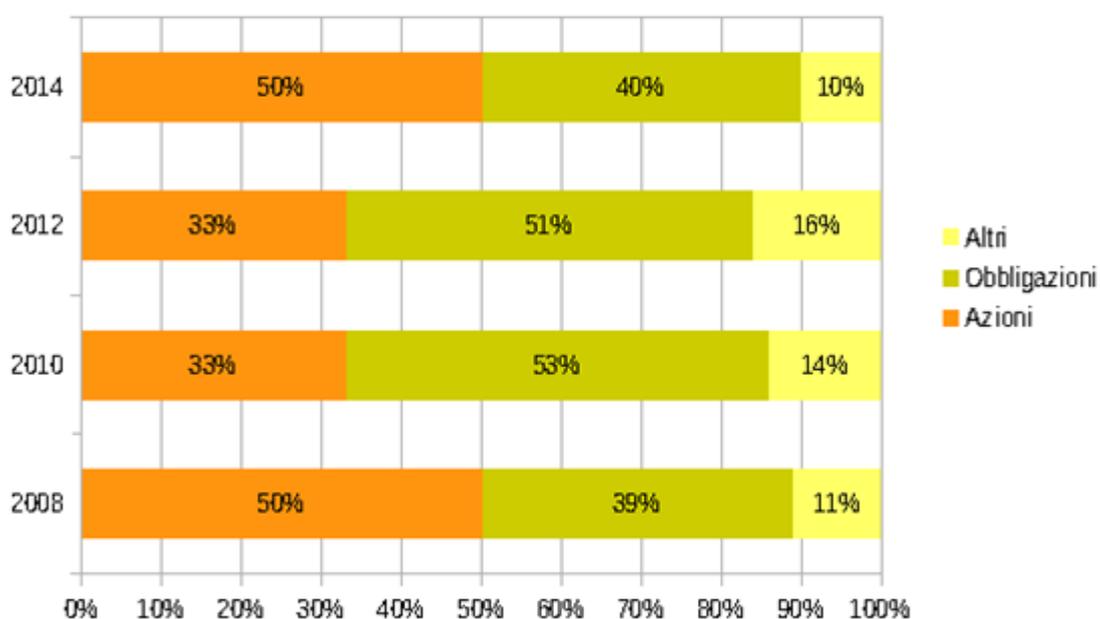


Fonte: *Report Eurosif*, anni 2008-2014.

La figura 17 mostra una flessione dei mandati discrezionali nel 2012 favorita dall'ascesa dei fondi comuni di investimento che comunque si confermano il veicolo di investimento più utilizzato e per quanto riguarda la categoria "altri", proprio a partire da quella indagine, lasciano definitivamente la scena sul mercato SRI europeo.

Sul fronte dell'*asset allocation*, lo studio del 2006 evidenzia come le azioni fossero la classe patrimoniale maggiormente utilizzata, anche se l'*Eurosif* segnalava come una significativa proporzione di *asset manager* applicassero uno *screening* anche su *asset* di obbligazioni e dal 2008, l'indagine si è fatta più precisa ed è riuscita a fornire i dati che sono illustrati nella figura 18.

**Figura 18. Asset allocation a livello europeo nell'intervallo di tempo 2008-2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2008-2014.

Da tale figura possiamo osservare come le azioni siano considerate l'*asset allocation* preferita anche nel 2008, con la quota obbligazionaria in costante aumento fino a diventare la più utilizzata dagli investitori due anni più tardi. Tale ascesa è riconducibile essenzialmente alle conseguenze della crisi economica-finanziaria e le relative ripercussioni sui mercati finanziari, che indussero gli investitori a comprare sempre più strumenti meno speculativi e con una remunerazione certa. Nel 2014 con la fase più acuta della crisi ormai superata, gli investitori responsabili sono tornati a immettere in maniera massiccia le azioni nei propri portafogli di investimento, fino a farle tornare l'*asset allocation* più utilizzata. Nello stesso anno, il questionario dell'*Eurosif*, riesce inoltre a segmentare la percentuale delle obbligazioni (40%) in modo più dettagliato:

- 21.3% in obbligazioni societarie;

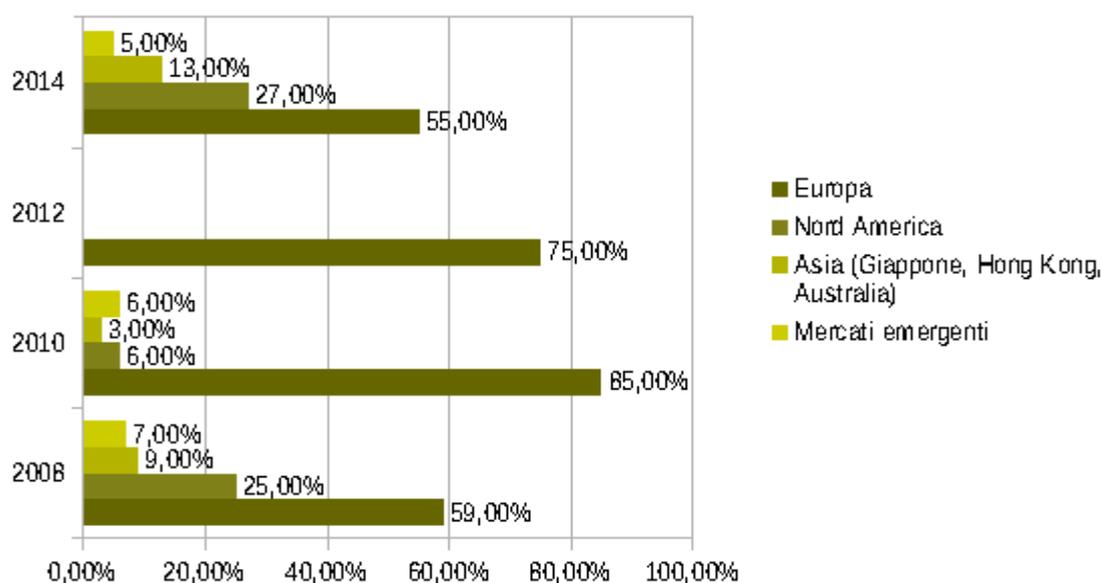
- 16.6% in obbligazioni sovrane;
- 1.4% in obbligazioni sovranazionali;
- 0.8% in obbligazioni locali/municipali.

Tra le altre cose dobbiamo anche segnalare come gli *asset manager* presenti nel mercato europeo, utilizzavano già tali *asset allocation*, ma queste informazioni sono state rese note solo nello studio del 2014, grazie a un questionario sempre più dettagliato e accurato da parte dei SIF nazionali e dell'*Eurosif*. Infine, resta da segnalare che in quella figura la categoria “altri” sta a comprendere il *real estate*, i capitali di *private equity/venture capital*, gli *hedge funds*, le classi di attività monetarie e le *commodities*.

Gli *asset SRI* si focalizzano tipicamente in aziende di grande capitalizzazione, indipendentemente dalle strategie applicate e infatti in paesi come Olanda, Belgio e Spagna tali aziende rappresentano il 90% dello SRI. Contrariamente, gli *asset manager* del Regno Unito si contraddistinguono per essere i *leader* nel proporre prodotti di investimento in aziende di piccola e media capitalizzazione, insieme alla Svizzera.

Per quanto concerne l’allocazione geografica questa può essere riassunta nella figura 19, dove dobbiamo notare che l'*Eurosif* nell’indagine del 2012 riporta soltanto il dato Europeo senza soffermarsi sugli altri e proprio questa zona geografica è sempre risultata l’area più attraente per gli investimenti, anche se dal 2010 subisce una notevole diminuzione a discapito dell’America del Nord e dell’Asia (Giappone, Hong Kong, Australia). Infine, i mercati emergenti restano alquanto piatti per tutto il periodo di tempo analizzato.

**Figura 19. Allocazione geografica degli *asset SRI* nell’intervallo di tempo 2008-2014.**



Fonte: Report *Eurosif*, anni 2008-2014.

Dal punto di vista dei procedimenti dello SRI dobbiamo subito evidenziare come siano combinati tra di loro e solo per comodità possono essere suddivisi in ricerca interna ed esterna, dove la prima è generalmente composta da un *team* di analisti, da un comitato etico e un *team* di gestione del risparmio, mentre la seconda è composta dai fornitori di ricerca ESG, dalla consulenza e dalle analisi offerte dai *brokers*.

Infine la trasparenza, la questione chiave dello SRI, una sfida a cui gli *asset manager* rispondono in modo ineguale rispetto agli altri. Infatti è degno di nota segnalare che nel Regno Unito il 78% degli *asset manager* divulgano le informazioni sul loro sito e questo fenomeno avviene anche in altri mercati, come ad esempio in quello olandese (63%) e quello belga (50%). Inoltre, il 67% dei rispondenti al questionario *Eurosif*, conferma di usare un'etichetta SRI come dicono le linee guida sulla trasparenza Europea. Tale etichetta chiamata *SRI Novethic* fu lanciata nel settembre 2009 e assegnata ai fondi comuni di investimento distribuiti in Francia, la cui sistematica gestione prende in considerazione i criteri ESG. Lo scopo dell'etichetta è di incoraggiare lo sviluppo di una informazione trasparente sui fondi SRI, migliorando la loro disponibilità agli occhi degli investitori individuali, fornendoli un *benchmark* semplice e al fine di ottenere l'etichetta devono essere soddisfatti i quattro criteri, qui di seguito enunciati:

1. *Screening ESG*: l'*asset manager* deve prendere in considerazione questioni ESG, un processo che ha lo scopo di escludere determinate compagnie o settori che non vi adempiano. L'approccio di gestione SRI deve incoraggiare le migliori pratiche extra-finanziarie tra gli emittenti e queste devono essere applicate almeno al 90% del portafoglio in termini sia di *assets* che di *holdings*, al fine di coprire tutte le classi di *assets*. Inoltre, qualsiasi combinazione specifica è applicata, le questioni ESG devono essere tutte sottoposte a *screening*, anche se l'approccio di gestione enfatizza una o più di queste aree.
2. *Trasparenza*: gli investitori devono essere in grado di capire le caratteristiche extra-finanziarie del fondo e i loro impatti sull'approccio di gestione. Inoltre, per soddisfare questi criteri, gli *asset manager* devono soddisfare il codice di trasparenza *AFG-FIR*, che deve essere facilmente accessibile nella sezione SRI del sito web dell'*asset manager* e preferibilmente collocato nelle pagine dedicate al fondo. Infine, questo documento deve anche fornire informazioni relative al processo SRI, includendo le risorse disponibili.
3. *Relazione extra-finanziaria*: una relazione mensile e/o trimestrale del fondo SRI che deve contenere una sezione aggiuntiva che non è inclusa nella relazione di un fondo non catalogato come tale. Inoltre, deve contenere informazioni qualitative sulle pratiche ESG, risultanti dagli investimenti recenti, disinvestimenti e deve fornire informazioni quantitative sulle caratteristiche ESG del fondo. Infine, queste informazioni devono contenere tutti gli *assets* e possono essere separate dalla relazione finanziaria, purché

ricopra i titoli del portafoglio e sia divulgata su base regolare, oltre ad essere prontamente disponibile al pubblico come una informazione finanziaria.

4. Divulgazione di tutte le partecipazioni aziendali in portafoglio: l'intera lista delle partecipazioni in portafoglio deve essere divulgata almeno su base semestrale ed essere sufficientemente chiara e comprensibile.

### **1.9 I principali *drivers* del mercato europeo e previsioni future**

Agli intervistati dell'indagine, l'*Eurosif* chiese di classificare quali in futuro sarebbero stati i più significativi *drivers* del mercato europeo. Risultò che la domanda degli investitori istituzionali svolgerà il principale ruolo di motore di crescita, visto che lo SRI per tali investitori è sempre più una questione di gestione del rischio e contrariamente, gli intervistati sono preoccupati sulla domanda *retail*, vista la mancanza di chiarezza riguardo al futuro, oltre a registrare nell'ultima indagine una percentuale poco significativa. Tuttavia, come vedremo e come in parte abbiamo avuto modo di vedere, in alcuni mercati nazionali la domanda *retail* assume un'importanza diversa dal contesto europeo.

Un altro impulso alla crescita, arriverà da una sempre maggiore consapevolezza degli investitori sugli investimenti che prendono in considerazione le questioni ESG e infatti, per una maggiore chiarezza e confronto, alcuni specialisti SRI vorrebbero misurare la performance extra-finanziaria, ma per riuscire in tale intento, dovremmo incorrere in un rapporto che sia trasparente, confrontabile e credibile, in modo che gli investitori che si indirizzano allo SRI siano più consapevoli del raggiungimento dei loro obiettivi di investimento, tramite la strategia scelta. Così facendo, le valutazioni *ex-ante* e *ex-post* saranno ugualmente importanti per valutare la natura e il livello di successo degli investimenti responsabili e sostenibili. Inoltre, questa maggiore consapevolezza è il frutto anche dei *media*, infatti in un periodo di disastri ambientali e sociali dove società ben conosciute incorrano in inquinamenti e dissesti ambientali che si ripercuoteranno inevitabilmente per molto tempo, essi hanno un ruolo cruciale nell'informazione, come ad esempio, nel gennaio del 2008 dove i fondi pensione olandesi furono messi sotto esame a seguito della trasmissione del documentario *Zembla*, chiamato "la sanzione delle bombe a grappolo".

Ancora, la legislazione Europea sugli investimenti delle armi controverse e l'etichetta SRI *Novethic* vanno nella direzione di un cambiamento marcato rispetto al passato, dove non ci sia più la parola etica lontana da quella economica e finanziaria. Infine, i *drivers* legislativi saranno esaminati nel dettaglio nel capitolo 3, dove analizzeremo singolarmente ogni paese europeo.

In conclusione, per il futuro, l'*Eurosif* si aspetta che l'investimento socialmente responsabile continuerà a crescere e come abbiamo avuto modo di esaminare più volte, la crisi economico-finanziaria ha contribuito a una maggiore chiarezza, rendendo sempre più coscienti gli

investitori che per uno sviluppo sostenibile nel lungo periodo, questa è la strada più giusta da intraprendere.

## CAPITOLO SECONDO

### L'EVOLUZIONE DELLE STRATEGIE IN EUROPA: ASPETTI QUALI-QUANTITATIVI

#### 2.1 Le strategie SRI e le sue possibili combinazioni

Per avere una evoluzione dettagliata è interessante scomporre l'ascesa dello SRI sia a livello generale che per singoli segmenti di SRI *Core* e SRI *Broad*, basandosi sui criteri adottati e le unioni che hanno scaturito nel tempo. L'*Eurosif* nel corso degli studi ha cercato di dare un valore sempre più preciso ad ogni strategia, segmentando, dove era possibile, ulteriormente il loro campo di applicazione, al fine di coglierne l'essenza. E' importante tenere a mente che queste strategie prima di essere suddivise singolarmente, facevano parte della famiglia SRI *Core* e SRI *Broad*. Le strategie che andremo ad analizzare sono le seguenti:

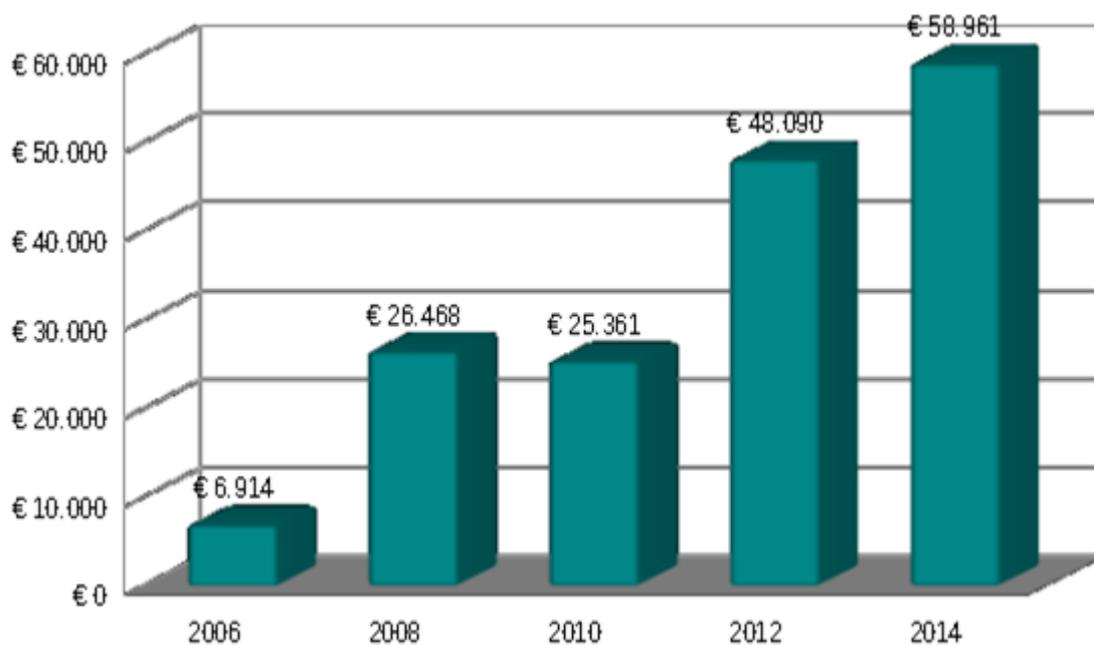
1. *Sustainability Themed Investments*;
2. *Best-in-Class*;
3. *Norms-based Screening*;
4. *Exclusions*;
5. *Integration*;
6. *Engagement and Voting*;
7. *Impact Investing*.

#### 2.2 *Sustainability Themed Investments*

La strategia *Sustainability Themed Investments* viene introdotta nello studio del 2006, dove era presente nel segmento SRI *Core* dove veniva inclusa nel totale del *Positive screens* con il nome di *Pioneer Screening* (vedi figura 2). Nel 2008 nasce una nuova generazione di SRI, con gli investitori attenti sui temi di sostenibilità specifica sul mercato, dove vedevano un forte potenziale di crescita. L'innovazione tecnologica, la creazione di un nuovo mercato attraverso regolamenti governativi come ad esempio le pratiche sostenibili e i mercati di carbonio, rappresentavano tutte delle opportunità di investimento. I fondi focalizzati su temi come acqua, cambiamenti climatici, energia rinnovabile, efficienza ecologica, salute e nutrizione sono quasi triplicati dallo studio del 2006, come possiamo osservare dalla figura 20. Per l'*Eurosif*, un fondo tematico, per essere considerato sostenibile deve prendere in considerazione l'ambiente, il sociale e la *governance* (ESG) nel suo processo di costruzione e come conseguenza di ciò, nello studio del 2008, esso prende in considerazione soltanto fondi con un esplicito componente SRI.

In termini di temi specifici, l'energia rinnovabile, l'acqua e i cambiamenti climatici sono equamente suddivisi in tutta l'Europa.

**Figura 20. L'evoluzione della strategia *Sustainability Themed Investments* nell'intervallo di tempo 2006-2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2006-2014.

Nel 2010 si nota che i fondi tematici SRI sono ampiamente investiti nel settore dell'energia pulita e i temi riguardanti l'energia solare, eolica e geotermica offrono nuove possibilità di generare elettricità, dato che hanno beneficiato degli ambiziosi progetti di energia rinnovabile lanciati dai governi di tutta l'Europa. In tale periodo, il paese europeo più all'avanguardia su questa strategia, come avremo modo di vedere, è il mercato svizzero, con alcuni dei maggiori gestori tematici. Anche per il 2012, i temi più gettonati tra gli investitori rimangono l'ambiente e il sociale, con i primi che restano comunque i preferiti, oltre a segnalare la selvicoltura che entra anch'essa tra i temi più richiesti dagli investitori.

Dalla figura 20, vediamo che questo approccio ha sofferto una lieve diminuzione nel 2010 e dopo quel periodo gli investimenti tematici sono tornati ancora una volta a crescere. Tale flessione può essere riconducibile al mercato *retail*, dove molti fondi tematici, specialmente quelli che investono nell'ambiente e nella tecnologia pulita, hanno sofferto perdite e deflussi in quel periodo, come conseguenza dalla crisi finanziaria.

Le cifre in mano all'*Eurosif* nello studio del 2012 suggeriscono che la crescita è tornata grazie per lo più ai nuovi investitori istituzionali. In particolare la fonte principale di ascesa è riconducibile all'Olanda, dove un piccolo numero di nuovi mandati istituzionali ha allocato *asset* a temi di sostenibilità. Nonostante questa crescita diseguale, vale la pena sottolineare che

L'approccio *Sustainability Themed Investments* si trova ora in quasi tutti i paesi europei e che questa strategia è sottoposta a molte discussioni, poiché talvolta può essere difficile classificarla come sostenibile. Per esempio, un fondo che investe in compagnie che producono pannelli solari sta contribuendo intrinsecamente allo sviluppo sostenibile del prodotto finanziario, che produce energia pulita. Detto questo però, anche la condotta della compagnia è altrettanto importante per la sostenibilità, poiché può violare molte norme e *standards* ambientali e/o sociali nel processo di produzione. Come conseguenza di questo, l'*Eurosif* intende includere solo investimenti a tema di sostenibilità che prendono in considerazione anche questioni ESG nel loro processo di scelta di investimento. Questa identificazione può talvolta diventare una sfida, dato che non tutti i fondi sono trasparenti sui loro processi e qualcuno potrebbe obiettare che tutti i fondi tematici con un tema di sostenibilità dovrebbero essere inclusi in questo conteggio, visto che sono prodotti finanziari che contribuiscono appunto alla sostenibilità. Comunque, al fine di restare coerenti con la definizione, l'*Eurosif* distingue tra investimenti che combinano preoccupazioni ESG e finanziarie da quelli che sono puramente focalizzati sui prodotti finanziari e per raggiungere tale scopo, il modo più conveniente è di specificare uno *screen* ESG. Questo ostacolo sta a significare che non tutti i fondi dell'acqua o della tecnologia pulita, per nominare ad esempio due temi, sono inclusi in tali cifre.

Per ricercare le motivazioni che spingono gli investitori a investire seguendo questo approccio, si nota che possono variare notevolmente, ma tipicamente tutti sono spinti dalla volontà di sostenere particolari settori al consumo e una produzione più sostenibile. Tali motivazioni possono essere combinate anche con la convinzione di sovraperformare il resto del mercato nel corso del periodo di detenzione, o per fornire un certo grado di de-correlazione con gli altri investimenti.

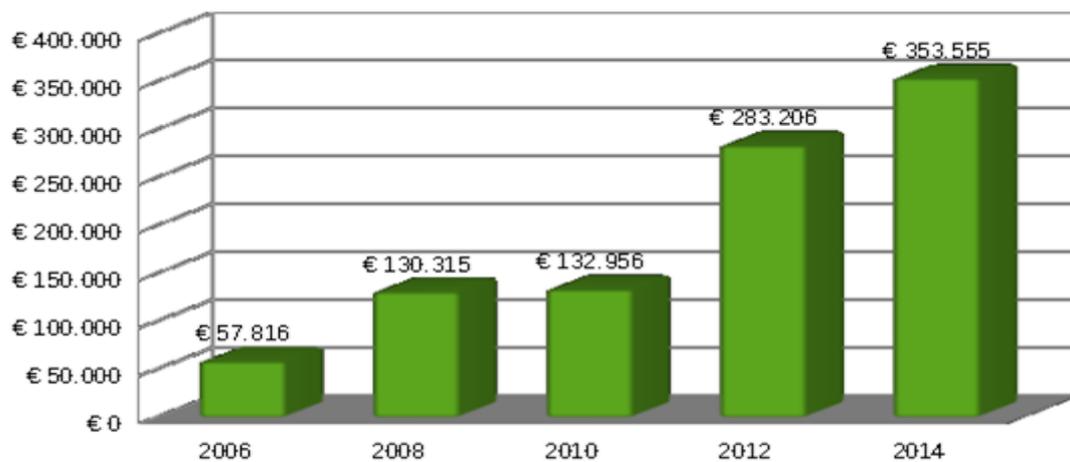
Per natura e nonostante il suo vero potenziale a contribuire ad una economia più sostenibile, questa strategia è sempre stata tradizionalmente una delle più piccole in Europa, anche se analizzando la figura 20 vediamo che nell'arco temporale 2006-2014 la sua crescita annuale media è stata del 30.7%. Infine, resta da segnalare che nel 2014, l'Olanda è il mercato più grande, con il Regno Unito che ha sorpassato il mercato svizzero, diventando così il secondo paese.

### **2.3 Best-in-Class**

La seconda strategia che ci apprestiamo ad esaminare è il *Best-in-Class*, dove nel 2006 la troviamo nella famiglia dello *SRI Core*, inclusa tra le cifre del *Positive screens* (vedi figura 2). Sempre in quel periodo, tale approccio risultava il più preferito nell'Europa continentale e esordì come pratica dello *SRI* nel 2003, però, come detto pocanzi, essendo inclusa nelle cifre del *Positive screens*, l'*Eurosif* riuscì solo dallo studio del 2006, a mettere a disposizione dei

lettori le cifre che si riferivano esclusivamente al *Best-in-Class*. Nell'indagine del 2008, viene esaminato come l'approccio rispetto all'ultima pubblicazione abbia avuto un notevole incremento, senza soffermarsi ad una analisi più dettagliata. Questa crescita la possiamo trovare nella figura 21, dove è degno di nota evidenziare che i dati sono stati ricalcolati per riflettere la nuova definizione, poiché nei precedenti studi si riportava l'approccio *Best-in-Class* e altri *screens* positivi in maniera separata e questo venne a cessare dal 2012, dove tutti i *Positive screens* fanno parte di un'unica cifra.

**Figura 21. L'evoluzione della strategia *Best-in-Class* nell'intervallo di tempo 2006-2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2006-2014.

Questa figura indica come il criterio *Best-in-Class* nel periodo 2006-2014, abbia avuto una crescita del 26% su base annua e questa crescita è molto simile all'approccio *Sustainability Themed Investments*, visto che ha rallentato nell'intervallo 2008-2010 per poi però più che raddoppiare nel 2012. I principali contributi a questo incremento sono da ricollegare alla Svizzera, dove si è registrato un aumento decuplo, anche se questa non è una tendenza generale visto che è dovuto alla conversione di *assets* alla strategia *Best-in-Class* da parte di un piccolo numero di investitori istituzionali. I gestori di fondi che scelgono l'approccio *Best-in-Class* sono alla ricerca delle compagnie che più si distinguono rispetto alle altre nel loro settore, piuttosto che in una categoria. Per esempio, un fondo *Best-in-Class* può scegliere le migliori compagnie nel loro settore basandosi su *screens* a *target* ESG come l'efficienza idrica o emissioni di biossido di carbonio.

Dallo studio del 2012, l'approccio *Best-in-Class* abbraccia tutte le classi di *Positive screening* e questo implica che la scelta degli investimenti sono riconducibili al *top* della categoria, sulla base di questioni ESG e analisi finanziaria. Gli investimenti si collocano tipicamente in portafogli azionari, ma anche l'investimento a reddito fisso gioca il suo ruolo in questa strategia. Il peso relativo della scelta ESG contro un'analisi finanziaria varia tra i fornitori, anche se

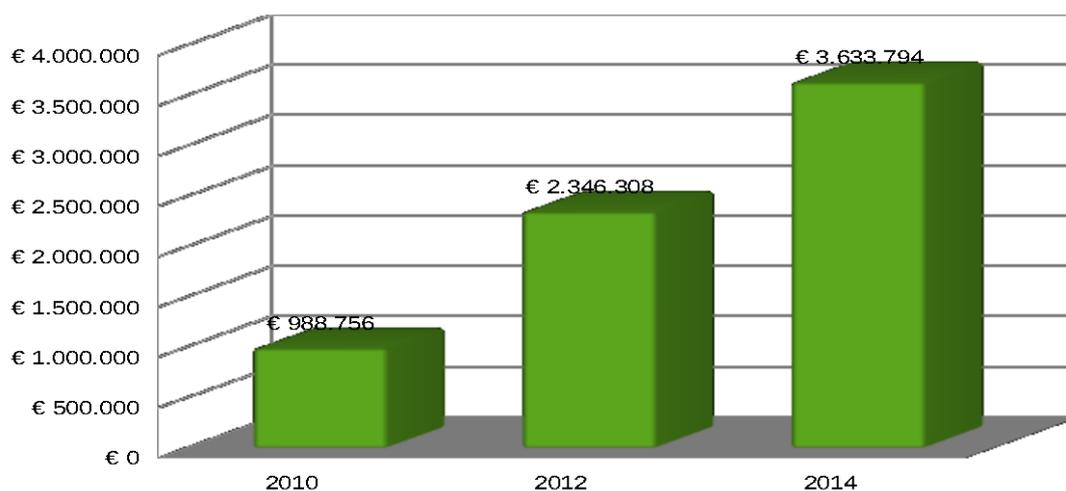
secondo i dati in mano all'*Eurosif*, lo *screen Best-in-Class* riduce tipicamente l'universo di investimento iniziale di un 40-60%. Detto questo, la relativa assegnazione al portafoglio delle società selezionate, possono quindi dipendere esclusivamente da un criterio finanziario, ma possono anche essere effettuate utilizzando una combinazione di analisi finanziarie e ESG.

Esistono anche altri metodi di *Best-in-Class*, come ad esempio il *Best-in-Universe* e il *Best-in-Effort*. La metodologia *Best-in-Class* è però tradizionalmente applicata a fondi e mandati specifici, anche se alcuni *asset managers* nello studio del 2014 la applicano a una più ampia gamma delle loro attività e ciò ha portato ad alcuni aumenti, come ad esempio in Norvegia, dove si registra l'aumento più marcato. Tuttavia parte di questa crescita è attribuibile alla corrispondente diminuzione degli *assets* in Svezia, dove un *asset manager* regionale ha riorganizzato parte dei suoi *assets*, spostandoli da un paese all'altro. La crescita netta più grande, quindi, si registra in Olanda e Belgio, anche se alla Francia rimane il più grande mercato europeo, con quasi la metà degli *assets* totali.

#### 2.4 Norms-based Screening

La terza strategia SRI che prendiamo in considerazione è il *Norms-based Screening* inclusa nel *Simple Exclusions* nello studio del 2006 e facente parte del segmento SRI *Broad* (vedi figura 2). Nei primi studi avendo carenza di informazioni, l'*Eurosif* la esamina poco, infatti negli anni 2006 e 2008 si appresta a enunciare che tale approccio si sta affermando per lo più nei paesi nordici e scandinavi, senza però dare alcuna cifra dettagliata in merito. Nello studio del 2010, l'*Eurosif* riesce a indicare gli *assets* facenti parte della strategia, come possiamo vedere della figura 22, anche se dobbiamo attendere gli studi successivi per una spiegazione accurata e dettagliata di tale approccio.

Figura 22. L'evoluzione della strategia *Norms-based Screening* nell'intervallo di tempo 2010-2014.



Fonte: Report *Eurosif*, anni 2010-2014.

Nell'indagine del 2012 l'*Eurosif* conferma che è una strategia originaria dei paesi nordici, poiché fu per la prima volta valutata come approccio separato nel 2010 e la sua adozione da parte degli operatori fu esplosiva. Il motivo principale sembra essere un desiderio da parte di molti *asset managers* e *owners managers* di evitare compagnie che non sono conformi a una o più norme riconosciute a livello internazionale, comprensive di pratiche ESG. La strategia *Norms-based Screening* è un modo relativamente imparziale di identificare compagnie le cui pratiche sono in conflitto con comportamenti di affari generalmente considerati buoni. Una volta che una compagnia viene identificata non conforme, l'informazione può essere usata per impegnarsi nel cambiarla o evitarla disinvestendo, a seconda della preferenza dell'*asset managers* e/o *owners managers*. In questo modo, l'investitore responsabile può imporre uno *standard* minimo, senza compromettere la libertà dei gestori di fondi a perseguire profitti massimizzando le opportunità di investimento. Al fine di essere classificati sotto questa strategia, l'*Eurosif* richiede una adesione completa alle norme internazionali che coprono criteri ESG.

Questa notevole crescita nell'intervallo di tempo 2010-2012 si deve principalmente agli *asset managers* e gli *owners managers* che adottano uno *screen* attraverso tutti i loro *assets* e se questa strategia è stata comune nei paesi nordici per diversi anni, i dati del 2012 mostrano che si sta diffondendo anche nell'Europa continentale e nel Regno Unito. Il lettore dovrebbe comunque essere messo a conoscenza che l'approccio *Norms-based Screening* ha tipicamente un piccolo effetto sul portafoglio di un grande *asset managers* o *owners managers* e sotto questo aspetto è molto simile alla strategia di *Exclusions* che verrà esaminata in seguito. Per esempio, il fondo-globale pensionistico governativo norvegese che gestisce €426 miliardi alla fine del 2011, ed è stato investito in 8.005 compagnie, ha escluso soltanto 55 compagnie dal suo universo di investimento, basandosi su una combinazione di strategie di *Exclusions* e di *Norms-based Screening*. Inoltre, sono presenti differenti metodologie per determinare quello che costituisce una violazione della norma, per questo gli *asset managers* insieme agli analisti di ricerca non sono generalmente molto trasparenti sulla metodologia. Infatti, *Novethic*, un centro di ricerca SRI francese, trova che gli investitori che usano la stessa struttura di esclusione basata sulle norme, non sempre escludono le stesse compagnie, e spesso, il nome delle compagnie escluse non è neanche divulgato.

Lo studio del 2014 definisce il criterio *Norms-based Screening* come un approccio che coinvolge ogni società nel portafoglio di investimento, al fine di valutare se viola specifici *standards* ESG. Questi *standards* si basano su norme internazionali stabilite da organizzazioni o istituzioni come il *UN-Global Compact*, le linee guida OECD per le multinazionali e anche i trattati internazionali. Gli investitori spesso utilizzano uno o più di questi *standards*, oppure possono costruire il proprio *standard* basato su queste iniziative. Una volta che una società presente nel portafoglio si scopre che ha violato una o più norme, gli investitori sono chiamati

ad una verifica più approfondita e se dovesse risultare positiva devono rimuoverla o impegnarsi con la società per renderla nuovamente idonea agli *standards*.

La strategia *Norms-based Screening* è aumentata rapidamente dalla prima rilevazione dei dati del 2010, con una crescita annuale media del 39%. I paesi nordici rimangono i più assidui utilizzatori e spesso viene anche combinata con la strategia di *Engagement* nel momento in cui gli investitori decidono di collaborare con le compagnie che hanno eluso le norme. In pratica, come detto pocanzi, è importante tenere presente che questo approccio ha un piccolo effetto su un grande portafoglio, dato che poche compagnie tendono ad essere escluse. Dal 2011, alle spalle dei paesi nordici, è degno di nota segnalare gli *asset managers* francesi che sono gli utenti più prolifici del *Norms-based Screening*.

All'interno del mercato italiano questa strategia viene applicata da Etica SGR S.p.A., una Società di Gestione del Risparmio (SGR) costituita nel 2000 ed operativa dal febbraio del 2003, facente parte del Gruppo Bancario Banca Popolare Etica. La società Etica SGR nasce da un'idea di Banca Popolare Etica, che ne detiene il controllo, per promuovere e gestire esclusivamente fondi comuni di investimento socialmente responsabili, con lo scopo di “rappresentare i valori della finanza etica nei mercati finanziari, sensibilizzando il pubblico e gli operatori finanziari nei confronti degli investimenti socialmente responsabili e della responsabilità sociale d'impresa<sup>14</sup>”. Oggi è attualmente la sola compagnia italiana di *asset manager* completamente dedicata alla istituzione e promozione di fondi SRI e impegnata con compagnie su questioni ESG. Il *Norms-based Screening*, nell'Etica SGR, informa il processo di esclusione, di valutazione delle compagnie in collaborazione con l'approccio *Best-in-Class* e può condurre ad attività di *Engagement*, nella collaborazione con le compagnie trovate non conformi agli *standards*.

A livello internazionale i quadri normativi e le convenzioni di riferimento per la società sono il *UN-Global Compact*, le linee guida OECD di imprese multinazionali, la Dichiarazione Universale dei Diritti Umani, le convenzioni ILO, i protocolli di *Kyoto* e *Montreal*, la convenzione di *Ottawa* sulle mine anti-uomo e la convenzione delle Nazioni Unite contro la corruzione. Le violazioni sono poi valutate sulla base delle loro gravità (alte, medie o basse) oltre a basarsi sulla volontà della compagnia di affrontare queste inadempienze e sono valutate individualmente sulla base della loro politica, oltre comunque a fornire una valutazione globale. L'etica SGR ha cinque livelli di *rating* per valutare il grado delle compagnie. Tale *rating* viene usato sia per evitare che per correggere questi tipi di situazioni e le compagnie sono classificate in uno di questi cinque intervalli: “nessuna prova”, “limitata”, “intermedia”, “buona” e “avanzata”.

---

<sup>14</sup> Cfr. Art. 5 dello Statuto Sociale di Etica SGR, in [www.eticasgr.it](http://www.eticasgr.it).

Quando si analizzano le risposte delle compagnie e il loro comportamento, l'Etica SGR percorre sempre le due strade *standard*: la prima è quella di scegliere con quali compagnie impegnarsi, basandosi sulle conformità delle linee guida di etica sull'impegno degli azionisti, pubblicati proprio da Etica SGR, invece la seconda strada è scegliere quali compagnie escludere *ex-ante* dall'universo dell'investimento oppure da disinvestire nei casi peggiori. Le compagnie escluse restano solitamente fuori dall'universo degli investimenti per cinque anni.

Ancora, Etica SGR relativamente alla convenzione delle Nazioni Unite contro la corruzione, valuta le compagnie guardando se il rischio è considerato alto (grave accusa) o medio, oltre a verificare gli sforzi fatti dalla compagnia e al fine di considerare le accuse come "buone", essa deve avere una politica chiara e sistemi in atto per implementare questa politica. Alcuni esempi possono essere la formazione dei dipendenti sulle politiche di corruzione, i sistemi di corruzione, una investigazione interna, una trasparenza nel processo decisionale o una relazione pubblica sulla conformità, incluso dettagli su qualsiasi violazione e applicazione.

Infine negli ultimi anni, i Diritti Umani sono diventati centrali nell'agenda della responsabilità sociale aziendale dell'Etica SGR e grande attenzione viene data anche alla catena di fornitura. In merito a questo, nel 2012, la società ha affrontato il caso di una compagnia industriale tessile accusata di violazioni degli *standards* ILO nella sua catena di fornitura, dove il fornitore aveva violato la libertà di associazione e i diritti alla contrattazione collettiva licenziando e trasferendo dipendenti intenti a formare una nuova unione. La sua esposizione al rischio fu valutata come media e una spiegazione delle accuse era stata domandata alla compagnia, ma poiché non era stato fornito il suo comportamento, Etica SGR la valutò come un comportamento "limitato" e, perciò, la compagnia fu esclusa dagli investimenti.

## **2.5 Exclusions**

L'evoluzione della prossima strategia si riferisce all'*Exclusions*, uno degli approcci più presenti nell'investimento socialmente responsabile. Le sue origini risalgono al primo studio del 2003 dove era presente in ben due dei tre livelli che servivano a inquadrare lo SRI di quegli anni. Le *Extensive Exclusions* erano presenti nel primo livello o *Core*, mentre le *Simple Exclusions* erano classificate nel secondo livello e al suo interno, come abbiamo avuto modo di vedere, era presente la strategia del *Norms-based Screening*.

Nell'indagine del 2006 come possiamo osservare dalla figura 2, l'*Eurosif* classifica le *Exclusions* in *Ethical Exclusions* facente parte della famiglia SRI *Core* e le *Simple Exclusions* nella famiglia SRI *Broad*, dove al suo interno troviamo nuovamente l'approccio *Norms-based Screening*. L'*Eurosif* afferma che il *Simple Exclusions* era un'area difficile da analizzare, poiché i numeri erano abbastanza grandi, ma si aveva poche informazioni presenti per giustificare tale crescita. Nonostante questo, possiamo osservare dalla tabella 23 che i criteri sul commercio di

armi e i Diritti Umani si dimostravano molto più popolari di quelli del tabacco sul mercato europeo.

Per quanto riguarda le *Ethical Exclusions*, sappiamo che è un approccio molto utilizzato nel Regno Unito e una delle sue caratteristiche era quella di essere popolare sia tra gli investitori *retail* che tra quelli istituzionali, come ad esempio enti benefici e altri enti no-profit. Nel 2006, il fondo pensionistico olandese (PGGM) stava praticando in maniera cospicua l'*Ethical Exclusions* su alcuni portafogli, contribuendo ampiamente sia ai numeri olandesi che alle cifre totali.

**Tabella 23. Resoconto analitico del *Simple Exclusions*.**

<b>Criteri riconducibili al <i>Simple Exclusions</i></b>	<b>Valori dallo studio del 2006 in miliardi di €</b>	<b>Valori dallo studio del 2008 in miliardi di €</b>
Tabacco	€4	€17.5
Diritti Umani	€61	-
Altri criteri non definiti	€62	-
Armi	€138	€656

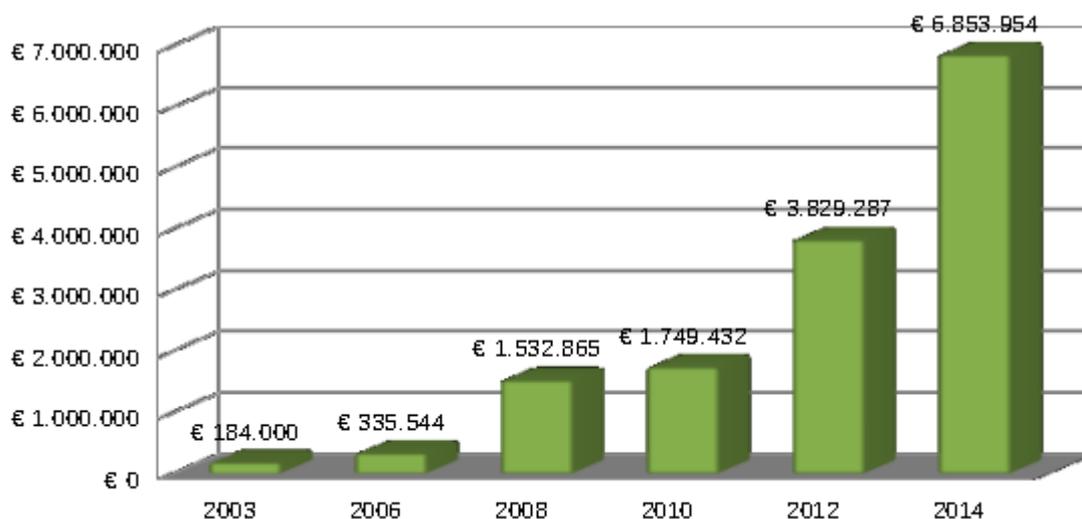
Fonte: *Report Eurosif*, anni 2006-2008.

Due anni più tardi, l'*Eurosif* puntualizza in maniera più precisa che l'approccio *Ethical Exclusions* era sottoposto a più di due criteri negativi, mentre la strategia *Simple Exclusions* era soggetta ad averne non più di due e proprio quest'ultima è penetrata con nuovi investitori istituzionali in Italia, Olanda, Belgio e Svizzera. Inoltre, si osserva che i criteri riconducibili alle armi continuano ad essere i più utilizzati e l'apprezzamento continua anche sul criterio del tabacco. Infine, si noti che alcuni dati dalla tabella 23 non sono presenti e questo è dovuto al fatto che in quel periodo l'*Eurosif* risulta avere informazioni soltanto da alcuni gestori di fondi. Nell'indagine del 2010 è degno di nota segnalare il cambiamento nominativo sia dell'*Ethical Exclusions* che del *Simple Exclusions*, dove presero rispettivamente il nome di *Norms-based Exclusions* e *Values-based Exclusions*. La prima è simile alla strategia *Norms-based Screening*, infatti basa il proprio processo nell'identificazione e nell'esclusione dagli investimenti di quelle compagnie che violano certi principi, come ad esempio leggi internazionali con una valenza etica, sociale e ambientale. Invece, per quanto riguarda il *Values-Based Exclusions*, l'*Eurosif* non fornisce informazioni.

L'approccio di *Exclusions* dall'universo degli investimenti possibili per motivi extra-finanziari è la più longeva, quanto la più grande strategia dell'investimento socialmente responsabile e il suo utilizzo nel tempo si è espanso a *asset manager* e *owners manager* secolari. La motivazione

di tale successo non è univoca, infatti qualcuno la applica per preoccupazioni reputazionali, mentre altri la utilizzano perché non vogliono avere la finanza nella produzione e nel commercio di certi prodotti. La figura 24 indica il *trend* evolutivo dell'*Exclusions* nel tempo e per una maggiore informazione è giusto evidenziare che i dati degli anni precedenti sono stati ricalcolati per riflettere un cambio nella metodologia. Infatti negli studi passati, troviamo che l'*Eurosif* riporta queste cifre in maniera separata, mentre dall'indagine del 2012 queste due classi sono ora unite e producono una sola cifra per la strategia dell'*Exclusions*. Quindi le cifre misurano solo l'approccio di *Exclusions* e per quanto riguarda i mercati francesi e belgi, dove le munizioni a grappolo sono bandite per legge, non sono conteggiati nelle cifre della figura sottostante.

**Figura 24. L'evoluzione della strategia *Exclusions* nell'intervallo di tempo 2003-2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2003-2014.

La strategia di *Exclusions* si può applicare attraverso tutti gli *assets* gestiti o posseduti, oppure solo a certi fondi o mandati, anche se l'applicazione attraverso tutti gli *assets* sta diventando sempre più comune tra gli *owners manager* e *asset manager*. Al suo interno vi sono presenti anche diversi criteri di *Exclusions* denominati dall'*Eurosif overlay Exclusion* e questi rappresentano la maggior parte della crescita nel periodo 2010-2012. Al suo interno esistono diverse differenze che possono variare da quelle bandite dai trattati internazionali come le munizioni a grappolo e mine anti-uomo. Inoltre, è giusto sottolineare come vi sia presente anche altri tipi *Exclusions*, come ad esempio il tabacco, l'alcol, il gioco d'azzardo e le armi nucleari. Nello studio del 2014, l'*Eurosif* definisce le *Exclusions* come una strategia che tende a rimuovere compagnie o settori dall'universo investibile del portafoglio e vi sono differenti motivazioni e applicazioni di questa strategia che possono andare dalla gestione del rischio fino all'investimento basato sui valori. Inoltre, dobbiamo segnalare un fenomeno iniziato nel 2012 e

proseguito nel 2014 che all'interno del criterio dell'*Exclusions* con il nome di attività controverse sta diventando comune tra gli investitori europei e il loro punto di riferimento è la convenzione di *Ottawa* del 1997 sulle mine anti-uomo e la convenzione di *Oslo* del 2008 sulle munizioni a grappolo.

Il criterio di *Exclusions* dalla misurazione iniziale del 2003, segnala una crescita annua del 39% ed è giusto ricordarci che questi dati forniti dall'*Eurosif* catturano solo gli *assets* soggetti ad *Exclusions* non emanati da leggi. Inoltre, a livello nazionale dobbiamo notare che la maggior parte dei paesi ha sperimentato una crescita annuale a doppia cifra nell'intervallo di tempo 2012-2014 e tale crescita può essere ampiamente attribuita al fatto che oggi i criteri di *Exclusions* più comuni in Europa sono le convenzioni internazionali sulle munizioni a grappolo e mine anti-uomo (CM e APL). La consistente cifra riferita nella figura 24 è per lo più guidata da grandi *asset manager* e *owner manager* che volontariamente escludono compagnie pubbliche e private coinvolte in queste attività. Come precedentemente annunciato in Belgio e in Francia e dall'ultima indagine anche in Olanda, è presente una legislatura che proibisce agli investitori di tenere compagnie implicate in questa attività. Quindi la metodologia dell'*Eurosif* anche per questo studio, includerà solo gli *assets* in cui le politiche degli investitori vadano oltre la legislazione, perciò non valuta *assets* in quei paesi che escludono solo attività proibite dalla legge.

La tabella 25 mostra più dettagliatamente l'effetto di queste due *Exclusions* su ciascun paese e subito vediamo che ci sono circa €7 trilioni di *assets* totali che hanno una qualche forma di *Exclusion* applicata che va oltre la legislazione. Di questi, €5 trilioni sono coperti da munizioni a grappolo e mine anti-uomo (notare che tutti gli *assets* del Belgio, Francia e Olanda sono rimossi) e nella prima colonna, qualsiasi *Exclusion* CM e APL è rimossa, lasciando solo *assets* che hanno altre *Exclusion overlays* o *Exclusion* specifiche di ciascun fondo, come ad esempio alcol e tabacco.

Alla fine di questa disamina è giusto fare un *focus* nella legislazione Europea sugli investimenti delle armi controverse, dove negli anni recenti, un numero di iniziative legislative per bandire l'investimento delle munizioni a grappolo e mine anti-uomo sono emersi. Infatti, alcuni paesi hanno rivolto la questione dell'investimento come una ratifica delle convenzioni, mentre altri hanno pubblicato leggi separate o dichiarazioni ministeriali per proibire gli investimenti e tra gli esempi più significativi possiamo trovare:

- Belgio: il primo paese che ha passato una legge che bandisce l'investimento nei produttori di mine anti-uomo e munizioni a grappolo. In seguito ad un disegno di legge passato nel 2006, la legge fu promulgata nel marzo 2007 e includeva una messa al bando di qualsiasi forma di finanziamento a sostegno finanziario di compagnie implicate nella produzione, uso, riparazione, *marketing*, vendita, *import/export* e trasporto di mine anti-uomo e munizioni a grappolo. La legislazione perciò proibisce

alla banche, ai fondi di investimento, ai fondi pensione e altri investitori di acquistare azioni in una compagnia legata alle armi controverse, con l'eccezione dei fondi indicizzati.

- Francia: il governo francese ha fornito una interpretazione specifica considerando gli investimenti delle munizioni a grappolo bandite sotto il divieto di assistenza. Il 6 luglio del 2010, il vice ministro della difesa, all'assemblea nazionale disse: “qualsiasi assistenza finanziaria consapevole, diretta o indiretta, nella produzione o commercializzazione delle munizioni a grappolo dovrebbe essere considerata come assistenza, incoraggiamento o induzione all'interno dello scopo della legge sotto la complicità penale o commissione dei reati sotto questo disegno di legge”. Come conseguenza di questo e delle linee guida sviluppate dall'associazione dei gestori patrimoniali locali, gli *asset manager* francesi hanno effettivamente richiesto di avere una politica di *Exclusion* in atto per le munizioni a grappolo e le mine anti-uomo.
- Italia: nel luglio 2011, il governo italiano ha pubblicato una legge sulla ratifica della convenzione di *Oslo*, dove l'articolo 95 dichiara l'assistenza finanziaria agli atti proibiti dalla legge come un crimine. Inoltre, a seguito di una campagna non governativa, un progetto di legge sugli investimenti fu introdotto in Parlamento nel 2010 e il testo dovrebbe proibire a tutte le istituzioni finanziarie italiane di fornire qualsiasi forma di sostegno a attività correlate alle munizioni a grappolo. Infine, nel dicembre 2012, la Camera dei Deputati approvò il progetto di legge, dove il testo deve ancora fare progressi per diventare legislazione, visto che per il momento, l'articolo 95 rimane il contesto normativo circa gli investimenti relativi alle munizioni a grappolo.
- Svizzera: la legge Federale sul materiale bellico fu emanata nel febbraio 2013, includendo una proibizione sugli investimenti diretti e indiretti nel bandire materiale bellico, incluso le munizioni a grappolo. Nello specifico, l'articolo 8 relativo agli investimenti indiretti proibisce di comprare azioni o obbligazioni di una compagnia che sviluppa, produce o acquista materiale bellico e questo serve nel caso la proibizione di finanziamento diretto in qualche modo fosse aggirata.
- Olanda: nel febbraio 2011 ratifica la convenzione delle munizioni a grappolo e nello stesso anno il Senato olandese e il Parlamento hanno adottato delle mozioni che chiedevano una “proibizione su investimenti diretti e dimostrabili nella produzione, vendita e distribuzione di munizioni a grappolo”. Inoltre, nel gennaio 2013, il modificato decreto sull'abuso di mercato entrò in vigore e impose “un obbligo che impediva ad una impresa di sostenere direttamente qualsiasi impresa nazionale o straniera che producesse, vendesse o distribuisse munizioni a grappolo”. Infine, secondo questa legge, gli investitori istituzionali olandesi e i fondi non possono investire in prodotti di munizioni a grappolo, anche se alcune eccezioni sono considerate nella

legge, come ad esempio nel caso di fondi indicizzati o investimenti in fondi del terzo settore.

**Tabella 25. Exclusions di munizioni a grappolo e mine anti-uomo.**

<b>Paesi ( € miliardi)</b>	<b>Exclusions: senza CM e APL</b>	<b>Exclusions: compreso CM e APL</b>	<b>Tutte le Exclusions</b>
Austria	€26.983	€15.000	€26.983
Belgio	€226.026	-	€226.026
Finlandia	€64.896	€88.375	€95.248
Francia	€472.660	-	€472.660
Germania	€47.842	€882.061	€893.685
Italia	€491.251	€496.561	€496.561
Olanda	€1.068.769	-	€1.068.769
Norvegia	€797.254	€797.254	€797.257
Polonia	€1.060	€1.060	€1.060
Spagna	€92.401	€92.397	€92.421
Svezia	€435.891	€648.348	€648.348
Svizzera	€190.153	€1.557.329	€1.561.974
Regno Unito	€91.928	€458.820	€472.963
Europa (13)	€4.007.113	€5.037.205	€6.853954

Fonte: *Report Eurosif*, anno del 2014.

In conclusione, come abbiamo avuto modo di vedere, ci sono paesi che stanno facendo più di altri, mentre alcuni hanno solo iniziato adesso questo processo, ma ciò non toglie che tutto questo deve essere considerato come un successo per la comunità internazionale e per molti individui che hanno lavorato affinché ciò accadesse.

## **2.6 Integration**

La quinta strategia sottoposta a trend evolutivo è l'*Integration*, uno dei primi approcci accettati dagli investitori SRI nello studio del 2006, dove situava nel segmento SRI *Broad* (vedi figura 2). Questa strategia è adottata in tutti i paesi europei, in particolare nel Regno Unito e nella *leadership* degli investitori istituzionali dell'Europa continentale, grazie al fondo di riserva per le pensioni (FRR) francesi.

Nel 2003, la strategia non fu considerata dall'*Eurosif* perché la sua quota risultava troppo esigua. Successivamente, molti *asset manager* incrementarono la loro capacità di ricerca e istituirono sistemi tendenti a fare ricerche extra-finanziarie per introdurre analisti interni. Infatti,

nello studio del 2006, l'*Eurosif* si preoccupa di come la strategia nella realtà copra le questioni sociali, ambientali e etiche (SEE), poiché per i dati posseduti notava che alcuni professionisti non andavano oltre il cambiamento climatico ed il commercio di carbonio. Nonostante questo però molti professionisti SRI di quel tempo, credevano che l'*Integration* era un percorso da intraprendere perché compatibile con il punto di vista degli investitori istituzionali sul dovere fiduciario e perché si univa bene con la pratica di *Engagement* degli azionisti nel settore della *corporate governance*. Infatti, proprio su quest'ultimo punto, l'*Eurosif* stima che la strategia dell'*Integration* è quella che si combina meglio in una gamma di strumenti e la più comune è con la strategia di *Engagement*, per un valore che ammonta a €594 miliardi.

Nel 2008 i grandi investitori istituzionali utilizzavano l'*Integration* in maniera considerevole e questo in parte spiega la differenza a livello europeo del volume SRI *Core* e di quello SRI *Broad*. Tale strategia continua a combinarsi molto bene con l'*Engagement* e il Regno Unito recita ancora il ruolo da protagonista, nonostante l'*Eurosif* precisa che in quel periodo la sterlina rispetto all'indagine precedente aveva perso nei confronti dell'euro, quindi se avesse utilizzato la stessa percentuale di cambio del 2006, avrebbe avuto una crescita ancora più ampia. Tra le altre cose è giusto evidenziare come il concetto di *Integration* sia difficile da definire e la sua comprensione varia da paese a paese, oltre che da un *asset manager* all'altro. Infatti, per coloro che hanno risposto all'indagine del 2008, il 54% ha indicato di avere un documento di politica di *Integration* formale, il che è un altro segno che tale approccio non ha una interpretazione unitaria. Per questo motivo, al fine di fare chiarezza, l'*Eurosif* per lo studio del 2008 e del 2010 fornisce le risposte degli intervistati che dichiaravano di praticare tale strategia.

In assenza di un'adeguata standardizzazione delle pratiche, l'insorgere di meccanismi di valutazione e confronto sono necessari e in questo rispetto i dettagli delle pratiche di ciascun firmatario SRI fornite nel rapporto "*PRI Report on Progress*" annuale è un'iniziativa positiva. Dalla tabella 26, possiamo cogliere che nel 2010 sono diminuite notevolmente le valutazioni ESG sistematicamente incluse nel foglio elettronico di analisti *standard*, lasciando così il posto all'*Integration* applicato su ogni componente del portafoglio e il criterio di selezione delle compagnie basate sui rischi specifici e/o settori identificati. Questo evidenzia una strategia in evoluzione nel tempo che vaglia più strade in attesa di trovare quella più idonea.

Nel 2010, l'*Integration* viene definito come una esplicita inclusione di fattori ESG nell'analisi finanziaria tradizionale e nonostante questo non abbiamo una definizione unitaria in tutti i paesi europei, visto che l'approccio può variare da paese a paese e tra *asset manager* dello stesso mercato. Per queste ragioni, gli scettici affermano che gli *asset manager* che usano questo approccio, non hanno ancora articolato in maniera chiara come i criteri ESG siano attualmente realizzati. Infatti, come riportato anche da *Novethic*, i requisiti extra-finanziari esposti sugli *asset* soggetti a *Integration* non sono così rigidi come quelli imposti sui fondi SRI e questo conferma che le pratiche possono variare da un gestore all'altro. Anche nel 2012 permangono le

preoccupazioni circa la coerenza e la qualità del processo adottato dagli *asset manager* e *owners manager*, dato che nel principio la strategia userà informazioni ESG per aggiustare le proiezioni finanziarie a lungo termine sulle compagnie in cui gli *asset manager* basano le loro decisioni di investimento, ma nella pratica resta difficile da misurare e convalidare l'impatto che questa strategia ha sulla selezione del portafoglio. Inoltre, alcuni possono obiettare che l'incorporazione di informazioni extra-finanziarie nella gestione del portafoglio non è una strategia SRI, ma semplicemente è parte di una buona gestione del fondo.

**Tabella 26. Le risposte degli intervistati che utilizzano la strategia dell'*Integration*.**

	<b>Informazioni degli studi 2008 e 2010</b>	<b>Risposte studio 2008</b>	<b>Risposte studio 2010</b>
<b>1_ Pratiche applicate per l'<i>Integration</i> di questioni ESG nel processo di investimento</b>	Analisi tematiche e ricerca su questioni ESG con ritorno a analisti tradizionali	44%	45%
	Analisti ESG che lavorano direttamente e su base regolare con analisti tradizionali	30%	29%
	Valutazioni ESG sistematicamente incluse nel foglio elettronico di analisti <i>standard</i>	28%	8%
<b>2_ <i>Integration</i> praticato su</b>	Ogni componente del portafoglio	23%	33%
	Una selezione di compagnie basate su rischi specifici/settori identificati	16%	31%
	Su base caso per caso	26%	36%
<b>3_ Fino a che punto viene fornito un addestramento ESG allo staff di gestione di investimento che non sono degli specialisti ESG</b>	In piccola misura	33%	32%
	In media misura	14%	25%
	In grande misura	9%	11%

Fonte: *Report Eurosif*, anni 2008, 2010.

Un esempio che ci permette di capire meglio arriva dalla *Co-operative Asset Management* (TCAM), una compagnia di gestione dei fondi che è guidata alla ricerca di identificare e sfruttare *assets* a prezzi sbagliati attraverso le questioni ESG, grazie ad un'analisi a tre livelli:

- ✓ Un primo livello di compagnie potrebbero includere una nuova gestione, una *governance* migliorata, un'acquisizione o una fusione capace di sostenere un vantaggio competitivo più lungo di quanto il mercato dia credito.
- ✓ Un livello industriale con un apprezzamento più completo della dinamica competitiva di una industria che aiuta ad evidenziare le tendenze a medio-lungo termine non adeguatamente catturate nel prezzo corrente.
- ✓ Infine, un livello a lungo termine con aspetti demografici, con una disponibilità energetica ed un cambiamento climatico che possono risultare anche in prezzi sbagliati, specialmente dove il mercato è focalizzato su questioni di più breve termine.

La compagnia TCAM ha anche una valutazione ESG che include i punteggi su tre indicatori che sono: l'estensione in cui la compagnia affronta un vento contrario o un vento favorevole proveniente da questioni ecologiche e sociali, la qualità della gestione nell'indirizzamento dei rischi ESG della compagnia e se le strutture e pratiche di *corporate governance* (incluso un allineamento di remunerazione esecutiva con obiettivi validi societari) sono idonee a distruggere o favorire il valore. Inoltre, per i fondi ESG più specializzati, chiamati *Sustainable Trusts*, la compagnia TCAM si è spostata da un approccio "*Best-in-Class* su ESG" a selezionare le compagnie che attraverso i loro prodotti, servizi o *standards* producono un "beneficio netto" per l'ambiente e la società, oltre a incontrare i criteri di *Exclusions* come il tabacco e armamenti di fabbricazione. In breve, questi mezzi cercano compagnie che non fanno più parte del problema di un'attività economica insostenibile e al fine di valutare se queste analisi ESG hanno effettivamente un impatto sulla selezione dei titoli, la compagnia TCAM ha esaminato attivamente le 200 azioni, investendo nell'anno finanziario 2011-2012, dove trovò che in più di un quarto dei casi, le questioni ESG erano guide esplicite o rischi nel determinare il caso di investimento, anche se non tutte sono ugualmente impattate né sono ugualmente misurabili. Inoltre, nella maggior parte delle aziende, i fattori ESG erano parte di una serie di fattori che influenzavano l'aspetto e la valutazione, anche se in pochi casi questo era il fattore dominante. Infatti, per questo motivo un numero di compagnie furono evitate a causa di gravi preoccupazioni ESG, visto che continuavano ad avere una performance più bassa e molte altre invece furono escluse perché mettevano avanti il profitto, piuttosto che la sostenibilità.

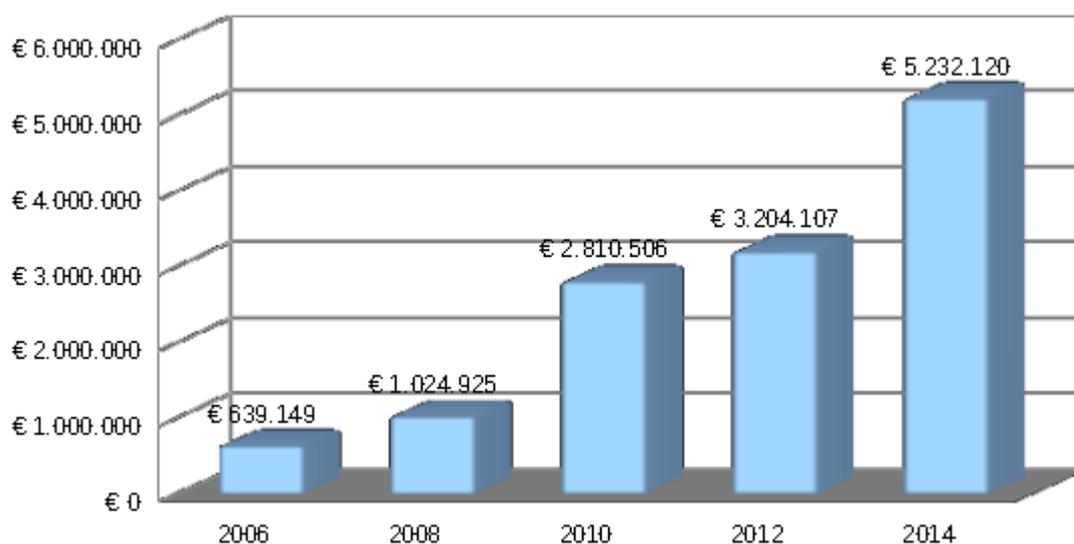
Nello studio del 2014, si definisce l'*Integration* come una inclusione esplicita da parte degli *asset manager* dei rischi ESG nell'analisi finanziaria tradizionale e nella decisione dell'investimento ci si basa su un processo sistematico e su fonti di ricerca appropriate. Infatti, negli anni precedenti è stato misurato includendo pratiche, mentre adesso la ricerca ESG e l'analisi era disponibile agli analisti tradizionali e ai gestori, poiché è diventata una forma

comune di *Integration*, anche se in un modo più informale e non sistematico. Per questo motivo, al fine di offrire una cifra per l'*Integration* che più da vicino si adegua alla definizione dell'*Eurosif* e che allo stesso tempo possa fornire più forza esplicativa, per la prima volta, abbiamo una divisione delle attività eseguite dagli *asset manager* in tre categorie:

- Categoria 1, “*Integration* ESG non sistematico”: ricerca ESG e analisi rese disponibili agli analisti tradizionali e ai gestori di fondi.
- Categoria 2: considerazioni sistematiche, inclusione della ricerca ESG, analisi in *rating* finanziario, valutazione da parte di analisti e gestori di fondi.
- Categoria 3: vincoli di investimento obbligatori basati su *rating* finanziari, valutazioni derivate da ricerca ESG e analisi.

L'*Eurosif* ha deciso di considerare soltanto le categorie due e tre per essere in linea con la sua attuale definizione di *Integration*, anche se al fine di offrire confronti storici, fornirà anche le cifre per le pratiche di *Integration* ESG non sistematiche. Infatti, la figura 27 mostra il trend evolutivo e questi dati includono la somma delle tre categorie.

**Figura 27. L'evoluzione della strategia *Integration* nell'intervallo di tempo 2006-2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2006-2014.

La figura mostra un progressivo aumento dell'approccio, dove in ultima analisi ha superato la soglia dei €5 trilioni, registrando un incremento del 30% su base annua dall'inizio delle rilevazioni. Inoltre, dai dati forniti dell'*Eurosif*, sappiamo che dei €5.2 trilioni di *Integration*, la parte sistematica (categoria due e tre) risulta meno diffusa, attestandosi a €1.9 trilioni, il che conferma che una parte significativa dell'industria ha iniziato a investire tempo e risorse in questa strategia.

In conclusione, a livello paese se consideriamo tutte e tre le categorie dell'*Integration*, vediamo che la Francia riscuote sempre più successo, mentre il Regno Unito appare il maggiore contribuente a livello Europeo quando si considera le pratiche di *Integration* sistematiche. Inoltre, è giusto segnalare anche la notevole crescita a livello generale nelle regioni del nord, poiché questi mercati avevano in precedenza considerato questa strategia solo in modo marginale. Infine la crescita dell'*Integration* in Italia è reale, ma l'alto tasso di crescita è ampiamente dovuto a un migliore rapporto di coloro che hanno risposto, grazie a un questionario rinnovato che forniva una migliore chiarezza riguardo alla pratica.

## **2.7 Engagement and Voting**

La successiva strategia è l'*Engagement and Voting*, dove le sue origini sono da ricercare nel primo studio del 2003, sotto il nome di *Engagement*, dove il suo scopo era quello di esercitare il potere a livello di *corporate governance* per favorire questioni collegate spesso al *Corporate Social Responsibility* (CSR). Per questo motivo, viene recepito in grande misura da molti fondi pensione del Regno Unito, anche se l'approccio è stato utilizzato fin da subito dagli investitori SRI di ogni paese.

Nello studio del 2006, fu catalogato sotto la famiglia SRI *Broad* (vedi figura 2), dove veniva utilizzato in diverse forme e dimensioni e la strategia ricopriva l'ampio contesto della proprietà attiva e dei diritti degli azionisti, con alcuni *asset manager* che sviluppavano differenti capacità, incluso un team di analisti, di dialogo e sistemi di voto. Inoltre, l'approccio poteva risultare nella maggior parte dei casi domestico, quando si utilizzava a livello internazionale in collaborazione con gli altri investitori e il suo obiettivo poteva variare, con alcuni *asset manager* che dichiaravano di utilizzarlo al fine di influenzare il comportamento aziendale, mentre altri dichiaravano che il loro scopo era migliorare i profitti dell'investimento del cliente. Per questo motivo, come nel caso dell'*Integration*, anche qui l'*Eurosif* prende in considerazione la misura in cui la strategia di *Engagement* nella realtà riusciva a ricoprire le questioni SEE, visto che dai dati a disposizione risultava che alcuni professionisti SRI, non potessero andare oltre il cambiamento climatico ed il commercio di carbonio. Nonostante questo però, molti professionisti SRI utilizzavano la strategia perché era ampiamente compatibile con i punti di vista degli investitori istituzionali sul dovere fiduciario, oltre a combinarsi bene con altre pratiche di *Integration* nel settore della *corporate governance* e questo faceva sì, che l'*Engagement* come l'*Integration*, attraessero un più grande numero di investitori tradizionali, dando allo SRI un maggiore peso sui mercati.

Secondo i dati forniti dall'*Eurosif*, la strategia di *Engagement*, al fine di farla diventare parte di una gamma di strumenti utilizzati dagli *asset manager*, veniva combinata nel seguente modo:

- *Engagement* e *Integration* con €594 miliardi.

- *Engagement* e *Simple Exclusions* con €64 miliardi.
- *Engagement* e strategie dello *SRI Core* con €38 miliardi.

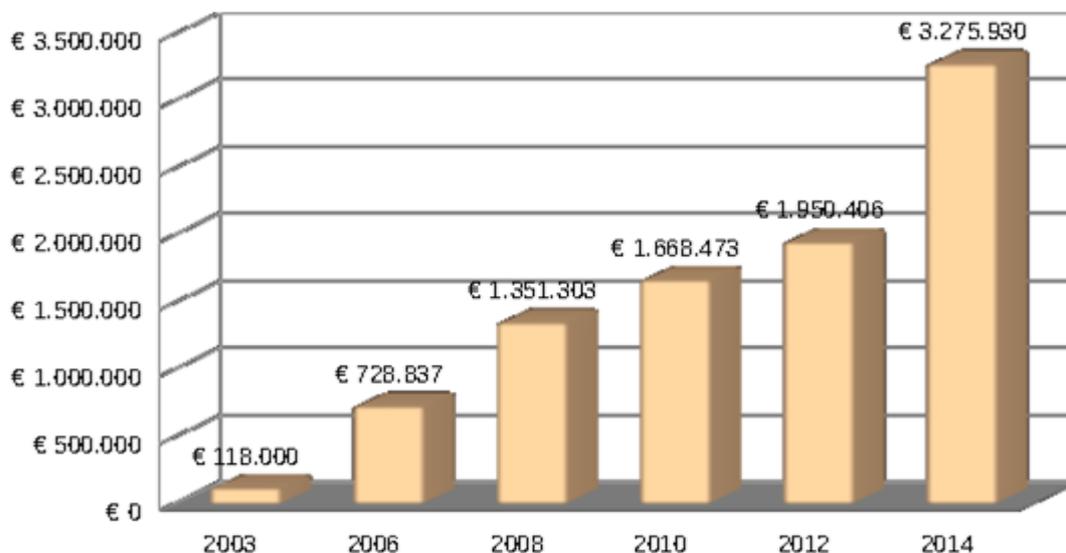
Nello studio del 2008, si nota che i grandi investitori istituzionali utilizzavano in maniera significativa la strategia di *Engagement* e questo spiega in parte a livello europeo la differenza dei volumi tra il segmento *SRI Core* e quello *SRI Broad*. Inoltre, l'approccio continua ad essere utilizzato in combinazione con le altre strategie, in particolare con l'*Integration* e il Regno Unito rimane il *leader*, seguito a distanza dall'Olanda e dagli altri paesi nordici. Ancora, per un'analisi più dettagliata si segnala che negli ultimi due anni la sterlina ha perso nei confronti dell'euro, infatti se l'*Eurosif* avesse utilizzato la stessa percentuale di cambio del 2006, avremmo registrato una crescita ancora più marcata in tale mercato. Inoltre, l'*Engagement* è praticato in maniera quasi uguale sia a livello internazionale che nazionale, con circa la metà degli *assets* che riguardano questioni di *governance*, mentre la restante parte si divide in maniera uguale tra questioni ambientali e sociali. Infine, tra le sue attività spicca l'*Engagement* privato diretto, mentre quello pubblico e le scelte degli azionisti tendono a restare poco utilizzati o addirittura per niente, nonostante che in quel periodo fu istituito un forum accessibile ai firmatari PRI che postando idee e proposte hanno contribuito sensibilmente al miglioramento della strategia e tra le altre iniziative di collaborazione vi si include il progetto di apertura del carbonio, l'iniziativa analitica di miglioramento e un gruppo di investitori istituzionali sul cambiamento climatico.

Dai dati dello studio successivo si nota che l'*Engagement* differenzia significativamente tra i paesi e perfino tra gli *asset manager* dello stesso paese, creando così un mercato europeo dinamico. Infatti, l'*Engagement* privato diretto come ad esempio l'attività di scelta, insieme a quello pubblico e alle risoluzioni degli azionisti tendono ad essere utilizzati raramente, rimanendo un'area dove gli investitori europei differiscono sensibilmente rispetto a quelli dell'America del nord.

La pubblicazione dello studio del 2012 segna una importante svolta per questa strategia con in primo luogo il cambiamento del nome a *Engagement and Voting*. Inoltre, l'impegno con le compagnie e le quote di voto nelle assemblee generali, diventano sempre più importanti nell'investimento responsabile grazie ad una maggiore attenzione registrata nel dibattito di come gli azionisti riescono più o meno a utilizzare il loro potere all'interno delle compagnie. Ad esempio, nel 2012 l'assemblea generale del Regno Unito è stata definita la stagione "*Shareholder Spring*", a seguito di numerose istanze in cui gli investitori dettero voce al loro scontento nei confronti dei gestori di compagnie, attraverso il voto nelle assemblee generali. Tuttavia, dobbiamo ricordare che l'attivismo degli azionisti non è nuovo, anche se ha sempre riscosso un maggiore successo negli Stati Uniti per ragioni culturali e a causa dalle sensibili differenze nella normativa aziendale, dove in certe parti dell'Europa, il dialogo sociale con gli azionisti è stato quasi inascoltato fino a poco tempo fa.

Nella figura 28 vi è illustrato le cifre dell'*Engagement and Voting*, ma il lettore dovrebbe notare che, come per l'*Integration*, vale più la qualità dell'interazione piuttosto che la quantità degli *assets* a cui si riferisce.

**Figura 28. L'evoluzione della strategia dell'*Engagement and Voting* nell'intervallo di tempo 2003-2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2003-2014.

Tali cifre indicano che sempre più *asset manager* e *owners manager* usano la strategia per gestire il loro portafoglio di investimento *ex-post* e la maggior parte di loro, focalizzano la loro attenzione sull'impegno e sulle questioni di *governance* nell'esercizio del diritto di voto con le compagnie. Inoltre, le questioni ambientali e sociali stanno guadagnando terreno, ma la *governance*, specialmente la *corporate governance*, rimane il *focus* principale degli investitori. Nel 2014 la strategia raggiunge più di €3 trilioni di *assets sottogestione*, registrando un tasso annuale di crescita dalla prima rilevazione del 35% e a livello paese, il Regno Unito continua ad essere il mercato più importante, con metà degli *assets* europei. Inoltre, circa il 42% di coloro che hanno risposto all'indagine, segnalano di possedere una politica di *Engagement and Voting* formale e circa il 24% la rende pubblica.

In questo periodo, l'azionista di gestione sta crescendo di importanza sia tra gli investitori SRI che tra gli altri e questo fenomeno è guidato in buona parte dalla prospettiva che gli azionisti amministrino gli *assets*, così facendo diventeranno i responsabili nei confronti dei beneficiari. Infatti, coloro che dettano la politica degli investimenti insieme agli altri *stakeholders*, stanno progettando questa idea attraverso iniziative di codici di amministrazione e leggi, come la Direttiva dei diritti degli azionisti europei e in merito a quest'ultimo punto è giusto focalizzarsi sulla proposta della Commissione Europea, che nell'aprile del 2014, pubblica la Direttiva

2007/36/EC. Inoltre, è giusto segnalare come questa rientri tra le iniziative annunciate nel piano di azione della Commissione, pubblicato alla fine del 2012, dove si metteva in primo piano la legge sulle compagnie europee e la *corporate governance*, al fine di creare una struttura legale moderna per azionisti più impegnati, oltre ad avere aziende più sostenibili.

L'obiettivo primario della proposta rimane quello di orientare gli azionisti ad un orizzonte a più lungo-termine e avere un azionista di gestione e così facendo servirà ad aumentare il livello e la qualità dell'impegno degli investitori istituzionali e degli *asset manager* in società partecipate, dato che affronteranno in anticipo i punti deboli della *corporate governance* e l'eccessivo breve-termine. Infatti, si dovrebbe trarre giovamento anche nella competitività a lungo-termine delle società quotate Europee e, secondo la Commissione, la recente crisi finanziaria ha evidenziato come gli azionisti appoggino in molti casi l'eccessiva presa di rischio a breve-termine dei gestori. Infine i servizi della Commissione, segnalano che il livello di impegno degli azionisti e il "monitoraggio" delle società partecipate è "sub-ottimale". Per queste ragioni, la proposta include un certo numero di misure tese a facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e a migliorare quei diritti dove risulta necessario, oltre a indirettamente servire per una maggiore trasparenza lungo la catena dell'investimento. Tra le misure più importanti si può segnalare quanto segue:

- ❖ Trasparenza obbligatoria da parte degli investitori istituzionali e *asset manager* sul loro voto, impegno e su alcuni accordi di gestione patrimoniale, in particolare riguardo a come integrano le prospettive di lungo-termine e come considerano le loro politiche di investimento;
- ❖ Apertura della politica di remunerazione e delle remunerazioni singole, combinate con il voto degli azionisti "say on pay";
- ❖ Ulteriore trasparenza e una opinione indipendente sulle più importanti operazioni con le parti correlate e una presentazione delle operazioni più sostanziali approvate dagli azionisti;
- ❖ Richiesta di una apertura obbligatoria sulla metodologia e i conflitti di interesse dei *proxy advisors*;
- ❖ Creare una struttura per permettere alle società quotate di identificare i loro azionisti e richiedere agli intermediari di trasmettere rapidamente informazioni relative ad essi e facilitarne l'esercizio dei suoi diritti.

In conclusione a tutto questo, ci si aspetta che la proposta venga esaminata dal Parlamento e dal Consiglio Europeo, anche se per il momento ci dobbiamo accontentare del solo benvenuto da parte dell'*Eurosif* che sarebbe molto entusiasta dell'entrata in vigore di tale direttiva, poiché contiene un certo numero di misure che danno sostegno alla trasparenza e a una attiva partecipazione di azioni orientate al lungo-termine.

## 2.8 *Impact Investing*

L'ultima strategia SRI sottoposta alla nostra attenzione è l'*Impact Investing*, dove nello studio del 2012 l'*Eurosif* decise per la prima volta di misurare il mercato e di raccogliere informazioni quali - quantitative nell'indagine. I dati furono raccolti da due fonti, dove da un lato vi era incluso una sezione separata sull'*Impact Investing* nel questionario inviato a tutti i rispondenti della loro copertura tradizionale e dall'altro un questionario più breve a 74 organizzazioni Europee indicate come specifici investitori di impatto.

Parlare dell'*Impact Investing* come un processo di investimento è leggermente forviante, poiché esso è altamente differenziato dal generare utile e impatto sociale prima degli investimenti, usando una gamma di classi patrimoniali e incorporando una scala di metodologie. Inoltre, mentre un corpo sempre più sostanziale di persone è disponibile al suo utilizzo, non esiste una definizione univoca. Infatti, l'*Eurosif* ha adottato la definizione *GIIN*, ma ne esistono altre e in questa sezione, il termine è perciò usato come se avesse una forma a ombrello che ne copre un certo numero, ma comunque sempre correlato nel finanziamento di organizzazioni, progetti sociali e ambientali. Quindi l'*Impact Investing* sono investimenti fatti con l'intenzione di generare un impatto ambientale e sociale accanto al ritorno finanziario, oltre a dover essere finanziariamente sostenibile nel lungo termine. La differenza tra i processi o le strategie è illustrata nella tabella 29.

Anche se non tutti gli attori di mercato sono d'accordo con questa struttura fornita dall'*Eurosif*, essa offre comunque un punto di vista informativo sull'*Impact Investing* in relazione ad altre strategie. *Bridges Ventures*, colui che ha sviluppato la struttura, considera che l'*Impact Investing* copre sia la strategia "a tema" che la strategia "prima dell'impatto", come ad esempio il condurre un fondo di crescita sostenibile a tema focalizzandosi esclusivamente su risoluzione dei problemi relativi a salute, istruzione, ambiente e aree mal servite, oltre a focalizzarsi su un fondo di imprenditori sociali prima dell'impatto. In questo rispetto, può sembrare che ci sia poca differenza tra il processo degli investimenti tematici della struttura precedente e i fondi tematici che vengono forniti dall'*Eurosif*. Probabilmente, le differenze chiave si trovano nei temi che un *asset manager* sceglie, collegandoli più o meno ai risultati sociali migliorati, come la cura della salute, istruzione e ambiente.

Guardando dal lato dell'investitore, vediamo che sono guidati da un desiderio di cambiamento sociale e ambientale collegato ai rendimenti finanziari, perciò l'impatto è sulle tracce di tutto il ciclo di investimento. Inoltre, stanno imparando che alcune sfide sociali possono essere indirizzate commercialmente, mentre altre non possono essere in una posizione sia di *Impact Investing* che essere in grado di attrarre investitori.

**Tabella 29. Mappa illustrativa della strategia dell'Impact Investment.**

	<b>Tradizionale</b>	<b>Responsabile</b>	<b>Sostenibile</b>	<b>A tema</b>	<b>Prima dell'impatto</b>	<b>Filantropia</b>
<b>Focus</b>	Limitata oppure nessuna attenzione sui fattori ESG di investimenti prioritari	Attenzione su rischi ESG che vanno da un'ampia considerazione di fattori ESG a <i>Screening</i> negativi di prodotti dannosi	Attenzione su opportunità ESG, attraverso le scelte di investimento, gestione del portafoglio e azionisti	Attenzione su una o un insieme di aree di problematiche in cui la necessità ambientale o sociale crea un'opportunità di crescita commerciale per la quota di mercato o profitti che battono il mercato	Attenzione su uno o un insieme di aree problematiche in cui la necessità ambientale o sociale richiede alcuni <i>trade-off</i> finanziari	Attenzione su uno o un insieme di aree problematiche in cui la necessità ambientale o sociale richiede il 100% del <i>trade-off</i> finanziario
<b>Esempi</b>		_Compagnia che integra i rischi ESG nell'analisi di investimento _Fondo di investimento sottoposto a <i>Screening</i> in modo etico	_Fondo SRI <i>Best-in-Class</i> _Fondo azionario pubblico a lungo termine che usano una profonda integrazione di ESG per creare valore aggiunto	_Fondo comune di investimento di energia pulita _Mercati emergenti, fondo sanitario _Fondo di debito strutturato di microfinanza	_Fondo che offre debiti oppure azioni a imprese sociali e/o enti benefici che commerciano	

Fonte: *Report Eurosif*, anno 2012.

Lo studio del 2012, include tre categorie per l'Impact Investing:

-  Microfinanza;
-  Investimenti delle imprese sociali;
-  Investimenti comunitari.

La microfinanza genera valore sociale migliorando l'accesso ai servizi finanziari, in modo particolare nell'energia e nello sviluppo economico, sebbene non sia limitata a questo.

Comunemente gli investimenti in microfinanza sono incanalati attraverso veicoli di investimento di microfinanza, ovvero fondi di investimento indipendenti che permettano al capitale pubblico e privato di fluire nelle istituzioni della stessa.

Gli investimenti delle imprese sociali sono fatti direttamente o attraverso un fondo nell'impresa sociale, che hanno l'intenzione di generare un impatto ambientale e sociale accanto a un ritorno finanziario. Per illustrare questo con un esempio possiamo menzionare il *Social Venture Fund*, un'impresa sociale tedesca, il cui scopo è fornire ampie soluzioni per un cambiamento sociale attraverso la combinazione di energia imprenditoriale e un approccio di investimento orientato al successo. Infatti, uno dei loro investimenti è AUTICON, che mira a impiegare personale con caratteristiche di comportamento autistico e secondo il *Social Venture*, quasi l'1% della popolazione mondiale ha caratteristiche comportamentali autistiche, dove a causa della loro limitata abilità sociale in termini di comunicazione e interazione hanno poca possibilità di ottenere una buona istruzione, avere una carriera di successo e pertanto apportano costi sociali alla società. Per questo motivo se queste persone le mettiamo in grado di avere un impiego, diventerebbero membri attivi della nostra società e economia, come ad esempio per quella forma speciale di autismo chiamata *Asperger's autism*, che secondo l'AUTICON, circa il 15% della popolazione con tale sindrome dimostra capacità sopra la media nel campo tecnologico. Infatti, AUTICON impiega persone con queste abilità notevoli in servizi tecnologici specializzati come i *software* di prova, che con le loro attenzioni al dettaglio e con un livello di alta concentrazione nei compiti ripetitivi, raggiungono tassi di errori significativamente più bassi della media.

Gli investimenti comunitari sono presenti nelle comunità locali o altre comunità, oltre a trovarle direttamente o attraverso canali come le banche di sviluppo di comunità locali, cooperative di credito e fondi di credito. Il loro *focus* è proiettato su alloggi a prezzi accessibili, la creazione di piccole imprese, lo sviluppo di strutture comunitarie, la creazione di occupazione e dare più potenzialità alle minoranze. Inoltre, tali investimenti possono essere strutturati in molti modi diversi, oscillando da sovvenzioni a prestiti, fino ad arrivare alle azioni. Ad esempio, un numero di fondi, offre differenti strutture finanziarie per adattarsi sia alle necessità finanziarie di istituzioni di microfinanza che al profilo di rischio/rendimento dei vari investitori.

Nella sua prima indagine, l'*Eurosif* incluse anche questioni qualitative per spiegare i motivi che spingevano gli *asset manager* a utilizzare questa strategia e le difficoltà che allo stesso tempo incontravano e per coloro che risposero gli fu chiesto di classificare le seguenti motivazioni in ordine di importanza e fornire chiarimenti se necessari:

- Contribuisce allo sviluppo sostenibile;
- Contribuisce allo sviluppo della comunità locale;
- Guarda ad un profitto stabile a lungo termine;
- Gestione del rischio;

- Opportunità finanziarie;
- Alternative alla filantropia;
- Trasferimento generazionale della ricchezza;
- Responsabilità verso il cliente/dovere fiduciario.

Chiaramente, gli *asset manager* sono spinti nell'utilizzo di questo approccio per contribuire ad uno sviluppo sostenibile e che in seconda battuta sostenga anche la comunità locale, anche se è quasi sorprendente osservare che le considerazioni finanziarie come la gestione del rischio e il profitto hanno più importanza delle preoccupazioni fiduciarie e filantropiche.

Lo stesso metro di misura, dal più importante al meno importante, l'*Eurosif* lo ha adottato anche per conoscere le barriere che incontrano gli *asset manager* per arrivare ad utilizzare tale strategia e tali ostacoli si possono così classificare:

- Mancanza di prodotti/opzioni praticabili;
- Mancanza di consigli/competenza qualificata;
- Preoccupazioni sulla *performance*;
- Sfiducia/preoccupazione riguardo al *Green Washing*;
- Preoccupazioni di rischio.

La barriera principale è risultata l'accesso ai prodotti, oltre agli aspetti del progetto, come ad esempio la liquidità e la struttura, mentre le preoccupazioni del rischio sono risultate meno importanti. In generale, i dati mostrano che l'*Impact Investing* essendo alla sue origini, risulta mal definita se la confrontiamo con le altre strategie di investimento responsabile e sostenibile.

Lo studio del 2014 prova a fare chiarezza, comprendendo all'interno dell'*Impact Investing* un'ampia gamma di questioni sociali e temi che possono essere classificati in due categorie:

1. Integrazione sociale, relativa all'accesso di alloggi a prezzi accessibili, salute, finanza, istruzione e cura personale, per fare alcuni esempi. La microfinanza, viene inserita dall'*Eurosif* in questa categoria;
2. Progetti correlati alla sostenibilità, ad esempio nel campo della produzione di energia rinnovabile, cibo, acqua e agricoltura sostenibile. Questa categoria si sta orientando sui mercati in via di sviluppo.

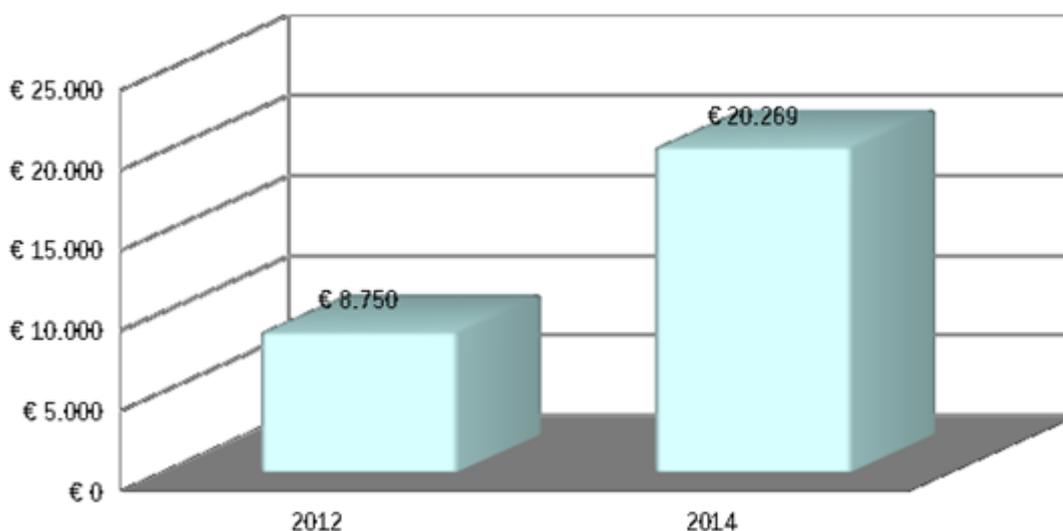
Alcuni commentatori di mercato, considerano l'*Impact Investing* come una fase successiva dello SRI (SRI 2.0), mentre altri lo presentano come una nuova classe patrimoniale. Per dovere di cronaca, dobbiamo segnalare che queste rappresentazioni sono ingannevoli e sono state create perché inizialmente c'era confusione tra le due categorie. Infatti, l'*Eurosif* ribadisce che queste sono interpretazioni forvianti, confermando che l'*Impact Investing* è un termine a ombrello che racchiude diverse classi patrimoniali, oltre ad essere un altro modo distinto di incanalare i finanziamenti verso organizzazioni sociali o imprese che cercano di affrontare sfide sociali specifiche attraverso i meccanismi del mercato. A questo punto dovrebbe essere chiaro che tale strategia cerca di generare sia un ritorno finanziario (a vari livelli), insieme ad un ritorno sociale

(impatto sociale) e per questo motivo, l'*Eurosif* legittimamente lo considera come “solo” un altro approccio SRI, pur consapevole che allo stesso tempo ha il suo proprio ecosistema e le sue sfide. Nonostante questo, egli riconosce però due lineamenti che differiscono rispetto alle altre strategie SRI più tradizionali, che sono riconducibili all’aspettativa esplicita di misurare l’impatto sociale e la misurazione attiva di questi. Infatti, gli investitori di impatto cercano di generare benefici misurabili e attivamente li misurano e questa è una caratteristica fondamentale di tali investitori ed è quello che li distingue dagli altri investitori SRI più tradizionali.

Spostando l’attenzione sul mercato europeo, possiamo notare che similmente alle altre strategie SRI, i mercati dell’*Impact Investing* dei singoli paesi sono pesantemente influenzati dalla storia e dalle sensibilità locali. Inoltre, può dipendere anche da come i sistemi finanziari sociali sono strutturati nei singoli mercati, il che determina l’unione di capitali pubblici e privati. Perciò, le cifre riportate non devono causare conclusioni troppo affrettate, specialmente quelle riferite al singolo paese europeo nel capitolo 3.

La figura 30 mostra una crescita significativa del mercato europeo tra il 2012 e il 2014, con *assets* sotto gestione per circa €20 miliardi e con un tasso di crescita annuale del 52.3%, anche se dobbiamo notare che queste cifre misurano gli investimenti effettivamente fatti dagli investitori privati professionali e non ricoprono il finanziamento pubblico o filantropico, visto che non sono tecnicamente riconducibili all’*Impact Investing*, essendo privi di ritorni finanziari. Quindi, gli investimenti alternativi, il finanziamento pubblico e quello filantropico, possono avere ed hanno un ruolo importante per i finanziamenti in imprese sociali, specialmente nella loro fase di incubazione e di primo sviluppo.

**Figura 30. L’evoluzione della strategia dell’*Impact Investment* nell’intervallo di tempo 2012-2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2012-2014.

I mercati olandesi e svizzeri sono i pionieri di questa strategia SRI ed è giusto anticipare che i dati forniti dall'*Eurosif* per singoli paesi, come quelli dei mercati nordici sono sottorappresentati poiché non erano disponibili i dati per Finlandia, Danimarca e Norvegia e la stessa cosa vale anche per il mercato belga. Inoltre, in questo studio gli *asset manager* e *owners manager* che hanno praticato l'*Impact Investing* rilevano che il 55% dei loro investimenti sono incanalati nella microfinanza, confermandosi la più gettonata tra gli investitori, mentre la restante percentuale include le categorie di investimenti comunitari, gli investimenti in affari sociali, come pure gli investimenti tematici, specialmente in energia rinnovabile, ambientale e finanza di sviluppo.

Gli *High Net Worth Individuals*<sup>15</sup> (HNWI) tramite i loro *advisors* (banche private e *family offices*) rappresentano una importante fonte di finanza per il settore, dato che essi non hanno delle limitazioni particolari di investimento, perciò sono più aperti agli investimenti a lungo termine con profili di rischio differente. Inoltre, alcune banche private europee sono entrate nel mercato distribuendo o perfino strutturando loro stesse soluzioni di *Impact Investing* per i loro clienti e tra le banche più significative troviamo: *French BNP Wealth Management* (nata nel 2004), *German Private Bank Berenberg* e *Belgian Banque Degroof* (nate nel 2006).

Le fondazioni e le organizzazioni caritatevoli, restano le prime e le più importanti fornitrici di sovvenzioni, rappresentando un'altra potenziale fonte di finanziamento non agevolato. Infatti, quando parliamo degli investitori istituzionali, composti maggiormente dai fondi pensione e assicuratori, vediamo che l'attenzione del mercato ricade sui primi, visto che gli assicuratori sono storicamente poco interessati a questa forma, come sottolineato da un recente rapporto *World Economic Forum* del 2013.

L'*Impact Investing* essendo l'ultima strategia nata, ad oggi resta difficile sapere se in futuro reciterà un ruolo da protagonista. Per questo, nello studio del 2014, l'*Eurosif* fornisce delle previsioni e delle sfide che la strategia deve superare per assicurarsi un futuro roseo, anche se dobbiamo segnalare come per il 2012 che la mancanza di prodotti e opzioni praticabili resta la preoccupazione principale. In particolare, gli investitori istituzionali per adottare questo approccio, cercano prodotti:

- Misurabili per abbinarli alle dimensioni dell'investimento minimo istituzionale, per esempio €5 milioni;
- Sia presente una *performance* finanziaria;
- Caratteristiche dell'investimento ben assortito rispetto ai loro vincoli di allocazione patrimoniale (liquidità, volatilità, stile di investimento).

Una seconda sfida per l'*Impact Investing* è con gli investitori professionali che hanno bisogno di più sostegno per capire il suo funzionamento e trattamento dei rischi. Inoltre, necessitano anche

---

<sup>15</sup> rappresentano gli individui con più di un milione di dollari in *assets* finanziari liquidi.

di una maggiore chiarezza riguardo a come si possa misurare l'impatto sociale in modo da confrontarlo e tra gli altri impedimenti alla crescita vi è riconducibile la necessità di sviluppare ulteriormente le infrastrutture di mercato e i suoi meccanismi, oltre ad avere costi di transazione e asimmetrie informative ancora molto elevate. Nonostante queste barriere ancora da superare, una nota positiva però è arrivata dal sito di *Etica news*, dove il 24 luglio 2014 la Redazione ha pubblicato l'articolo "*Assist di Obama all'Impact Investment*", dove si annuncia che la Casa Bianca, il cuore politico della più grande economia al mondo, punta su questo investimento. Un estratto dell'articolo diceva che "Tale notizia arrivava direttamente da *Washington*, dove il *team* del presidente *Barack Obama* ha annunciato più di venti nuovi impieghi assunti da imprese di investimento, fondazioni e *family office* che guideranno più di 1,5 miliardi di dollari in *Impact Investing* e così facendo affronteranno i problemi pressanti a livello nazionale e globale nei prossimi cinque anni<sup>16</sup>".

In conclusione, i due anni trascorsi sono stati segnati da crescite notevoli sugli *assets* dell'*Impact Investing*, visto che sono stati sostenuti dall'arrivo di nuovi investitori istituzionali sul mercato e ciò potrebbe indicare, da una parte, che la consapevolezza di tale strategia ha fatto un progresso significativo e dall'altra che alcune delle barriere sono iniziate a crollare. Tuttavia, questa crescita non deve mascherare il fatto che l'*Impact Investing* resta una strategia periferica all'interno dello SRI, che ancora non ha espresso il suo pieno potenziale, dato che se ad esempio lo 0,012% degli *assets* dei fondi pensione del Regno Unito fossero allocati in tale approccio, la dimensione presente su quel mercato raddoppierebbe. Inoltre, al fine di assicurare una ulteriore crescita, i responsabili politici sia a livello europeo che nazionale hanno bisogno di continuare a costruire un ambiente più contribuente e gli sforzi da compiere intorno alla trasparenza, alla raffinatezza degli *standards* di misurazione dell'impatto, come pure dell'innovazione finanziaria saranno fattori importanti per determinare tale successo.

Per quanto riguarda la trasparenza, dobbiamo dire che è un fattore importante non solo per questa strategia, ma comprende in modo trasversale tutte le altre e a tale proposito è degno di nota segnalare le iniziative europee proprio sulla trasparenza dell'investitore e della compagnia. Infatti gli *asset manager* che perseguono strategie di investimento responsabile dipendono dalle informazioni ESG delle loro società partecipate per poter compiere le loro analisi e in modo analogo, gli investitori che guardano agli investimenti responsabili hanno bisogno di informazioni da parte degli *asset manager* sul loro processo di investimento responsabile, al fine di valutare la sua convenienza. Per questo motivo, l'Unione Europea ha recentemente fatto passi significativi verso il miglioramento della trasparenza sia delle compagnie che degli investitori e nella comunicazione del 25 novembre 2011 sul tema CSR ha scritto che "la trasparenza di informazioni ambientali e sociali, incluse informazioni relative al clima, possono

---

<sup>16</sup> Cfr. Articolo del 24 luglio 2014 pubblicato dalla Redazione sul sito [www.eticanews.it](http://www.eticanews.it).

facilitare l'impegno con gli *stakeholders* e l'identificazione dei rischi di sostenibilità materiale. Inoltre è anche un elemento importante di affidabilità e può contribuire a costruire la fiducia pubblica nelle imprese e per venire incontro alla necessità delle imprese e degli altri *stakeholders*, le informazioni dovrebbero essere un materiale facile da raccogliere". Infine, la commissione scrive anche che una proposta legislativa sarà presentata sulla trasparenza delle informazioni ambientali e sociali, oltre ha lanciare dal lato dell'investitore una proposta di legislazione che rende obbligatorio per gli investitori *retail* di essere informati riguardo a quanto le questioni ESG siano prese in considerazione nei loro investimenti.

## CAPITOLO TERZO

### ANALISI DELLO SRI PER SINGOLO PAESE DEL NORD EUROPA

In questo capitolo e nei successivi analizzeremo il trend evolutivo dello SRI per singolo paese europeo e l'analisi comprenderà, dove possibile, tutte le pubblicazioni degli studi SRI, oltre ad avere delle informazioni sempre più precise e dettagliate grazie alle domande più chiare dei questionari. Inoltre, dobbiamo precisare che non tutti i paesi europei sono stati in grado di fornire sempre i dati che l'*Eurosif* ha richiesto e questo a causa delle differenti legislazioni e delle diverse definizioni attribuite allo SRI. Infine, quando analizzeremo le strategie adottate dai singoli paesi, vedremo che con il cambio di definizioni nello studio del 2012, i dati precedentemente forniti<sup>17</sup> dall'*Eurosif* non sono poi stati allineati alle nuove descrizioni e per questo motivo, i dati presi in considerazione per analizzare i *trend* evolutivi delle strategie per singolo paese sono riconducibili agli studi del 2012 e del 2014, oltre ad averli in via eccezionale per lo studio del 2010, dove l'*Eurosif* per qualche paese ha adeguato i dati.

Al fine di svolgere un'analisi puntuale e accurata, ogni paese europeo verrà suddiviso nelle seguenti quattro sezioni:

- i. Background;
- ii. Struttura legale;
- iii. Caratteristiche e strategie del mercato;
- iv. Previsioni future.

#### 3.1 Stati Baltici (Estonia, Lettonia e Lituania)

Questo paese viene preso in considerazione dall'*Eurosif* soltanto per lo studio del 2010.

##### 3.1.1 Background

Il mercato dell'investimento socialmente responsabile negli Stati Baltici è comprensivo dell'Estonia, Lettonia e Lituania, dove i mercati si presentano ai suoi arbori. Infatti, il primo fondo specializzato SRI è stato lanciato in Estonia nel 2008 e prendeva il nome di *New Europe Socially Responsible Fund*. Inoltre *BaltCap*, un *private equity* e *venture capital* degli investitori, operava in tutti e tre i paesi Baltici e ricopriva il ruolo di firmatario PRI con le sue politiche e pratiche di investimento.

Tra le altre cose si segnala che la struttura del mercato finanziario era in qualche modo speciale, poiché i principali interpreti erano le filiali locali di grandi banche Scandinave, con la loro sede centrale già catalogata come firmatari PRI. Tuttavia, mentre le principali istituzioni erano

---

<sup>17</sup> Ci stiamo riferendo agli studi SRI del 2003, 2006 e 2008 dove l'*Eurosif* non fornisce i dati adeguati alle nuove definizioni di strategie adottate.

interessate a pratiche di investimento responsabile e sostenibile, non si conosceva a che punto questi principi erano presi in considerazione nelle loro filiali Baltiche.

### 3.1.2 Struttura legale

L'*Eurosif* non riesce a procurarsi informazioni riguardo a questa sezione.

### 3.1.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Nel 2010, l'unico fondo SRI gestito localmente aveva un valore di €16 milioni di *assets* sotto gestione e tra le sue strategie spicca l'approccio dell'*Engagement and Voting* che veniva utilizzato come voto per delega, come *Engagement* diretto condotto privatamente e infine per l'archiviazione dei risultati degli azionisti. Inoltre, l'ammontare totale degli *assets* dei fondi pensione Baltici, nel 2010, era di circa €1.07 miliardi in Estonia, di €257 milioni in Lettonia e di €321 milioni in Lituania.

### 3.1.4 Previsioni future

Nonostante il mercato SRI negli Stati Baltici risultava ancora abbastanza piccolo, dobbiamo sottolineare che sforzi né sono stati fatti negli anni precedenti per portare alla luce il primo fondo specializzato in Estonia e a questo dobbiamo aggiungere il sorgere di una compagnia che racchiudeva quasi tutti i paesi Baltici, ed era nella lista dei firmatari PRI. Tuttavia, allo stesso tempo sembrava che sebbene fossero stati compiuti dei sacrifici, la crescita del mercato stava rallentando a causa della bassa consapevolezza dello SRI e di conseguenza la sua domanda di mercato. Comunque, la recessione intercorsa negli anni precedenti aveva generato una discussione più ampia riguardo le pratiche di investimento responsabile e la loro conseguente necessità. Infatti, quando si raggiungerà un livello di conoscenza superiore in questi temi, gli investitori cominceranno a ricevere fiducia e così facendo, l'*Eurosif* si auspica che il volume dei fondi SRI aumenterà.

Infine, i partecipanti al questionario avevano espresso aspettative positive verso il prossimo futuro, prevedendo una crescita media delle loro squadre di gestione del 20% e una ascesa del 30% dello SRI sotto gestione.

## 3.2 Belgio

Il mercato belga viene preso in esame dall'*Eurosif* dallo studio SRI del 2006 al 2014.

### 3.2.1 Background

Creato nel 1984, il mercato belga si componeva inizialmente di prodotti di risparmio "*Krekel sparen*" e di "*l'Epargne Cigale*" e agli inizi del 1992, fecero anche la sua comparsa i

fondi SRI, costituiti maggiormente in Sicav. Questo paese ha una lunga storia nell'investimento sostenibile, con tradizionalmente un'ampia scelta di investimenti SRI sul mercato locale *retail*, anche se la crisi economico-finanziaria del 2008 ha colpito inevitabilmente le banche e le industrie di gestione degli *assets*, arrecando così una battuta di arresto allo sviluppo del mercato. Al suo interno, esistono diverse iniziative locali con l'obiettivo di promuovere la crescita dell'investimento socialmente responsabile e tra le più importanti si menziona il lavoro di *Belsif*, il SIF nazionale locale, che viene affiancato dalla *Belgian Asset Management Association* (BEAMA), un'associazione attiva nel monitoraggio e nel controllo della qualità dei fondi SRI che vengono distribuiti sul mercato. Inoltre, BEAMA ha il merito di aver sviluppato una metodologia SRI che fu perfezionata alla luce degli sviluppi locali, al fine di essere applicata su base regolare e infatti negli anni è stata sempre più adottata dagli *assets manager*, oltre ad essere stata accettata di recente anche dagli attori tradizionali del mercato.

Nel 2010, un progetto di *Belgian Financial Sector Federation* (Febelfin), di cui BEAMA è membro cofondatore, è servito per creare una raccomandazione generale, riguardo ai prodotti finanziari SRI (fondi, libretti di risparmio e prestiti) e oltre a questo *Febelfin* elaborò nel 2012 la metodologia di BEAMA, menzionando così le regole di trasparenza, di struttura e i criteri che un *asset manager* deve soddisfare per essere riconosciuto come fondo SRI in Belgio.

### 3.2.2 Struttura legale

Le autorità pubbliche e le organizzazioni professionali del Belgio, hanno dimostrato un interesse concreto nello stimolare e promuovere l'investimento responsabile sul mercato e tra i punti più salienti ricordiamo nel 2003 la legge sulle pensioni integrative, che imponeva una qualche forma di apertura alle questioni ESG su tali fondi. Il passo successivo avvenne nel novembre 2012, dove i fondi comuni di investimento furono obbligati a chiarire fino a che punto prendevano in considerazione le questioni ambientali, sociali e di *governance* (ESG), nel momento in cui attuavano le loro politiche di investimento. All'inizio del 2013, la *Febelfin* e BEAMA rivisitarono la loro definizione di prodotti finanziari e sostenibili, includendovi gli investimenti, al fine di poter vendere anche sul mercato *retail*. Inoltre BEAMA, ispirandosi al lavoro di *Belsif*, allo scopo di introdurre una norma minima SRI nel mercato, impose diverse caratteristiche per classificare un determinato prodotto come tale e tra le più importanti possiamo menzionare:

- ✓ Il carattere SRI deve essere chiaramente menzionato nella descrizione del prospetto di politica di investimento.
- ✓ Le tre dimensioni dello SRI (ambientale, sociale e di *governance*) devono essere sempre prese in considerazione nella composizione del portafoglio.
- ✓ Il portafoglio SRI deve essere valutato in base ai principi del *UN-Global Compact*.
- ✓ La valutazione deve essere condotta da specialisti indipendenti.

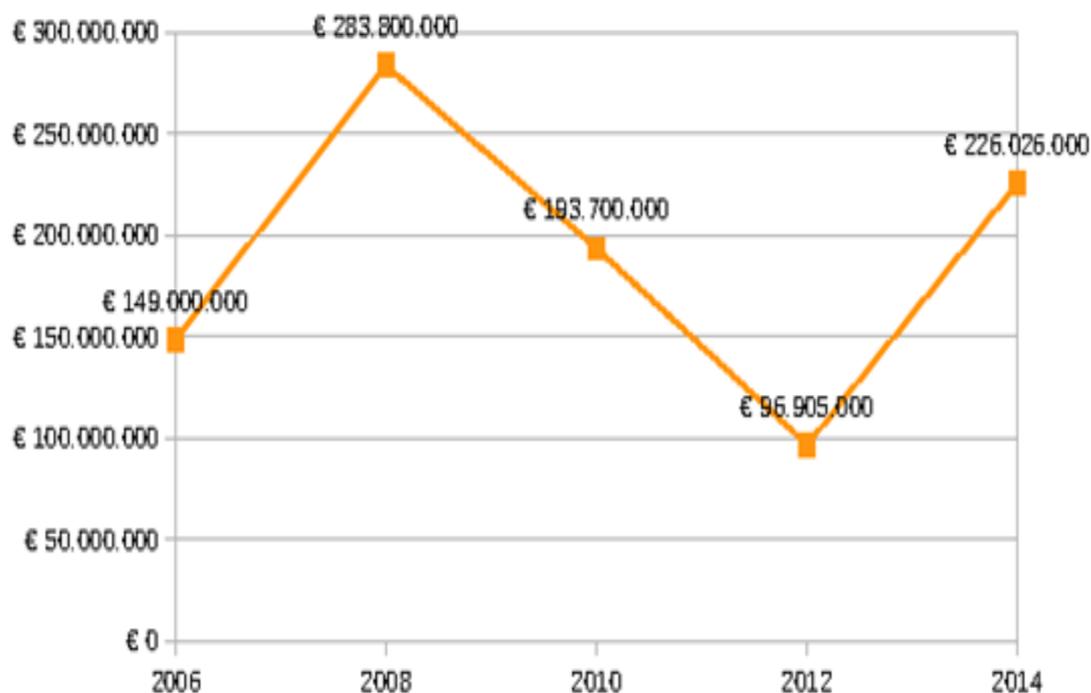
- ✓ Si richiede un documento che accerti la trasparenza del prodotto, come ad esempio il Codice di Trasparenza Europeo.

Come ultimo tassello segnaliamo che nel marzo 2007 il Parlamento belga approvò la legge per proibire il finanziamento diretto e indiretto della produzione, uso e possesso di mine anti-uomo e munizioni a grappolo.

### 3.2.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Nei primi studi dell'*Eurosif* il mercato del Belgio risultava uno dei mercati più significativi, grazie al criterio di *Exclusions* sulle armi controverse. Infatti, le munizioni a grappolo e le mine anti-uomo cessarono di essere prese in considerazione dall'*Eurosif* nello studio del 2010, poiché divennero in Belgio un obbligo legale e questo come possiamo osservare dal grafico 31, diede una brusca frenata al mercato dell'investimento socialmente responsabile. Dal 2012, il protagonista è di nuovo la crescita, anche se la dimensione del mercato non è ancora tornata ai livelli del passato. Infatti dobbiamo segnalare che l'*Eurosif* stimò in circa €253 miliardi l'ammontare delle armi controverse, circa l'80% del valore registrato nell'indagine del 2008. Nel 2014, il mercato SRI belga si presenta composto in larga misura da prodotti assicurativi e da fondi *pooled*<sup>18</sup> come per esempio i prodotti *standalone*.

**Grafico 31. Trend evolutivo del mercato SRI belga dal 2006 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2006-2014.

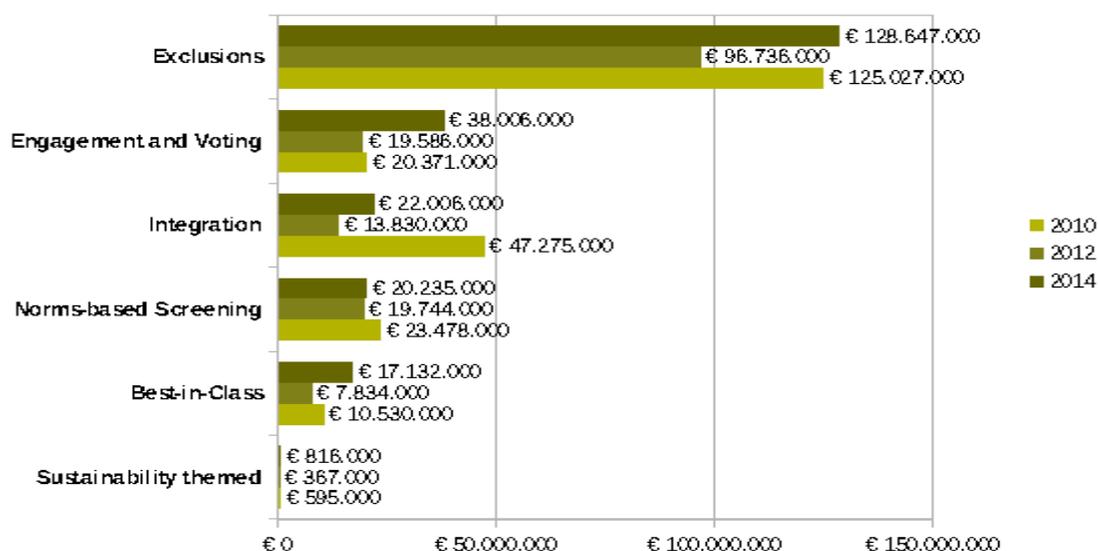
<sup>18</sup> Con tale termine vogliamo indicare un veicolo di investimento di gestione collettiva, che trae soldi da molteplici investitori.

Nonostante una diminuzione del numero di fondi etichettati come SRI, durante l'intervallo di tempo 2012-2014, tutte le strategie di investimento responsabile, come vedremo, hanno mostrato una crescita negli ultimi due anni, anche se l'Eurosif attribuisce parte dell'aumento ad un numero maggiore di rispondenti al campione del 2014 rispetto a quello precedente.

Entrando nello specifico vediamo che il criterio di *Exclusions*, dove vi si include anche le *exclusions overlays*, si conferma anche per il 2014 la strategia dominante, con un valore simile a quello visto nel 2010, con €128 miliardi di *assets* sotto gestione. Come detto pocanzi, il Belgio ha introdotto una legislazione che proibisce agli *assets manager* di investire in armi controverse, perciò le cifre sull'*Exclusions* sono prive di tali *assets*. Per quanto riguarda l'approccio *Best-in-Class*, un'altra strategia tradizionale in Belgio, si è dimostrata in salute negli ultimi due anni, dopo aver avuto nel passato una flessione, mentre il criterio del *Norms-based Screening*, anch'esso da tempo un altro importante approccio per gli investitori del mercato, fa annotare una crescita più modesta.

Le pratiche di *Integration* seguono un approccio sistematico e esplicito che riesce secondo le stime dell'Eurosif, a coprire circa €22 miliardi di *asset* sotto gestione nel 2014, anche se l'approccio resta lontano dai valori fatti registrare nello studio del 2010, come si apprezza dalla figura 32. Tutto questo è riconducibile al fatto che in passato questa strategia prendeva in considerazione complesse procedure e analisi che venivano estrapolate da fonti esterne di analisti tradizionali e da fonti interne ESG, con l'obiettivo rivolto principalmente alla sostenibilità, basandosi sui rischi/opportunità che si presentavano alle compagnie. Infine, la strategia operava caso per caso e su piccola e media scala veniva condotto un addestramento interno per specialisti non ESG.

**Figura 32. Strategie del mercato SRI belga dal 2010 al 2014.**

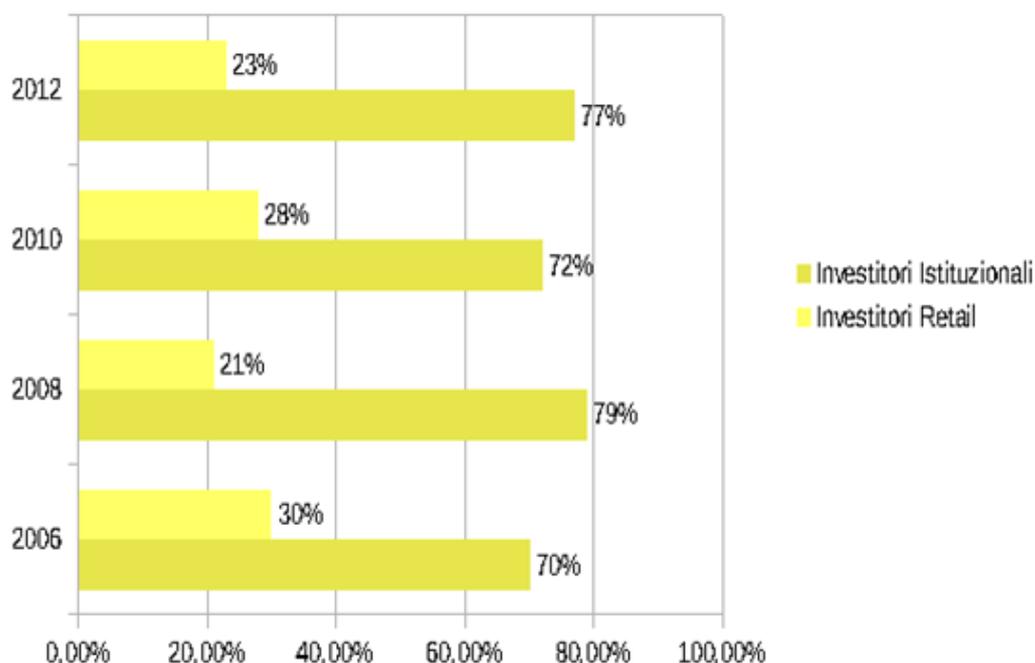


Fonte: Report Eurosif, anni 2010-2014.

Dall'indagine del 2012, alcuni grandi *assets manager* hanno distribuito politiche di *Engagement and Voting*, coprendo una parte significativa dei loro *assets* e la crescita degli ultimi due anni, può principalmente essere attribuita all'estensione di politiche di voto, anche se l'*Engagement* sta guadagnando terreno. Inoltre, sul mercato belga è interessante segnalare che alcune politiche di *Engagement* coprono *assets* a gestione passiva e tra le altre strategie quella del *Sustainability Themed* è sempre stata poco utilizzata nel mercato, con i suoi fondi che sono sempre stati legati essenzialmente a temi ambientali e idrici.

Una caratteristica che differenzia il mercato belga dagli altri mercati è certamente quella di avere una tradizione importante nel settore SRI *retail*. Infatti, come possiamo notare dalla figura 33, tali investitori hanno sempre ricoperto circa un quarto del mercato belga, grazie ai fondi comuni di investimento e ad alcune Sicav. Per quanto riguarda gli investitori istituzionali, la maggior parte dei loro *assets* è gestita da mandati e tale figura può essere ricondotta ai fondi di riserva, alle pensioni pubbliche, ai fondi di pensione occupazionali/societari e alle autorità pubbliche.

**Figura 33. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI belga dal 2006 al 2012.**

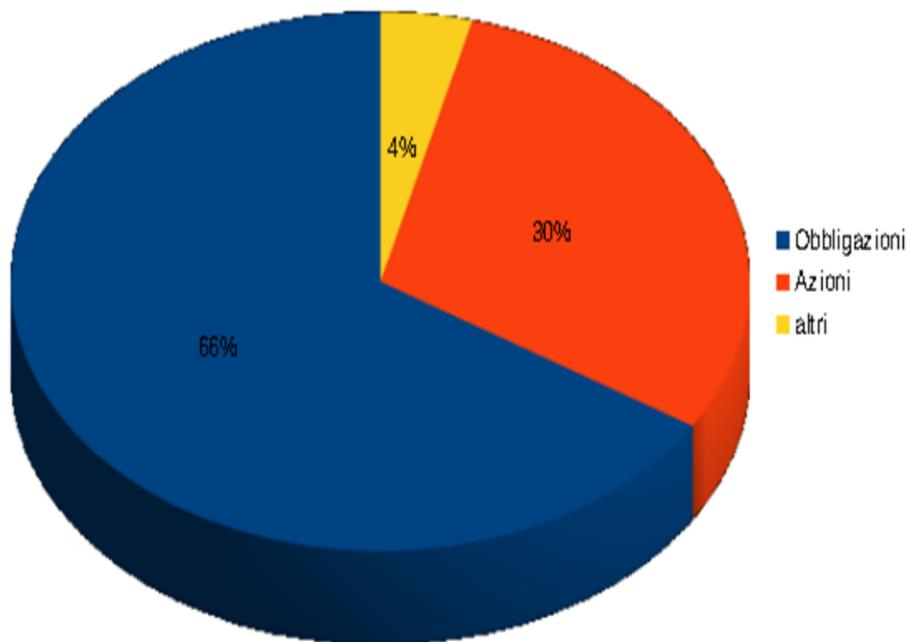


Fonte: *Report Eurosif*, anni 2006-2012.

Come ultima caratteristica del mercato SRI belga, si prende in esame l'*asset allocation* che è stata fornita dall'*Eurosif* soltanto per lo studio del 2010 e come possiamo apprezzare dalla figura 34, le obbligazioni sono l'*asset allocation* preferita dagli investitori responsabili belgi, seguita dalle azioni e dalla categoria "altri", dove è giusto evidenziare come questa sia quasi interamente ricoperta dall'*asset allocation* monetario/di deposito. Per quanto concerne il

mercato SRI *retail* belga, lo studio Vigeo del 2014, illustra come l'*asset allocation* preferita sia l'azionariato con un 46% del totale, seguito dall'obbligazionario (40%) e dai prodotti bilanciati insieme alla categoria "altri" (7%). Così, come è facile intuire, questi risultati si discostano sensibilmente da quelli dell'*Eurosif*, anche se non dobbiamo dimenticare come tali dati siano stati estrapolati dal mercato in anni diversi, oltre al cambiamento delle preferenze da parte degli investitori dato il cessare della crisi economico-finanziaria e quindi della turbolenza maggiore sui mercati finanziari. Detto questo è giusto evidenziare come il mercato SRI *retail* belga, abbia nel 2014 lanciato dieci nuovi fondi portando il totale a 214 e questo, insieme alla *performance* finanziaria dei mercati, ha contribuito sensibilmente all'aumento degli *asset* sotto gestione rispetto al 2013. Tuttavia, nonostante l'incremento del 13%, questo ha solo in parte mitigato i risultati negativi degli *asset* sotto gestione degli ultimi anni, visto che dal 2010 hanno inanellato una mini serie negativa che gli ha portati dai €9.1 miliardi ai €7.2 miliardi di oggi.

**Figura 34. *Asset allocation* del mercato SRI belga nel 2010.**



Fonte: *Report Eurosif*, anno 2010.

### 3.2.4 Previsioni future

Dopo un periodo post-crisi impegnativo per tutta l'industria di gestione patrimoniale belga, il mercato SRI adesso sembra più positivo, dato che un numero di fattori potrebbero agire come catalizzatore alla crescita del mercato e tra i più importanti si potrebbe segnalare:

- Il mercato degli investitori istituzionali sta crescendo in termini assoluti, in modo particolare quello assicurativo, anche se l'*Eurosif* conferma che in Belgio è estremamente difficile raccogliere dati su questo segmento.

- Diverse iniziative politiche sono attualmente discusse ed hanno il potenziale, se implementate, di aumentare la domanda domestica e tra queste discussioni si segnala quella del regime pensionistico di risparmio pubblico obbligatorio e quella sugli incentivi fiscali per promuovere prodotti che sono classificati nella categoria solidarietà.
- Data la relativa importanza del settore bancario privato in Belgio, l'*Impact Investing* dovrebbe mostrare segni di crescita nel futuro, poiché gli HNWI sono una fonte importante di finanziamento per questo segmento.
- Infine per l'*Eurosif*, lo SRI continua ad essere sostenuto da una partecipazione attiva di iniziative locali e legislatori nazionali come il *Febelfin*, BEAMA e *Belsif*.

### 3.3 Olanda

Questo paese viene preso in considerazione dall'*Eurosif* nei suoi studi SRI dal 2003 al 2014.

#### 3.3.1 Background

Nel 2007 grazie al documentario *Zembla*, la comunità finanziaria olandese fu colpita da un crescente interesse sulle questioni ambientali e contemporaneamente prese coscienza sulle ingiustizie sociali. Questo documentario forniva immagini di alcuni grandi fondi pensione che nel momento dell'investimento, allocavano i loro *assets* in compagnie che inquinavano e/o producevano armi, come ad esempio bombe a mano. L'accaduto, scosse il mercato finanziario tradizionale, fino a quel momento rimasto conservativo, con solo pochi investitori istituzionali intenti a sacrificarsi per incrementare l'investimento responsabile nei loro portafogli. Tra i primi a recepire il messaggio furono i grandi fondi pensione che realmente si impegnarono per implementare la stesura di politiche sostenibili e in alcuni casi migliorare quelle già esistenti. Tuttavia, è giusto sottolineare come alcuni dei grandi investitori istituzionali stavano già implementando le loro politiche d'investimento anche prima del documentario, anche se indiscutibilmente gli va riconosciuto il merito di aver esposto la comunità finanziaria olandese, a un livello di attenzione che fino a quel momento non era stato possibile.

I fondi pensione olandesi, come detto pocanzi, mostrarono fin da subito una crescente consapevolezza e interesse nell'investimento responsabile e questo fenomeno, si riflette anche nella ricerca condotta dal SIF olandese (VBDO). Tuttavia, se vi addentriamo nelle pratiche di investimento responsabile, si scorge come i fondi pensione più piccoli restino indietro rispetto a quelli più grandi. Infatti, dal 2009 il VBDO amplia il suo studio, conducendo anche una ricerca sulle pratiche SRI delle compagnie di assicurazione, dando prova come queste ultime avessero ancora molta strada da fare per raggiungere il livello dei fondi pensione. Ad esempio, se prendiamo il tema della "trasparenza", vediamo che delle 29 compagnie di assicurazione esaminate, nove di loro non avevano informazioni sui loro siti web, riguardo alla politica di

sostenibilità. Inoltre, dal solito rapporto, si evince una correlazione importante tra la dimensione delle compagnie e l'attuazione delle politiche di investimento. Infatti, le compagnie di dimensioni più piccole inevitabilmente sono più deficitarie quando il terreno del confronto è sulla politica di investimento sostenibile e la sua implementazione. Tuttavia, non dobbiamo pensare che automaticamente la dimensione della compagnia impedisca di adottare una forte politica di investimento responsabile, dato che vi sono esempi che vanno in tale direzione. Infine, l'ultimo studio del VBDO condotto nel 2014, segnala come nel mercato SRI olandese i dialoghi di *Engagement and Voting* stiano diventando un punto di incontro tra gli investitori istituzionali e le compagnie di assicurazione. Entrando più nello specifico, la ricerca evidenzia come l'85% dei fondi pensione olandesi conduca tali dialoghi con le compagnie, mentre queste ultime raggiungono soltanto il 34%. In aggiunta, circa il 60% dei fondi pensione riferisce delle loro attività di *Engagement and Voting*, mentre per le compagnie di assicurazione questa cifra arriva al 17%.

### 3.3.2 Struttura legale

Dal gennaio 2013, in Olanda, è stata emanata una legge sulla messa al bando degli investimenti in munizioni a grappolo e tale legge dovette passare due volte dal Parlamento olandese, visto che la prima volta fu respinta dal Gabinetto dei Ministri. Nove mesi dopo, ci fu la pubblicazione del codice di *governance* sui fondi pensione, in linea con i codici già esistenti delle banche e degli assicuratori. Le sue principali linee guida sono da ricondursi a temi come la trasparenza, la comunicazione, la responsabilità, il controllo finanziario, la diversità, la *governance* professionale e quella competente, oltre a focalizzarsi sulle basi di valutazione che il Consiglio dovrà seguire per valutare l'investimento responsabile. Per l'*Eurosif* questa è la prima volta che un codice menziona esplicitamente le responsabilità di un fondo pensione nei confronti dell'investimento SRI, visto che gli chiede di definire le strategie e successivamente renderle disponibili agli *stakeholders*. In aggiunta, il fondo pensione dovrebbe tenere in considerazione gli interessi degli azionisti e accertarsi che gli *stakeholders* diano un aiuto alla strategia di investimento. Ancora, viene richiesto di avere almeno una donna e una persona più giovane di quarant'anni nel Consiglio e quest'ultimo, deve monitorare l'applicazione del codice. Infine, i fondi pensione devono riferire annualmente su come applicano e rispettano le linee guida presenti nel codice, dato che i principi su cui si basa sono il criterio di "adeguati o spiega".

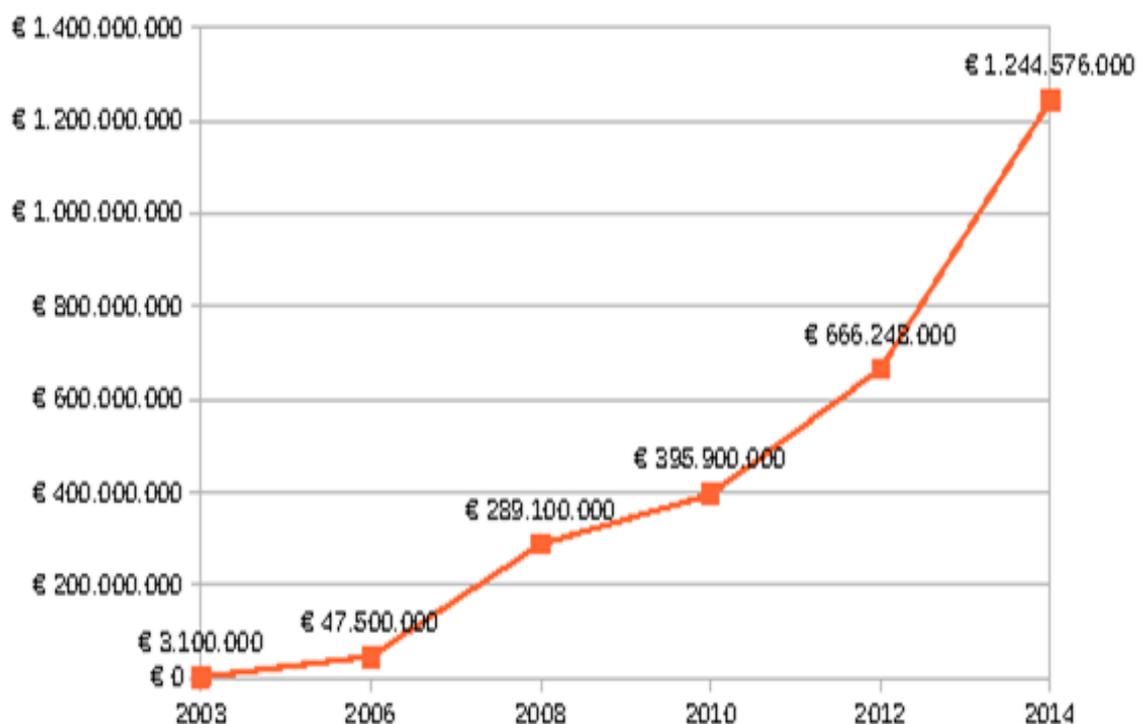
Il disegno di legge pubblicato il 13 luglio del 2013, il "*Wet Versterking Pensioenfondsbestuur*", va a completare la Legge introdotta nel 2007 sui Fondi Pensione che servì ad incrementare la trasparenza, la sicurezza e la conoscenza sulle pensioni olandesi. Il suo obiettivo primario è quello di rafforzare le regole statutarie per la *governance* e la partecipazione dei fondi pensione. Come abbiamo detto pocanzi, al fine di svolgere a pieno questi compiti, venne richiesto di fornire al Consiglio una sufficiente esperienza per svolgere al meglio il ruolo di supervisore

interno. Infine, nel settembre 2013, un numero di organizzazioni non governative come *Amnesty International*, *Oxfam Novib*, *Milieudefensie*, *FNV*, *Dierenbescherming* e *Pax*, hanno pubblicato “La Guida Alla Giusta Assicurazione”, una versione dell’assicurazione che riprende la già esistente Guida per la Giusta Pensione. Lo scopo di questa Guida è quello di far diventare l’investimento responsabile più sostenibile nelle compagnie di assicurazione, oltre a cercare di fargli utilizzare il loro impatto finanziario per una sostenibilità in primis maggiore per le stesse, oltre poi a includervi i governi.

### 3.3.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Come possiamo osservare dal grafico 35, il mercato SRI olandese ha sempre registrato delle buone *performance* di crescita, anche se nel periodo 2006-2008 tale fenomeno si è in parte arrestato a causa della crisi economico-finanziaria che ha lasciato il segno in ogni angolo del mercato, incluso il segmento dell’investimento responsabile. L’*Eurosif* tiene a sottolineare come nonostante quasi tutti gli *asset managers* olandesi, abbiano una strategia di investimento responsabile e degli strumenti idonei per la loro attuazione, in pratica però, non tutti hanno voluto partecipare all’indagine del 2014. Per tale motivo, egli informa che molto probabilmente la cifra sottostante all’ultima rilevazione per la dimensione del mercato, sia leggermente più bassa rispetto a quanto sarebbe nelle realtà.

**Grafico 35. Trend evolutivo del mercato SRI olandese dal 2003 al 2014.**

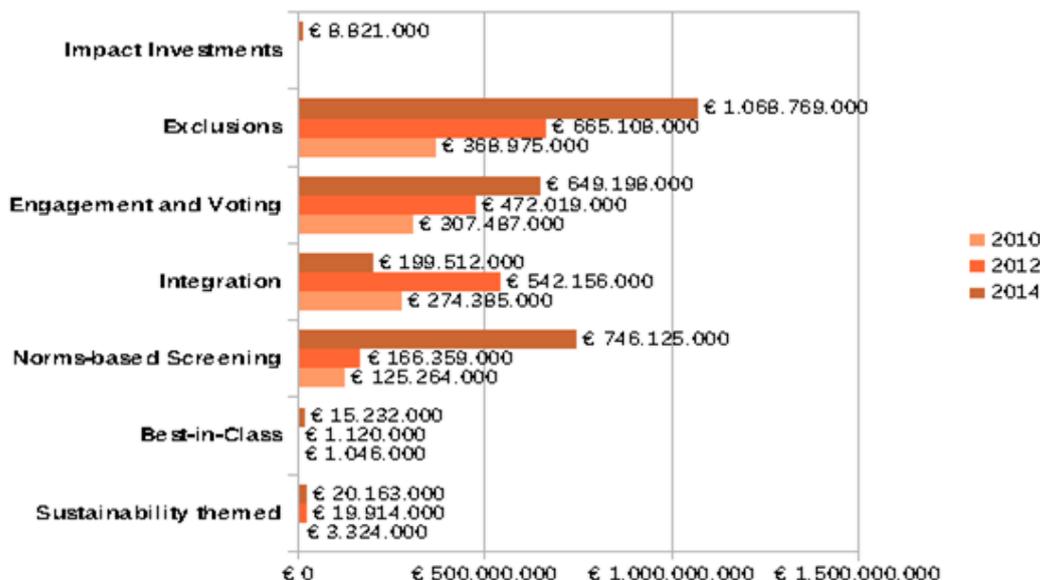


Fonte: *Report Eurosif*, anni 2003-2014.

Spostando l'attenzione alle strategie SRI, dobbiamo segnalare come il criterio dell'*Exclusions* sia sempre stato l'approccio più popolare in Olanda e nel 2014 fa registrare un €1.068 trilioni di *assets* sotto gestione. Sempre nel solito studio, il *Norms-based Screening* con €746 miliardi è diventato il secondo criterio più utilizzato, inoltre il suo uso risale alle prime indagini dell'*Eurosif*, deve nel 2006 sotto il nome di *Negative Screening*, aveva un livello di severità che poteva variare da un *asset managers* all'altro, visto che il loro grado di tolleranza sulle compagnie industriali escluse non era standardizzato. Ancora, tale criterio era stato preso in esame anche per lo studio del 2003, però tali cifre non furono riportate, poiché gli *asset managers* olandesi lo utilizzavano maggiormente per finalità di prevenzione del rischio.

La terza strategia in termini di dimensione è l'*Engagement and Voting*, con €649 miliardi e anche questo approccio, come quello precedente, è sempre stato utilizzato in maniera considerevole fin dai primi studi del 2003. Dal lato dell'*Integration*, l'*Eurosif* tiene a precisare che la cifra del 2014 è da ricondursi alle categorie dell'*Integration* sistematica e esplicita. Secondo le sue stime, queste due categorie avevano circa €199 miliardi di *assets* sotto gestione e al fine di un confronto paritetico con gli studi precedenti, la vera cifra da prendere in esame è quella di €629 miliardi che rispecchia la somma delle tre categorie dell'*Integration*. E' facile quindi intuire, come questa seconda cifra rifletta un incremento nella incorporazione e considerazione di fattori ESG da parte degli investitori tradizionali e non una diminuzione significativa per il periodo 2012-2014, come invece si evince dalla figura 36.

**Figura 36. Strategie del mercato SRI olandese dal 2010 al 2014.**



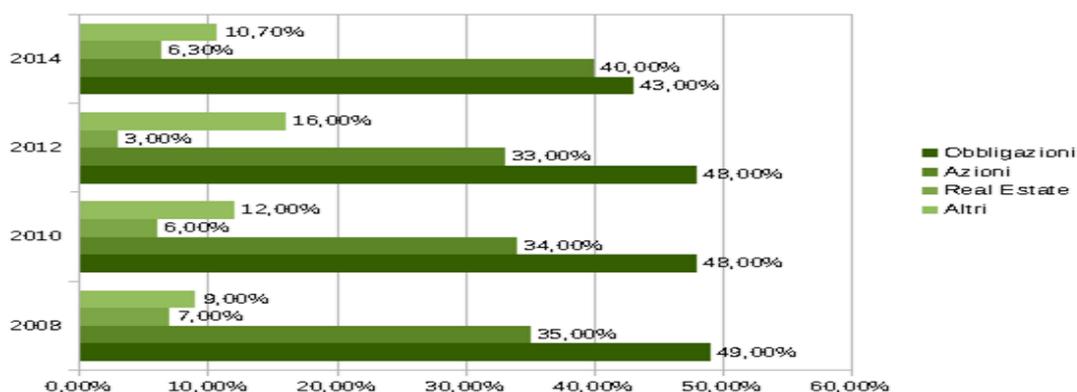
Fonte: Report Eurosif, anni 2010-2014.

L'uso degli altri criteri, come il *Best-in-Class* e il *Sustainability Themed*, è piuttosto limitato nel mercato olandese di oggi. Tuttavia, è interessante evidenziare sia la forte ascesa nell'intervallo

di tempo 2012-2014 per il criterio *Best-in-Class* e due anni prima per il *Sustainability Themed*, grazie quest'ultimo a un piccolo numero di grandi mandati istituzionali. Inoltre, anche se il criterio *Best-in-Class*, come stiamo vedendo oggi, non è tra le strategie preferite degli *asset managers* olandesi, non dobbiamo dimenticarci che negli studi 2003 e 2006 era il secondo criterio più utilizzato, dietro al *Negative Screening*. Per quanto concerne l'*Impact Investments*, con €8.821 miliardi di *asset* sotto gestione, se si paragona con le dimensioni degli altri mercati Europei, vediamo che questa quota risulta la più grande d'Europa, oltre a rappresentare più di un terzo del volume totale.

Tra le altre caratteristiche del mercato olandese, troviamo che l'*asset allocation* riportata nella figura 37, mostra come tradizionalmente le preferenze degli investitori olandesi non siano nel tempo cambiate. Infatti le obbligazioni, composte da titoli di stato e obbligazioni societarie, sono sempre risultate le preferite e nel 2014 la loro quota di mercato era del 43%, seguite a ruota dalle azioni con una quota del 40%. La restante parte del mercato è formata dall'*asset allocation real estate* (6.3%) e questa porzione di mercato se confrontata con quella degli altri mercati Europei, si vede chiaramente come in Olanda riscuota un buon successo. Infine, nella categoria "altri" della figura, vi si include il *venture capital*, *private equity*, *hedge funds* e *commodities* che storicamente hanno sempre ricoperto poco più di un decimo del valore totale di mercato. I numeri degli *asset allocation*, risultano essere un po' diversi se spostiamo l'attenzione al solo mercato SRI *retail* olandese, dove la preferita dagli investitori responsabili olandesi risulta essere quella azionaria con una quota del 52%, seguita dai prodotti bilanciati (27%) e dai prodotti obbligazionari (21%). Tra le altre peculiarità è importante segnalare come nonostante il numero dei fondi SRI *retail* sia diminuito di una unità nel 2014, attestandosi a 51 fondi, gli *asset* sotto gestione sono comunque aumentati del 7% rispetto al 2013, arrivando così a €11 miliardi di *asset*. Questo risultato è frutto dell'alto numero di grossi fondi SRI *retail* all'interno del mercato olandese che inevitabilmente fa innalzare la sua maturità rispetto agli altri mercati Europei.

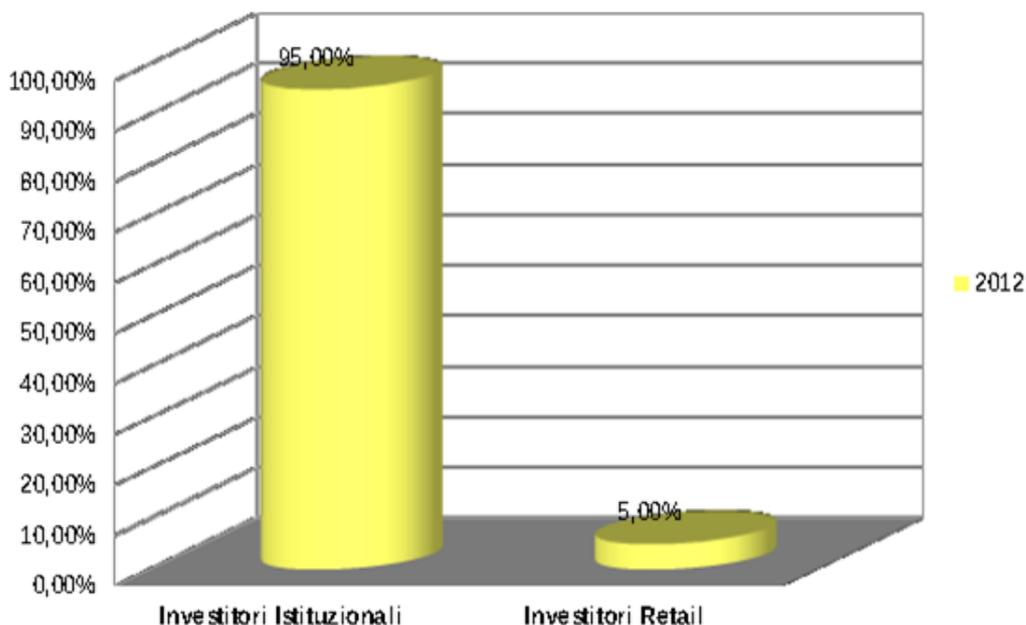
**Figura 37. Asset allocation del mercato SRI olandese dal 2008 al 2014.**



Fonte: Report Eurosif, anni 2008-2014.

In conclusione, sul fronte degli investitori, come possiamo apprezzare dalla figura 38, quelli istituzionali hanno sempre recitato un ruolo da protagonisti rispetto a quelli *retail* e all'interno della prima categoria, i fondi pensione e le compagnie di assicurazione sono sempre risultati i più importanti. Infine, per una maggiore puntualità si segnala come i due più grandi fondi pensione olandesi, ABP e PFZW, insieme ai loro *asset managers*, APG e PGGM, rappresentino quasi la metà degli *assets* sotto gestione.

**Figura 38. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI olandese nel 2012.**



Fonte: *Report Eurosif*, anno 2012.

### 3.3.4 Previsioni future

Il mercato dell'investimento socialmente responsabile in Olanda è ancora in crescita e le ragioni di questo successo sono da ricondurre:

- ❖ alla crescente consapevolezza e domanda dei clienti;
- ❖ un quadro normativo che supporta l'investimento responsabile.

Tra gli *asset managers*, alcuni di loro indicano che lo SRI diventerà ancora più importante, mentre altri affermano che si integrerà completamente con gli investimenti tradizionali e perciò non esisterà più come mercato separato. L'aspettativa di tutti, è che la nuova legislazione svolga finalmente il ruolo di struttura, così facendo al suo interno gli investitori responsabili si potranno muovere sempre più liberamente. Inoltre, l'*Eurosif* nota un crescente interessamento dei cittadini e degli investitori, intorno alle tecniche dell'*Engagement and Voting* e per quanto concerne la strategia dell'*Impact Investing*, sono tutti d'accordo che diverrà sempre più accessibile e visibile nel mercato SRI olandese.

### 3.4 Danimarca

Questo paese viene preso in esame dall'*Eurosif* nei suoi studi SRI dal 2008 al 2012.

#### 3.4.1 Background

Il mercato dell'investimento socialmente responsabile a causa dalla mancanza di *stakeholders* come il governo, le organizzazioni non governative, i sindacati e i *media* ha impiegato del tempo a esprimere il suo vero potenziale. Proprio tra le fila dei *media* lo SRI trovò più ostacoli, visto che nel 1990 si misero a criticare aspramente i primi due fondi pensione che utilizzarono criteri etici nella loro politica di investimento, con la conseguenza di aver scaturito dei timori e delle perplessità agli altri fondi pensione che volevano intraprendere anch'essi questa nuova strada. Inoltre, il mercato SRI danese fu ulteriormente penalizzato dalla *performance* opaca del primo fondo SRI *retail* e questo, come vedremo, non contribuì ad uno sviluppo roseo del settore. A livello generale, queste difficoltà si tramutarono in una poco attraente offerta dei prodotti SRI, con il risultato di avere un mercato poco competitivo rispetto agli altri.

Con il trascorrere del tempo le cose per fortuna sono cambiate e il 2010 viene ricordato per una buona crescita del mercato, grazie in particolare all'introduzione progressiva di più prodotti obbligazionari, come ad esempio titoli di stato e obbligazioni societarie. Oltre a questo, l'investitore responsabile si trovò a scegliere tra prodotti sempre più pensati e adattati alle proprie esigenze. Tra le altre cose, questa ascesa è da ricondurre anche alla nascita del *Dansif*, il forum d'investimento sostenibile danese, che nel novembre 2008, con il sostegno degli investitori istituzionali e alcuni consulenti attivi del mercato venne alla luce. Il suo scopo principale era quello di facilitare gli scambi dei prodotti all'interno del mercato, oltre a promuovere e informare gli investitori sull'investire in maniera etica e responsabile. Nel 2012, il *Dansif* era considerato la rete dello SRI più importante in Danimarca e i suoi membri stavano continuando a crescere e a promuovere la conoscenza di questo nuovo modo di intraprendere la finanza, attraverso indagini e dibattiti tra gli investitori e le organizzazioni non governative.

Queste nuove iniziative portarono, nel solito anno, ad avere quasi tutti i cinquanta più grandi *asset owners* e *asset managers* danesi impegnati in almeno una strategia d'investimento responsabile, oltre a portare sempre più una maggiore apertura e trasparenza tra le loro politiche d'investimento. Inoltre, si segnalano importanti consultazioni tra i Ministri e i rappresentanti degli investitori, con l'intento di promuovere alcune nuove iniziative di legge sul tema dell'investimento socialmente responsabile, anche se al momento non hanno ancora riscontrato molto successo nel paese.

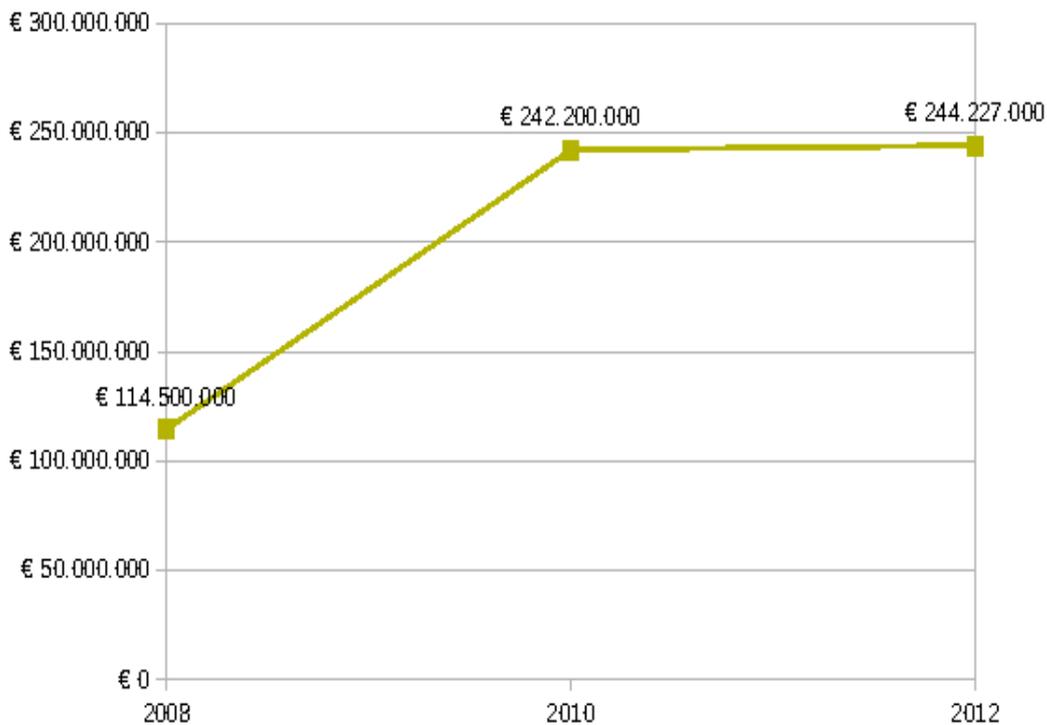
### 3.4.2 Struttura legale

L'*Eurosif* non riesce a procurarsi informazioni riguardo a questa sezione, dato che la Danimarca non ha significative leggi che nel tempo possano aver contribuito in maniera considerevole allo sviluppo del mercato SRI.

### 3.4.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Come possiamo osservare dal grafico 39, proprio nell'intervallo di tempo 2008-2010, grazie all'introduzione del *Dansif* e a prodotti sempre più variegati e pensati su misura per le esigenze dell'investitore responsabile, il mercato registrò una buona *performance* di crescita. Tuttavia, tale fenomeno non venne confermato nei due anni successivi, dove la sua dimensione restò essenzialmente uguale a quella del 2010.

**Grafico 39. Trend evolutivo del mercato SRI danese dal 2008 al 2012.**

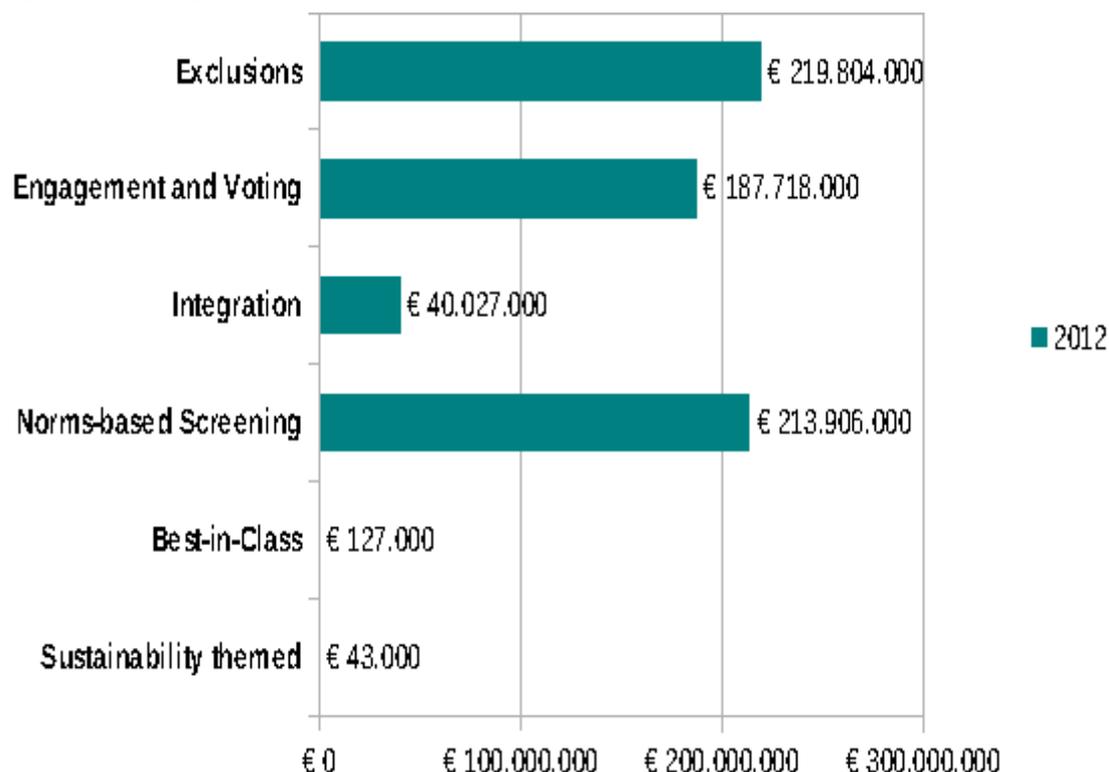


Fonte: *Report Eurosif*, anni 2008-2012.

Spostando l'attenzione alle strategie d'investimento responsabile, in generale la prima cosa importante da evidenziare è che i dati forniti dall'*Eurosif* per questo mercato, non ci permettano di raccontare un trend evolutivo sulle strategie, ma soltanto di commentare una fotografia scattata nell'anno 2012. Come possiamo quindi apprezzare dalla figura 40, il criterio dell'*Exclusions* con €219.804 miliardi è la strategia più utilizzata nel mercato danese e tra i suoi criteri più utilizzati troviamo l'alcol, il tabacco, la pornografia e le armi. Tuttavia, è giusto

evidenziare come tali *screens* negativi, non siano così diffusi sul mercato danese come negli altri paesi del Nord. Nel 2012, questo principio era seguito da vicino dall'approccio *Norms-based Screening* che con €213.906 miliardi era la seconda strategia più utilizzata nel mercato danese e i valori presenti in questa strategia sono essenzialmente fondati sulle convenzioni ILO, sulle linee guida OECD e i contenuti presenti nel *UN-Global Compact*.

**Figura 40. Strategie del mercato SRI danese del 2012.**



Fonte: *Report Eurosif*, anno 2012.

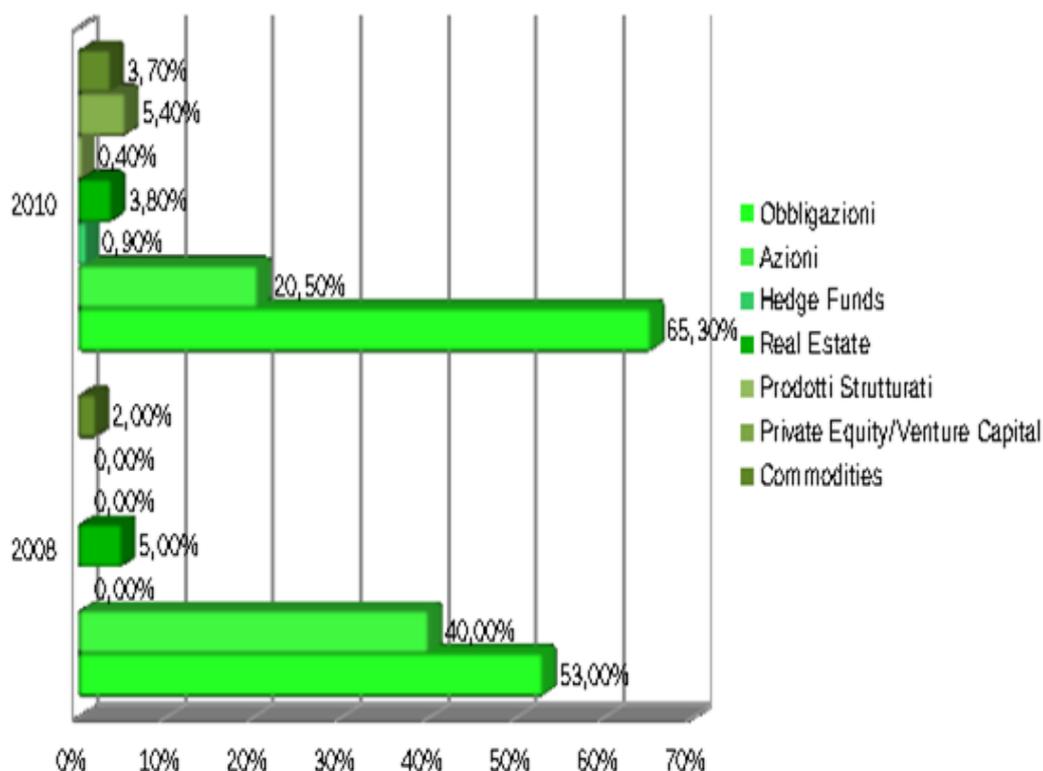
La terza strategia in termini di dimensione è quella dell'*Engagement and Voting*, dove negli ultimi anni sono sorti sul mercato danese diversi modi di interpretazione, poiché gli *asset manager* e *asset owners* stavano utilizzando più maniere per interagire con le compagnie. Per esempio, il 75% di chi a risposto all'indagine del 2012, dichiarava di avere una politica formale sull'*Engagement*, e la maggior parte di loro, la rendeva anche disponibile al pubblico attraverso i loro siti *web*. Infatti, in generale, è giusto sottolineare come molti *asset* e *owners managers* danesi siano molto più trasparenti riguardo alle compagnie che intendono escludere dal loro portafoglio, rispetto a quelli presenti negli altri mercati Europei. Inoltre, tra coloro che avevano risposto, affermavano che si stavano impegnando su un'ampia gamma di questioni, come la *governance*, il sociale e l'ambiente. Infine, dettero prova di utilizzare un insieme di strumenti riconducibili a questa pratica, come ad esempio gli incontri con le compagnie, il voto per delega

e le risoluzioni con gli azionisti e tutti questi modi di interpretare la strategia di *Engagement and Voting*, avevano come obiettivo quello di escludere le compagnie dal proprio portafoglio di investimento, se dopo un certo lasso di tempo i tentativi intrapresi non avevano portato ai risultati sperati. Sempre in questa direzione, le compagnie che producevano e/o vendevano armi controverse, come ad esempio le munizioni a grappolo e le mine anti-uomo erano generalmente escluse dai portafogli di investimento, dato che erano bandite dalle convenzioni internazionali. Rivolgendosi all'*Integration*, vediamo che questa pratica è considerata in misura minore dagli investitori responsabili danesi, anche se molti affermano come questo approccio sia crescente e si stia formalizzando attraverso le organizzazioni di gestione degli *assets*. In conclusione, vediamo come le strategie del *Best-in-Class* e del *Sustainability Themed* siano ancora molto piccole sul mercato e proprio quest'ultimo approccio, iniziò ad essere utilizzato dagli *asset manager* e *asset owners* danesi, con lo studio del 2012.

Tra le altre caratteristiche, l'*Eurosif* segnala come il mercato SRI danese, sia largamente guidato dagli investitori istituzionali, ma i dati disponibili in suo possesso non sono in grado di coprire tutto il campione e per questo ha deciso di non fornire alcun dato in merito.

Dal punto di vista dell'*asset allocation*, vediamo dalla figura 41 come generalmente le obbligazioni abbiano sempre recitato il ruolo da protagonista e nel 2010, rappresentavano il 65.3% del mercato totale. Le azioni, contrariamente alle obbligazioni che hanno riscosso un maggiore interesse nell'intervallo 2008-2010, sono diminuite sensibilmente attestando la loro quota di mercato al 20.5%. La parte rimanente è composta da investimenti alternativi, come gli *hedge funds*, il *real estate*, prodotti strutturati, *commodities*, *private equity* e *venture capital* che nei due anni presi in esame, con l'eccezione del *real estate*, hanno fatto tutte registrare una buona *performance* di crescita. In generale, questo spostamento del mercato SRI a forme di investimento alternative, dove nel 2010 rappresentavano circa il 15% del mercato totale, è un fenomeno vivo anche negli altri Paesi nordici. La situazione cambia drasticamente se spostiamo la nostra attenzione soltanto al mercato SRI *retail* danese, dove dallo studio Vigeo 2014 emerge che l'*asset allocation* preferito dagli investitori responsabili è quello azionario con una quota di mercato che raggiunge il 73% del totale, seguita poi a distanza dai prodotti bilanciati (21%) e da quelli obbligazionari (6%). Una ragione plausibile di tale scostamento può in parte risiedere nel fatto che tra questi dati vi sia trascorso quattro anni e nel frattempo le preferenze degli investitori sono cambiate grazie anche al cessare della crisi economico-finanziaria. Tra le altre peculiarità possiamo affermare che il mercato SRI *retail* danese è ancora oggi una piccola realtà se confrontata con gli altri mercati SRI *retail* Europei, anche se nell'intervallo di tempo 2013-2014 ha messo a segno uno straordinario incremento del 100% sugli *asset* sotto gestione, facendoli così balzare a €1.7 miliardi. Infine, si evidenzia come il 2014 sia stato prolifico anche dal punto di vista delle nuove aperture, dato che con i tre nuovi fondi SRI *retail*, adesso il totale è arrivato a quota 17.

**Figura 41. Asset allocation del mercato SRI danese dal 2008 al 2010.**



Fonte: Report Eurosif, anni 2008-2010.

#### 3.4.4 Previsioni future

I paesi nordici, incluso la Danimarca, per la gestione dei loro *assets* sono tradizionalmente focalizzati sul criterio del *Norms-based Screening* e dell'*Exclusions*. Dando uno sguardo a chi ha risposto all'indagine del 2012, si evince dalle risposte degli intervistati, come essi credano al fatto che anche altre strategie, come ad esempio l'*Integration* e l'*Engagement and Voting* contribuiranno sensibilmente all'evoluzione del mercato. A livello generale, gli *asset manager* e *asset owners* prevedano che in futuro, il mercato possa intraprendere una nuova strada che lo conduca a recitare un ruolo più da protagonista in Danimarca.

### 3.5 Finlandia

Questo paese viene preso in considerazione dall'*Eurosif* nei suoi studi SRI dal 2008 al 2014.

#### 3.5.1 Background

Storicamente sul piano dell'investimento socialmente responsabile, il mercato finlandese non è mai stato sviluppato come gli altri mercati del nord Europa, anche se è giusto sottolineare come l'importanza di prendere in considerazione il mondo SRI, sia aumentato considerevolmente negli ultimi anni. Le cause che hanno portato il mercato finlandese a non esprimere a pieno le

sue vere potenzialità, possono essere ricondotte ad una pressione esterna sempre piuttosto debole da parte dalle organizzazioni non governative e dai *media*. Nonostante ciò, come detto pocanzi, alcuni passi in avanti si sono comunque fatti tra gli investitori, sia istituzionali che *retail*, oltre ad aver istituito nel giugno del 2010 il SIF nazionale finlandese, *Finsif*. Quest'ultimo ha indiscutibilmente acceso maggiormente i riflettori intorno allo SRI e ha fornito una più chiara comprensione e conoscenza delle pratiche esistenti. Il suo obiettivo principale è sempre stato quello di raccogliere e distribuire informazioni sull'investimento responsabile, dato che ha sempre promosso le questioni riguardanti la *governance*, il sociale e l'ambiente nel momento in cui gli *asset managers* e *asset owners* locali erano intenti a considerare la loro gestione d'investimento.

Alla fine del 2013, il *Finsif* aveva quasi 60 membri, il che lo portava ad essere il SIF nazionale con più sottoscrizioni tra i Paesi del nord e questa informazione assume ancora più importanza, se pensiamo che la Finlandia è stato l'ultimo paese nordico a istituire il SIF nazionale. Tra i più importanti sottoscrittori, vi si include i più grandi fondi pensione e *asset managers* finlandesi, oltre ad una grande varietà di altre istituzioni locali come ad esempio i sindacati, le fondazioni e i comuni. L'*Eurosif*, nello studio del 2014 ha stimato che oltre l'80% degli *assets* investiti in Finlandia, tengono in considerazione i principi dell'investire responsabilmente e/o sono investiti dei membri del *Finsif*. Infine, questo straordinario successo è da ricondurre proprio al *forum* nazionale che fin dalle sue origini è stato molto attivo nell'organizzare seminari, assegnare borse di studio e rendere noto il lavoro dei suoi membri.

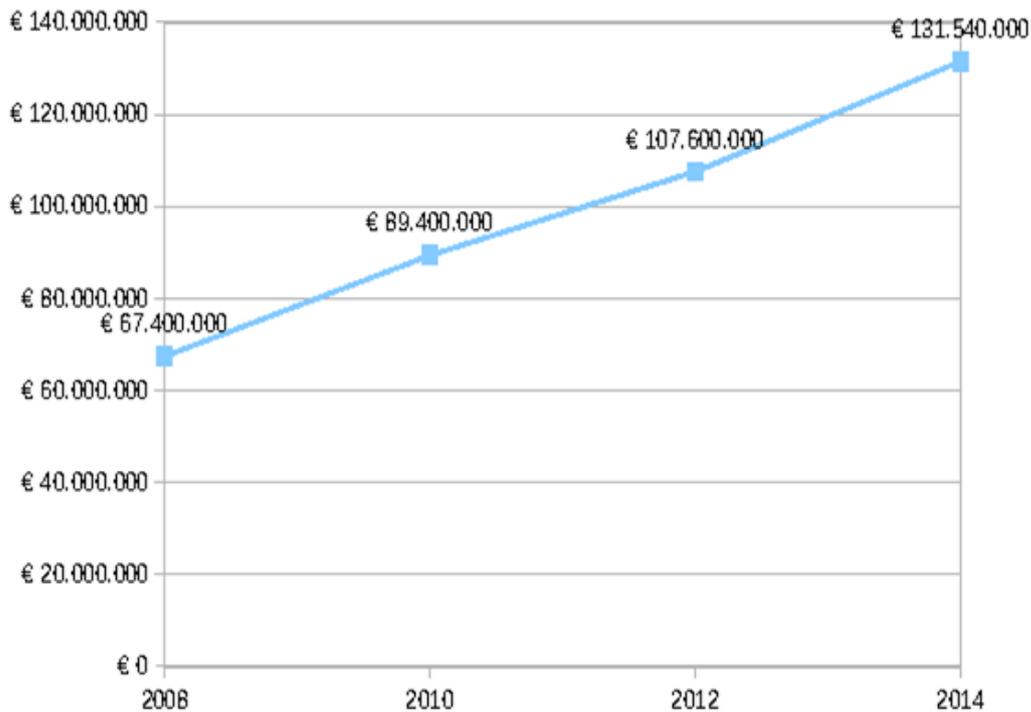
### 3.5.2 Struttura legale

In Finlandia non abbiamo nessuna legislazione specifica riguardante le pratiche dell'investimento socialmente responsabile e, come detto nella sezione precedente, la debole pressione proveniente dalle organizzazioni non governative e dai *media*, non ha certamente contribuito a stimolare il Governo finlandese ad adottare un'adeguata struttura legale. Così facendo, gli investitori istituzionali non sono mai stati messi nella giusta condizione di adottare pratiche SRI, anche se non dobbiamo dimenticare che alcune grandi istituzioni, come ad esempio la *Finnish Pension Alliance* (TELA) hanno recentemente approvato il PRI. Infatti, questo insegna che un fattore chiave per la crescita del mercato SRI finlandese, è sicuramente quello di mettere in grado gli investitori istituzionali e gli *asset managers* locali ad adottare pratiche socialmente responsabili, visto che recentemente hanno manifestato un forte interesse verso lo SRI, come dimostra l'elevato numero dei firmatari del UN-PRI. Inoltre è giusto ricordare che soltanto per l'anno 2014, vi era dieci *asset owners*, ventuno *asset managers* e un fornitore di servizi che lo stavano sottoscrivendo, oltre a risultare a livello generale un numero significativo di aderenti se confrontati con quelli degli altri Paesi del nord Europa.

### 3.5.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Come possiamo osservare dal grafico 42, il mercato SRI finlandese dalla prima rilevazione del 2008 fino all'ultima del 2014 è sempre stato in crescendo. Tuttavia, le sue dimensioni rimangono per il momento ancorate ad un mercato di nicchia se paragonato agli altri mercati Europei.

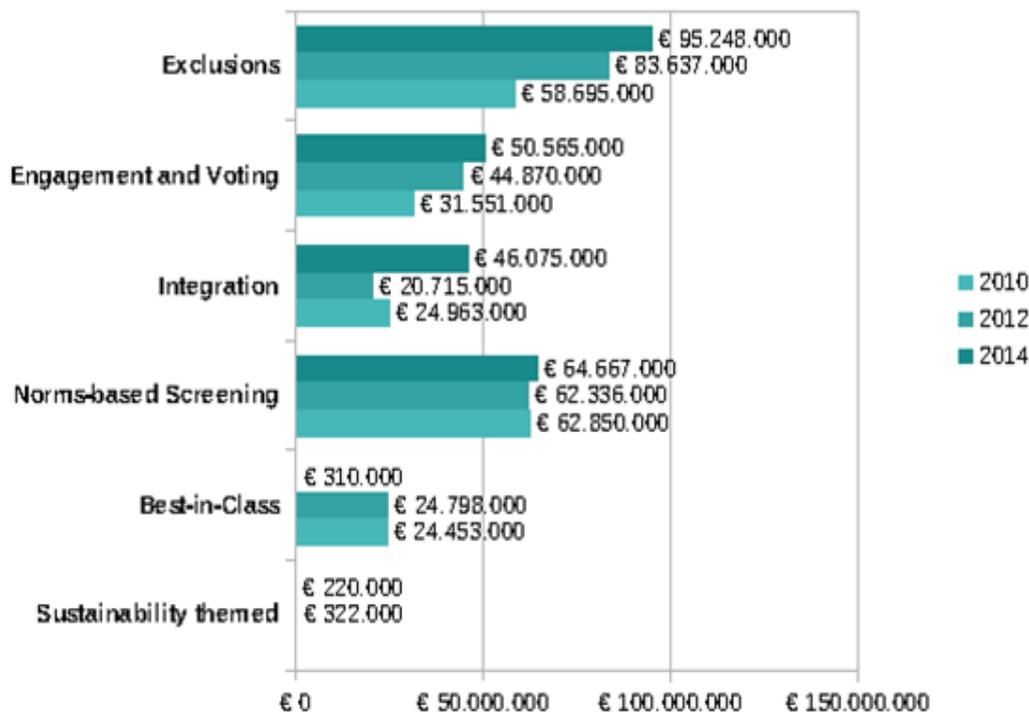
**Grafico 42. Trend evolutivo del mercato SRI finlandese dal 2008 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2008-2014.

Spostando l'attenzione sulle strategie SRI, vediamo dalla figura 43 come tradizionalmente gli approcci più utilizzati dagli *asset managers* e *asset owners* locali siano quelli dell'*Exclusions*, del *Norms-based Screening* e dell'*Engagement and Voting*. Per quanto riguarda l'*Exclusions*, con €95.248 miliardi risulta anche dall'ultima indagine la strategia più popolare in Finlandia e tra i suoi criteri più comuni troviamo il tabacco, la pubblicazione di materiale pornografico, armi controverse come le munizioni a grappolo e/o mine anti-uomo e le questioni legate all'ambiente. Subito dopo, troviamo il *Norms-based Screening* con €64.667 miliardi, una cifra sempre in linea con le dimensioni degli studi precedenti, dove i suoi criteri di selezione hanno sempre poggiano sul *UN Global Compact*, le convenzioni ILO e le leggi nazionali. Al terzo posto in termini di dimensioni, troviamo il criterio di *Engagement and Voting* che negli ultimi anni è sempre andato in crescendo, arrivando nel 2014 a €50.565 miliardi e generalmente è sempre stato condotto da investitori individuali, visto che gli investitori istituzionali sono sempre stati contrari ad adottarlo in maniera collaborativa con le compagnie.

Figura 43. Strategie del mercato SRI finlandese dal 2010 al 2014.



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2010-2014.

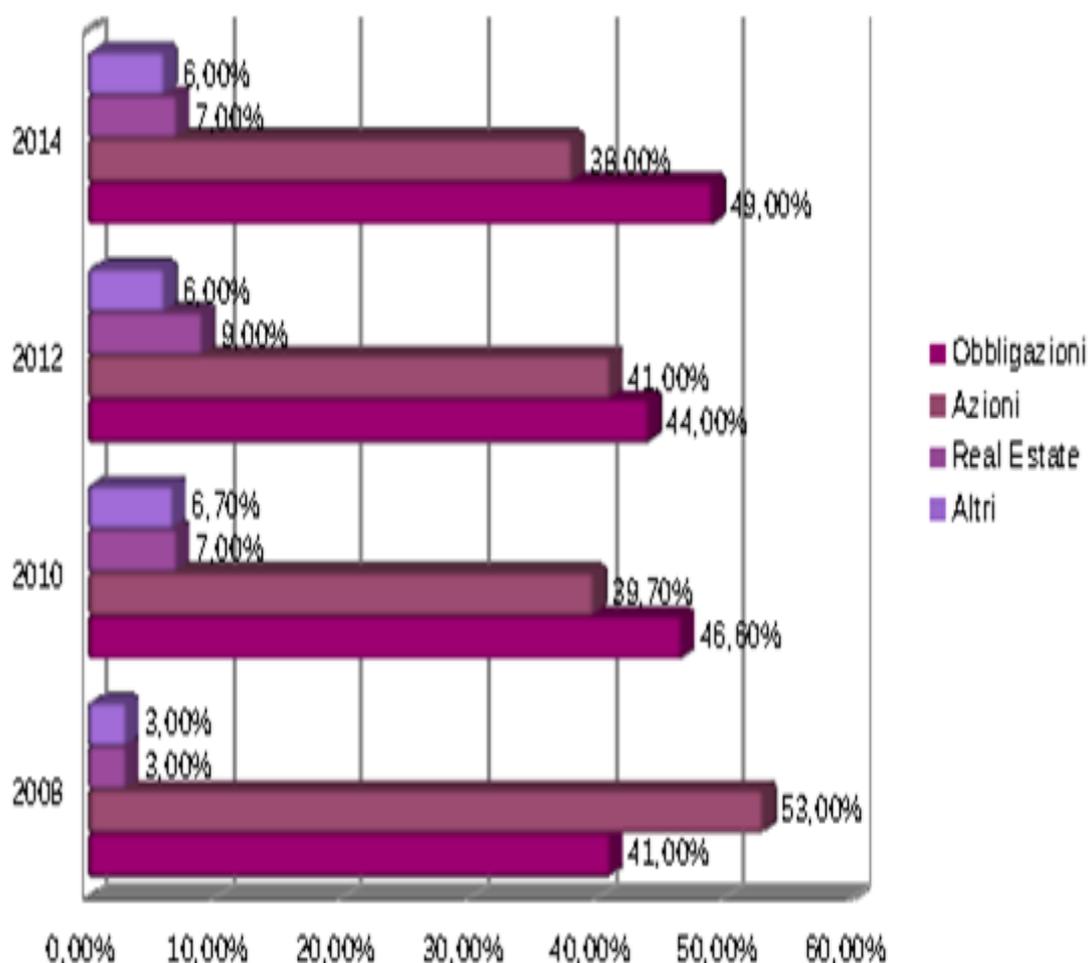
Tra le crescite più rapide del mercato SRI finlandese troviamo il criterio dell'*Integration* che nel periodo 2012-2014 ha più che raddoppiato gli *asset* sotto gestione, un balzo che gli ha permesso di recuperare il terreno perso nei due anni precedenti, dove aveva subito una piccola flessione. Tale aumento, può essere ricondotto all'alta proporzione di firmatari del UN-PRI sul territorio. Per contro il criterio *Best-in-Class*, nell'intervallo di tempo 2012-2014 ha subito un vero e proprio tracollo e questa significativa discesa è in larga misura riconducibile al cambio di strategia di un importante *asset owners* locale. Infine, l'approccio del *Sustainability Themed* non è mai stato molto comune in Finlandia e gli *asset managers* e *asset owners* locali hanno soltanto nel 2010 iniziato a investire in tali fondi, specialmente su tematiche legate alla chimica.

Tra le altre caratteristiche del mercato, l'*Eurosif* segnala come quello finlandese, sia largamente dominato dagli investitori istituzionali, ma i suoi dati disponibili non gli permettevano di avere una copertura completa del campione, per questo motivo ha deciso di non fornire alcuna informazione in merito.

In conclusione l'*asset allocation* preferito in Finlandia, se escludiamo lo studio del 2008 è sempre stato quello obbligazionario, specialmente con le obbligazioni pubbliche e societarie. La sua quota di mercato, nel 2014, era in crescita rispetto all'indagine precedente e ammontava al 49% del totale. A seguire vi erano le azioni che, come accennato pocanzi, nel 2008 rappresentavano l'*asset allocation* preferita dagli investitori finlandesi, poi però negli anni successivi tale quota è diminuita fino ad arrivare al 38%. Tale fenomeno è in parte riconducibile

alla passata crisi economico-finanziaria che ha contribuito al cambiamento delle preferenze tra gli investitori. La restante parte del mercato, come si evince anche dalla figura 44 è stata quasi sempre perfettamente suddivisa tra il *real estate* e la categoria “altri”, dove vi si include i prodotti strutturati, gli *hedge funds*, le *commodities*, il *private equity* e il *venture capital*. Nel 2014, il totale di queste due quota ammontava al 13%, una quota che se confrontata con gli altri Paesi nordici risulta essere molto significativa e questo fenomeno è più che raddoppiato dal 2008. Infine, riguardo agli *asset SRI*, è interessante notare come la maggior parte di essi siano investiti attraverso i fondi *pooled* (72%), mentre la restante parte (28%) attraverso i mandati.

**Figura 44. Asset allocation del mercato SRI finlandese dal 2008 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2008-2014.

### 3.5.4 Previsioni future

Oggi, la situazione della Finlandia si presenta con i mercati azionari che continuano ad essere piccoli e concentrati sia in termini di investitori che di società quotate. Infatti, nel mercato principale ve ne sono soltanto 125 e l'80% del settore è composto dalle tre compagnie più grandi, dove circa €115 miliardi di *asset SRI* sotto gestione sono gestiti solo dai cinque più

grandi fondi pensione, insieme ai cinque più importanti *asset managers*. Quindi, date le seguenti caratteristiche, molti credono che in futuro la strategia di *Engagement and Voting* rimarrà molto apprezzata. Inoltre, come per gli altri Paesi nordici, la Finlandia raggiunge livelli relativamente alti dal punto di vista della moralità, dato che sono all'avanguardia nel campo della corruzione, della libertà di stampa, dell'uguaglianza e delle diversità. Per questo motivo è legittimo pensare che lo sviluppo sostenibile, insieme alla responsabilità aziendale avvenga in modo molto naturale tra gli investitori e questo spiega anche la prevalenza di criteri di *Exclusions* e del *Norms-based Screening* all'interno del mercato stesso.

Secondo molti, per il futuro una sfida chiave per continuare il cammino della crescita è quello di saper offrire prodotti di dimensioni sufficienti ad accogliere la domanda degli investitori istituzionali e il successivo ampliamento di soluzioni e servizi correlati. Inoltre, per una maggiore maturazione, il mercato finlandese dovrà anche continuare a esplorare altri approcci SRI, un processo che per fortuna sembra in atto, poiché come abbiamo avuto modo di vedere nella sezione precedente, il criterio di *Integration* e di *Engagement and Voting* stanno continuando la sua crescita. In conclusione, per tutti questi motivi gli intervistati dell'indagine 2014 sono convinti che il mercato SRI finlandese proseguirà in futuro su questa strada.

### **3.6 Norvegia**

Questo paese viene preso in considerazione dall'*Eurosif* nei suoi studi SRI dal 2008 al 2014.

#### *3.6.1 Background*

In Norvegia, il mercato dell'investimento socialmente responsabile è in salute dall'introduzione del primo fondo ambientale, avvenuta alla fine del 1980 del secolo scorso e risulta anche essere il più grande mercato tra quelli del nord Europa, grazie essenzialmente alla presenza dominante del fondo-globale pensionistico governativo norvegese. Le origini del fondo risalgono agli inizi del 2000, dove la comunità delle organizzazioni non governative iniziò a interrogarsi sulla responsabilità sociale degli *asset managers*, i quali offrivano alcuni prodotti d'investimento insieme ad altri investitori istituzionali che utilizzavano le proprie politiche SRI a piccole porzioni dei loro *assets*. I gestori e gli investitori risposero a queste domande, applicando uno *standard* etico minimo a tutti i loro prodotti e *assets* sotto gestione, così facendo al 31 dicembre 2007, permisero al fondo-globale pensionistico governativo norvegese di avere circa €270 miliardi di *asset* sotto gestione, portandolo ad essere il fondo più grande d'Europa e il secondo più grande al mondo. Le sue dimensioni hanno fatto sì che diventasse un modello di comportamento sia per gli *asset managers* locali che internazionali, come ad esempio le Assicurazioni Generali in Italia. Inoltre, le linee guida e gli approcci d'investimento, si sono sempre ricondotti a quelle del fondo stesso, il quale si è sempre basato essenzialmente sulle

combinazioni delle strategie di *Engagement and Voting*, dell'*Exclusions* e del criterio *Norms-based Screening*. Per contro, la sua dimensione potrebbe rendere più difficoltoso applicare l'investimento sostenibile insieme ad altri obiettivi, come ad esempio il profitto e il rischio, infatti, proprio il risultato di come queste questioni saranno trattate nel futuro, influenzerà gli investimenti socialmente responsabili sul mercato norvegese.

Oggi come ieri, la Norvegia è uno dei paesi che viene considerato dalla maggior parte degli intervistati all'avanguardia nell'investimento socialmente responsabile e questo successo è in parte il frutto della passata crisi petrolifera nel golfo del Messico che mise lo SRI tra le priorità, oltre a puntare i riflettori sul dibattito della responsabilità degli investitori. Inoltre, è importante tenere a mente che oltre al fondo-globale pensionistico governativo, vi sono anche altri *asset managers* norvegesi che in maniera sia individuale che collettiva hanno contribuito alla crescita del mercato SRI in termini di dimensione, ampiezza e profondità. Infine, secondo una recente ricerca commissionata dal *Norsif*, il SIF nazionale norvegese, l'incentivo più importante che spingeva gli *asset owners* e *asset managers* locali ad utilizzare le pratiche SRI era da ricercare nelle convinzioni etiche di ciascun gestore.

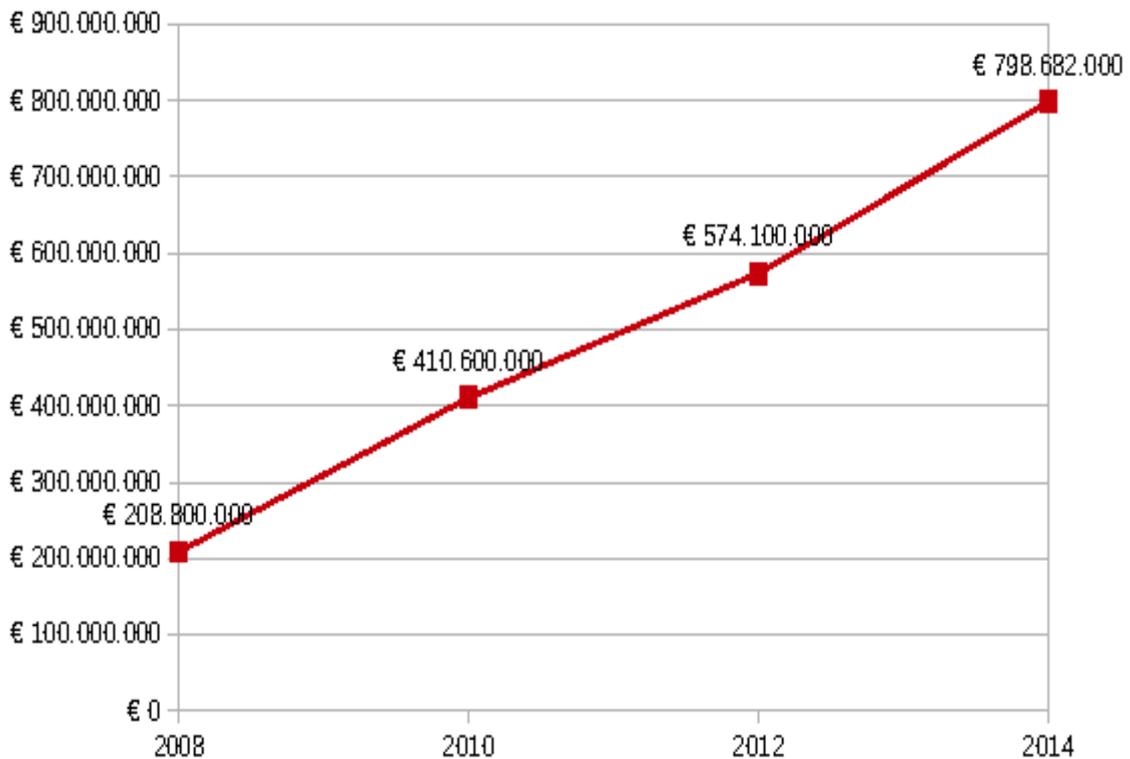
### 3.6.2 Struttura legale

In Norvegia, le pratiche dell'investimento socialmente responsabile non sono disciplinate da alcuna esplicita struttura legale e per questo motivo, tendono a basarsi maggiormente sulle linee guida provenienti dal fondo-globale pensionistico governativo norvegese. Tra le altre cose, i principi dell'investire responsabilmente (PRI) hanno acquisito un punto d'appoggio tra i maggiori operatori del mercato, ma ci sono ancora relativamente pochi firmatari norvegesi e questi risultano essere il numero più piccolo tra i Paesi del nord Europa. Infatti al primo giugno del 2014, solo dieci *asset managers* e *asset owners* avevano firmato l'iniziativa del PRI e questo rende la questione ancora più grave, se si pensa che negli ultimi due anni hanno avuto solo due nuovi firmatari.

### 3.6.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Come possiamo apprezzare dal grafico 45, la dimensione totale del mercato SRI norvegese è sempre andata in crescendo e una ragione chiave di questa continua ascesa è da ricondurre al fondo-globale pensionistico governativo norvegese, i cui *assets* sotto gestione sono, in particolare negli ultimi anni, cresciuti sensibilmente grazie alle buone *performance* dei mercati azionari.

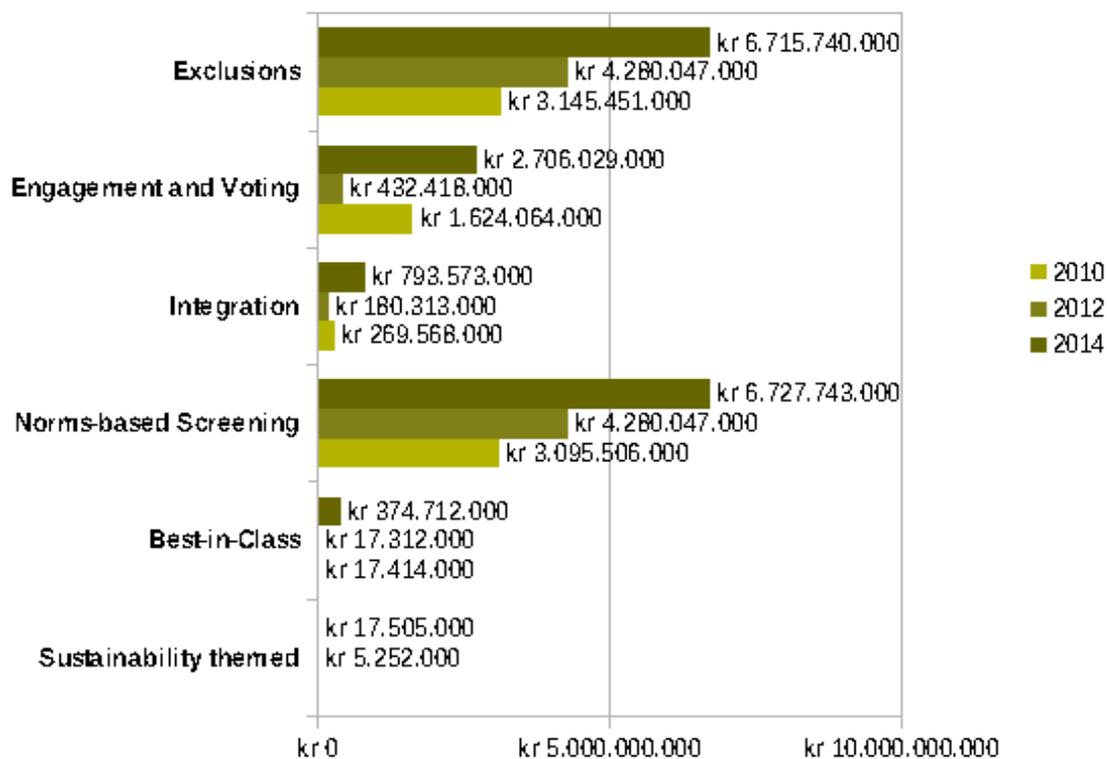
**Grafico 45. Trend evolutivo del mercato SRI norvegese dal 2008 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2008-2014.

Dal lato delle strategie SRI, dobbiamo prima di tutto ricordare che a differenza degli altri Paesi, queste sono nella valuta norvegese e non sono state convertite in Euro per non alterare il confronto con gli altri studi, visto che il tasso di cambio fluttua nel tempo. Quindi, come possiamo osservare dalla figura 46, gli approcci più comunemente utilizzati in Norvegia sono sempre stati i criteri dell'*Exclusions* e il *Norms-based Screening*. Tra i criteri più comunemente utilizzati dalla prima strategia troviamo il tabacco, le armi controverse come ad esempio le munizioni a grappolo e/o le mine anti-uomo, la pornografia e le questioni riguardanti l'ambiente. Dall'ultima indagine è emerso inoltre che molti *assets owners* locali seguono i criteri dell'*Exclusions* del *Norges Bank Investment Management* (NBIM), il quale gestisce il fondo-globale pensionistico governativo norvegese che ultimamente a livello internazionale sta assumendo una posizione attiva ad ampio raggio sul *corporate governance*. Infatti, lavorando caso per caso con gli azionisti, tende a promuovere le linee guida etiche sulle operazioni che le compagnie dovranno svolgere e in questo modo cerca di migliorare la *performance* finanziaria di lungo periodo. Per quanto riguarda, invece, il criterio del *Norms-based Screening*, vediamo che negli ultimi anni, così come è avvenuto per la strategia precedente, è sempre risultato in crescita sul mercato norvegese e i suoi principi sono da ricercare al *UN Global Compact*, le linee guida OECD, le leggi nazionali e le convenzioni ILO.

**Figura 46. Strategie del mercato SRI norvegese dal 2010 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2010-2014.

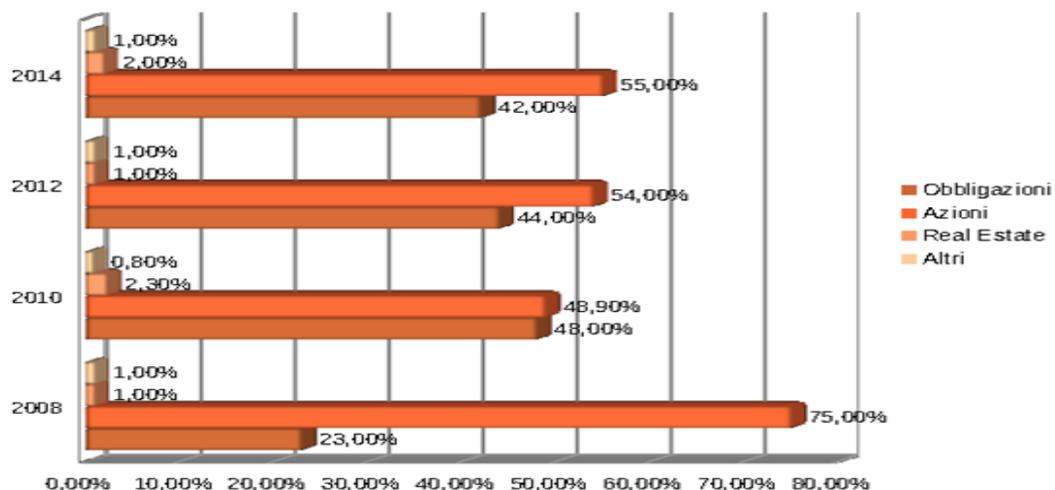
Tra le altre strategie SRI più utilizzate, troviamo il criterio di *Engagement and Voting* che generalmente viene utilizzato dai più grandi *asset managers* e *asset owners* locali, i quali in maniera molto trasparente pubblicano sui loro siti *web* le compagnie prese in considerazione e la strategia che puntualmente gli viene applicata. Per esempio, il fondo-globale pensionistico governativo norvegese persegue, come accennato pocanzi, una politica di azionista attivo e dialoga costantemente con le compagnie, in particolare sulle questioni ESG. Per quanto riguarda l'*Integration*, vediamo che nel periodo 2012-2014 mette a segno una significativa crescita, mostrando così di essere diventato più apprezzato tra gli *asset managers* e *asset owners* locali, oltre a recuperare il terreno perduto nei due anni precedenti.

Infine, pur rimanendo ancora degli approcci poco utilizzati in Norvegia, si segnala un passo in avanti negli ultimi due anni, sia per la strategia *Best-in-Class* che per il *Sustainability Themed*. Guardando al futuro, quest'ultimo approccio ha tutte le carte in regola per intraprendere la via della crescita, visto che il fondo-globale pensionistico governativo norvegese sta iniziando ad investire in fondi tematici, specialmente in energia rinnovabile e gestione delle acque.

Tra le altre caratteristiche, l'*Eurosif* segnala che il mercato SRI norvegese è largamente guidato dagli investitori istituzionali, grazie essenzialmente al fondo-globale pensionistico governativo, ma i dati in suo possesso non gli consentono di avere una copertura totale del campione, per questo motivo ha deciso di non fornire altre informazioni in merito.

In conclusione, la maggior parte delle istituzioni che hanno partecipato alle indagini del *Norsif*, confermavano di investire prevalentemente in azioni e in obbligazioni. Infatti, come possiamo osservare dalla figura 47, il mercato SRI norvegese si è sempre suddiviso in maniera quasi totalitaria tra queste due *asset allocation*. Dal 2008 la quota di mercato delle azioni è un po' diminuita, fino a raggiungere nel 2014 il 55% del totale, per contro quella obbligazionaria, specialmente in obbligazioni societarie, è raddoppiata da quel periodo arrivando così al 42%. Dal punto di vista degli investimenti alternativi, riconducibili sia al *real estate* e alla categoria "altri" della figura, dove vi si include gli *hedge funds*, i prodotti strutturati, il *private equity*, il *venture capital* e le *commodities* vediamo che hanno sempre rappresentato una piccola parte del mercato (3%). Tuttavia, iniziative recenti sono state prese dal fondo-globale pensionistico governativo norvegese per investire in maniera più massiccia tra i prodotti alternativi, in modo particolare sul *real estate*. Infine, una peculiarità rispetto a tutti gli altri mercati Europei risiede nel fatto che la maggior parte di questi *asset allocation* sono investiti fuori dalla Norvegia, visto che il fondo-globale pensionistico governativo investe quasi tutti i suoi *asset* sotto gestione fuori dal paese. Se proviamo a spostare la nostra attenzione soltanto sul mercato SRI *retail* norvegese, vediamo che da un punto di vista dell'*asset allocation* la cosa non si discosta molto da questa. Infatti, dallo studio Vigeo 2014 emerge come l'*asset allocation* preferita sia quella azionaria con una quota di mercato del 58%, seguita dai prodotti obbligazionari (35%), la categoria "altri" (5%) e infine i prodotti bilanciati (3%). Tra le altre caratteristiche è giusto segnalare come il mercato SRI *retail* norvegese sia ancora molto piccolo se paragonato agli altri mercati Europei, anche se rispetto al 2013 ha messo a segno un progresso del 31% sugli *asset* totali sotto gestione e questo incremento porta il totale a €3.4 miliardi. Infine, si evidenzia come il competere di molti attori simili tra di loro faccia in modo che questo mercato risulti essere molto equilibrato tra i suoi fondi SRI *retail* offerti al pubblico, dove per l'anno 2014 ve ne era a disposizione 29.

**Figura 47. Asset allocation del mercato SRI norvegese dal 2008 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2008-2014.

### 3.6.4 Previsioni future

In Norvegia, la maggior parte degli *asset managers* e *asset owners* locali hanno in atto un qualche tipo di politica riconducibile allo SRI e l'uso che ne viene fatto è con ogni probabilità il livello più diffuso tra i Paesi del nord Europa. Negli ultimi anni, il mercato dell'investimento socialmente responsabile ha guadagnato dal punto di vista della sofisticazione, come evidenziato dalle nuove iniziative della Microfinanza. Tra le altre cose, gli intervistati sono convinti che i più importanti *drivers* di mercato per il futuro possano essere la domanda dagli investitori istituzionali e le iniziative a livello internazionale.

Come detto pocanzi, la Norvegia ha altamente sviluppato il mercato delle obbligazioni societarie, specialmente quelle della società *High Yield*, una delle più grandi al mondo e sempre nel solito campo, si presume che tra gli emittenti più importanti ci possano essere più emissioni di *Green Bonds*. Infine, a livello generale si segnala come la strategia di *Integration* sia da tutti vista in crescendo per il prossimo futuro, mentre per quanto riguarda il criterio del *Norms-based Screening*, storicamente uno dei più dominanti sul mercato norvegese, viene visto con un po' di diffidenza, dato che molto probabilmente potrà attraversare un periodo di flessione.

## 3.7 Svezia

Questo paese viene preso in considerazione dall'*Eurosif* nei suoi studi SRI dal 2008 al 2014.

### 3.7.1 Background

Le organizzazioni svedesi sono abbastanza mature quando si arriva a parlare dell'investimento socialmente responsabile e la maggior parte di loro è più di dieci anni che sono attive all'interno di quest'area. Infatti, tutti i più grandi *asset managers* e *asset owners* locali hanno al loro interno, un documento che illustra con precisione le pratiche SRI che vengono svolte. Tuttavia, nei precedenti studi commissionati dal *Swesif*, il SIF nazionale svedese, è stato riscontrato in maniera piuttosto chiara come il più importante incentivo nell'utilizzo di queste pratiche, sia quello di ridurre il rischio di pubblicità negativa. Questo, secondo il *Swesif*, potrebbe indicare che il principale scopo per cui vengono utilizzate sia da ricondurre a fattori esterni, piuttosto che da questioni interne e questo rende il *trend* futuro del mercato SRI svedese più sottoposto a come dall'esterno viene visto, piuttosto che essere pienamente padrone del proprio destino.

Ultimamente, sul mercato svedese si è sviluppato un interesse crescente sul prodotto obbligazionario *Green bonds*, visto che l'ente emittente promuove attivamente uno sviluppo sostenibile nel lungo periodo, oltre a collegare tali investimenti a problemi di sostenibilità. Per questo motivo, negli ultimi anni tale prodotto è passato da una situazione dove soltanto le istituzioni pubbliche svedesi lo emettevano, a diventare un prodotto largamente emesso da un

numero significativo di imprese e questo ha contribuito in maniera significativa a tenere alto l'interesse. Tuttavia, è importante specificare, come tali emissioni, rappresentino ancora una piccola parte delle emissioni totali del mercato SRI svedese.

Infine, come avremo modo di analizzare, una peculiarità sorta recentemente è anche quella che proviene dalle organizzazioni locali, dove la loro attenzione è sempre più focalizzata sulle strategie dell'*Exclusions* e del *Norms-based Screening* nel momento in cui devono prendere le decisioni d'investimento, anche se dobbiamo segnalare come a livello generale, tutti gli approcci siano divenuti più elaborati e sofisticati, grazie al confluire di sempre più risorse all'interno del mercato.

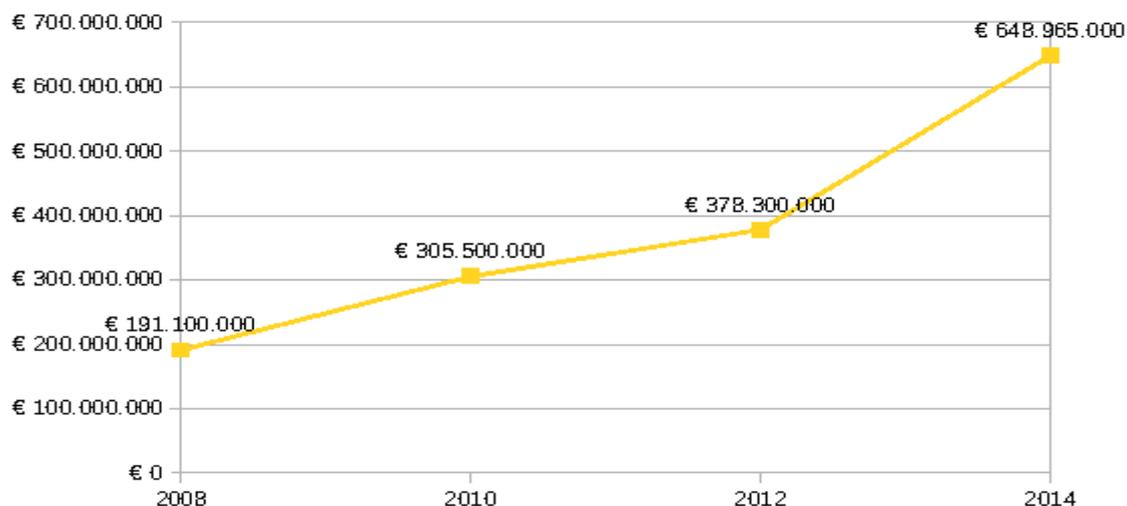
### 3.7.2 Struttura legale

In Svezia, le pratiche dell'investimento socialmente responsabile non sono sorrette da alcuna esplicita struttura legale, ma le loro fondamenta sono poggiate alle iniziative dell'UN-PRI. Infatti, si segnala come al primo giugno del 2014, 38 tra *asset managers*, *asset owners* e *partners* di servizi professionali avevano firmato l'iniziativa.

### 3.7.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Come possiamo osservare dal grafico 48, il mercato dell'investimento socialmente responsabile è per il quarto studio consecutivo in crescita e questo successo è dato dal fatto che sempre più *asset managers* e *asset owners* locali usano le pratiche SRI nelle loro decisioni d'investimento. In questo modo, insieme al *Swesif*, riescono a diffondere tra gli investitori sempre più consapevolezza e prova degli effetti positivi che nel lungo periodo si verranno a creare, grazie all'utilizzo della finanza sostenibile.

**Grafico 48. Trend evolutivo del mercato SRI svedese dal 2008 al 2014.**



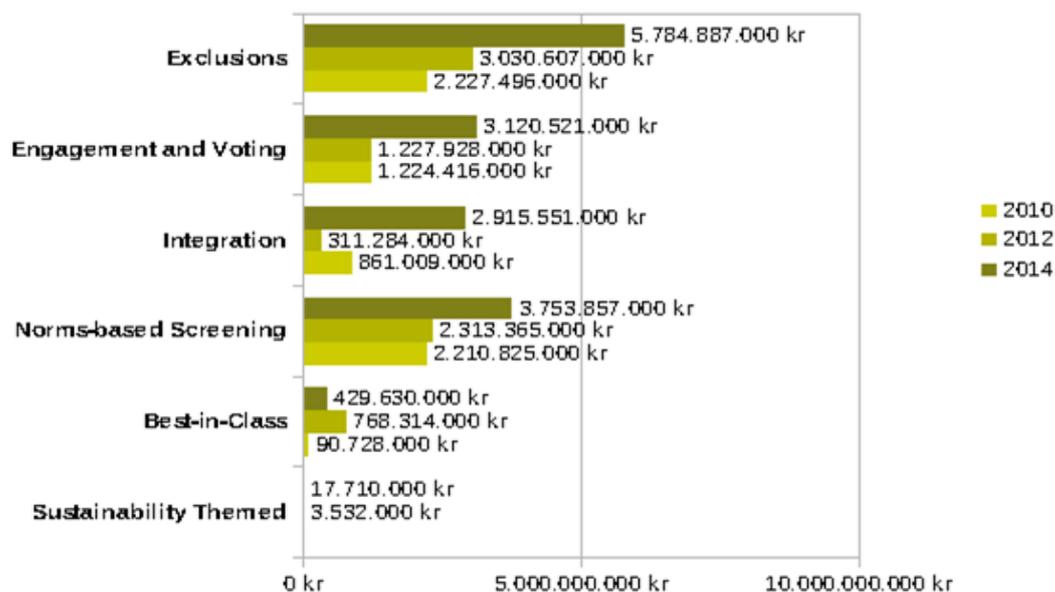
Fonte: *Report Eurosif*, anni 2008-2014.

Dando uno sguardo alle strategie SRI, prima di tutto è giusto sottolineare come l'*Eurosif* abbia lasciato i dati nella valuta svedese, al fine di non alterare i confronti con gli studi precedenti, dato che il tasso di cambio si muove nel tempo. La stessa cosa però, non è stata seguita per il criterio dell'*Impact Investment*, dato che l'indagine del 2014 è stata la sua prima rilevazione e per questo motivo il suo valore è stato riportato in Euro, al fine di conseguire un confronto paritetico con gli altri Paesi Europei che hanno al loro interno tale strategia. Infine, è giusto tenere a mente che gli approcci che vedremo riportati nella prossima figura (49) saranno privi dell'*Impact Investment*, dato che l'*Eurosif*, come accennato pocanzi, fornisce il suo valore unicamente in Euro e per questo motivo risulta incompatibile con gli altri criteri che hanno il loro valore espresso nella valuta svedese.

Dai dati presenti nelle indagini, risulta evidente come il mercato SRI svedese sia sempre stato dominato dalla strategia dell'*Exclusions* e del *Norms-based Screening*. Il primo approccio è sempre risultato essere quello più comunemente utilizzato e i suoi criteri più comuni si riconducano al materiale pornografico, alle armi controverse come le munizioni a grappolo e/o le mine anti-uomo, l'alcol, il tabacco e il gioco d'azzardo. Per quanto concerne il criterio del *Norms-based Screening*, l'*Eurosif* informa che molti *asset managers* e *asset owners* locali lo utilizzano sulla base dei principi insiti del *UN-Global Compact*, al fine di risultare conformi alle norme internazionali. Storicamente, i *leaders* nello sviluppo e adozione di tale strategia sono sempre stati i fondi pensione statali e i fondi AP, in particolare il fondo settimo AP.

Tra le altre strategie più utilizzate, troviamo quella dell'*Engagement and Voting* che se viene confrontata con l'indagine del 2012, vediamo dalla figura 49 come i suoi *asset* sotto gestione siano più che raddoppiati. Questa significativa ascesa è da ricondurre essenzialmente ad alcune organizzazioni del mercato SRI svedese che negli ultimi due anni hanno espresso la necessità di cambiare il modo in cui stavano utilizzando tale strategia, poiché si sono rese conto che la possibilità di sviluppo è maggiore se si apre ad un dialogo costruttivo con le compagnie, invece di semplicemente escluderle. Un esempio, di questo nuovo modo di pensare arriva dal consiglio etico, in particolare da un'iniziativa dei fondi AP che dal 2007 lavorano per un cambiamento positivo in quelle compagnie che non sono conformi alle convenzioni internazionali, alle questioni ambientali, alla corruzione e ai diritti umani. Inoltre, nel 2011, il consiglio etico aveva dialoghi in atto con 126 compagnie e questi furono chiusi con quelle compagnie o che avevano migliorato sensibilmente le loro politiche, o il proprio grado di valutazione, oppure dopo aver speso diverse raccomandazioni nel cessare rapporti con quelle società che loro vi erano in stretta collaborazione, ma che non rispettavano i principi della finanza sostenibile.

**Figura 49. Strategie del mercato SRI svedese dal 2010 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2010-2014.

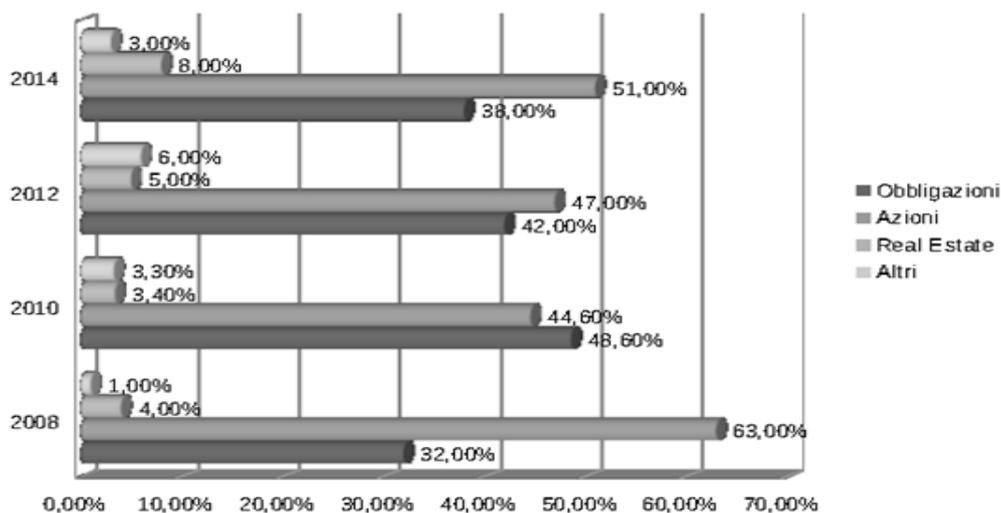
Tra le altre sorprendenti crescite del mercato SRI svedese, troviamo quella del criterio dell'*Integration* e dell'approccio *Best-in-Class*, dove quest'ultima strategia ha avuto così tanto successo grazie a un piccolo numero di investitori istituzionali che negli ultimi anni hanno creato un numero significativo di mandati. Per quanto riguarda il criterio del *Sustainability Themed*, vediamo che è ancora più o meno assente e i suoi primi passi sono iniziati nello studio del 2012. Inoltre, dall'indagine successiva è poi emerso anche l'approccio dell'*Impact Investment* che aveva €1.058 miliardi di *asset* sotto gestione e questa cifra se viene confrontata con quella degli altri Paesi Europei risulta essere abbastanza piccola, anche se ultimamente ci sono stati interessanti sviluppi all'interno di quest'area. Infatti, uno dei più grandi *asset managers* locali ha creato un fondo d'investimento specializzato nella Microfinanza e per questo motivo l'*Eurosif* auspica che nel prossimo futuro, tale strategia possa ricoprire un ruolo più significativo all'interno della Svezia.

Dal lato degli investitori, l'*Eurosif* informa chiaramente come il mercato dell'investimento socialmente responsabile sia largamente dominato dagli investitori istituzionali. Nonostante questo però, i dati in suo possesso non gli consentono di avere una copertura totale del campione e per questo motivo ha deciso di non fornire alcuna informazione aggiuntiva.

In conclusione, dando una sguardo agli *asset allocation*, vediamo dalla figura 50 come le azioni siano quasi sempre risultate le preferite tra gli investitori svedesi, con l'eccezione dello studio del 2010, dove le obbligazioni riuscirono ad avere la meglio per qualche punto percentuale. Oggi, le azioni rappresentano il 51% del mercato totale e l'*Eurosif* segnala come quasi tutte le organizzazioni svedesi investono almeno una parte dei loro *assets* in tale prodotto. Dal lato obbligazionario, sappiamo che gli investitori svedesi apprezzano particolarmente le obbligazioni

societarie e quelle sovrane con la loro quota di mercato che era diventata più importante negli anni più acuti della passata crisi economico-finanziaria, dove gli investitori più prudenti apportavano i loro *assets* in porti più sicuri. Oggi, dove inizia a farsi sempre più concreta l'idea di una crescita economica, i prodotti obbligazionari si sono flessi a discapito di quelli azionari, anche se ricoprono ancora il 38% del mercato. Da un punto di vista degli investimenti alternativi come il *real estate* e la categoria "altri" della figura, dove vi è incluso l'*hedge funds*, i prodotti strutturati, il *private equity*, il *venture capital* e le *commodities* sono dallo studio del 2008 cresciute sensibilmente, raggiungendo così l'11% del mercato totale. A livello generale, questo fenomeno di crescita è come abbiamo più volte sottolineato, un evento che ha abbracciato anche gli altri Paesi del nord Europa, anche se la peculiarità più significativa in Svezia è quella dell'investimento alternativo *real estate*. Infatti, ci sono sempre più *asset managers* e *asset owners* locali che utilizzano tale investimento e la sua quota di mercato è raddoppiata dallo studio del 2008, arrivando a ricoprire l'8% del mercato che è una quota molto significativa se confrontata con quella degli altri Paesi del nord Europa. Focalizzando l'attenzione al solo mercato SRI *retail* svedese vediamo dallo studio Vigeo 2014 come anche in questo caso i prodotti azionari siano l'*asset allocation* preferita dagli investitori responsabili svedesi con una quota di mercato dell'86%, seguita dai prodotti bilanciati (11%) e da quelli obbligazionari (4%). Tra le altre caratteristiche, si segnala come nonostante il 2014 sia stato un anno in cui il mercato ha dovuto subire una chiusura di un fondo SRI *retail*, arrivando così a 40 unità, è riuscito ugualmente ad incrementare del 17% i suoi *asset* totali sotto gestione, portandoli a €7.5 miliardi. Infine, questa parte di mercato mostra al pubblico la sua maturità presentando un numero di attori con *asset* molto simili che offrono sotto ogni punto di vista le loro soluzioni d'investimento.

**Figura 50. Asset allocation del mercato SRI svedese dal 2008 al 2014.**



Fonte: Report Eurosif, anni 2008-2014.

### 3.7.4 Previsioni future

In Svezia, alcuni *asset managers* e *asset owners* credono che gli anni futuri possano essere caratterizzati da un crescente interesse all'interno dell'investimento socialmente responsabile. Infatti, i nuovi sviluppi di mercato arrivati dalle *Green bonds* e da un grado sempre più alto di sofisticazione delle strategie, continueranno a muovere lo SRI nella giusta direzione, fino a farlo diventare sempre più una forma d'investimento *mainstream*. Inoltre, la passata crisi economico-finanziaria ha mostrato alle istituzioni svedesi, l'importanza della trasparenza, della responsabilità e i vantaggi che ne derivano a integrare i criteri di sostenibilità nel processo d'investimento. Così facendo, la *corporate governance* e il cambiamento climatico sono diventati criteri sempre più importanti nel valutare se una compagnia sarà in grado di conseguire nel medio-lungo periodo dei profitti sostenibili.

Inoltre gli intervistati dello studio del 2014, considerano la domanda degli investitori istituzionali il *driver* più importante per l'investimento socialmente responsabile nei prossimi tre anni, seguito dalle pressioni esterne da parte dei *media*, delle organizzazioni non governative e dei sindacati. Infine, il fatto che le imprese stiano emettendo sempre più obbligazioni *Green bonds*, probabilmente darà un'ulteriore spinta ai prodotti obbligazionari, anche se è giusto ricordare come la loro dimensione all'interno del mercato svedese, sia ancora molto piccola.

## 3.8 Regno Unito

Questo paese viene preso in considerazione dall'*Eurosif* nei suoi studi SRI dal 2003 al 2014.

### 3.8.1 Background

Il Regno Unito è ampiamente riconosciuto come il *leader* indiscusso nella finanza sostenibile e responsabile, dato che gli *asset managers*, le banche d'investimento, gli annessi consulenti e le case di ricerca indipendenti hanno un grado di competenza molto elevato all'interno di quest'area. Inoltre, nel passato questo paese ha ricoperto anche il ruolo di pioniere nel commercio del carbonio e per questo motivo oggi tutti considerano il suo mercato uno dei centri più importanti in Europa. Tra le sue strategie, si segnala come il nuovo criterio dell'*Impact Investment* sia sempre più apprezzato, poiché il grado di specializzazione tra le organizzazioni locali si sta innalzando e per loro questa è sicuramente una nuova sfida, dato che le strategie più tradizionali come l'*Engagement and Voting* e l'*Integration* sono considerati dalla maggior parte degli investitori, ormai approcci tradizionali. Come vedremo qui di seguito, tutto questo è il frutto di duri anni di lavoro. Infatti, basti pensare che nel 2008, l'*UKSIF*, il SIF nazionale del Regno Unito, organizzò con cadenza annuale la prima "Settimana d'Investimento Etico Nazionale", con l'obiettivo principe di rendere gli investitori maggiormente consapevoli del nuovo modo di intendere la finanza, oltre ad evidenziare tutti i vantaggi che avrebbero potuto

ottenere, utilizzando l'investimento socialmente responsabile nella gestione dei loro *assets*. Con questa iniziativa l'*Eurosif* scoprì che la metà degli investitori non era soltanto interessata a conseguire delle plusvalenze, ma dov'era possibile anche ad apportare un beneficio nel lungo periodo, conseguendo così nel tempo uno sviluppo sostenibile. Per questo motivo, dove vi era la possibilità, gli investitori inglesi cercavano delle soluzioni che potessero contenere entrambe le esigenze. Negli anni successivi, visto il successo che riscosse la Settimana SRI nel Regno Unito, questa fu riprodotta in molti altri paesi e così facendo oggi il suo interesse è riconosciuto in modo trasversale dal nord al sud dell'Europa.

All'interno di questo paese, oltre al già menzionato *UKSIF*, sono presenti anche altre significative organizzazioni come ad esempio i principi del UN-PRI, il progetto di trasparenza sul carbonio e il gruppo degli investitori istituzionali sul cambiamento climatico. Infatti, il combinarsi di questi gruppi ha sempre permesso al Regno Unito di essere sempre un passo avanti rispetto agli altri paesi Europei e nel 2010 di festeggiare il decimo anniversario dall'introduzione della prima regola SRI, dove si richiedeva ai fondi pensione occupazionali di essere trasparenti nel momento in cui dovevano attuare le loro politiche. Oggi, per la stragrande maggioranza degli intervistati dall'*Eurosif*, questo segnò un passo importante verso l'ampia accettazione dello SRI e a conseguire sempre più un investimento che guardasse al lungo periodo per realizzare nel tempo uno sviluppo sostenibile.

Al fine di comprendere fino in fondo le potenzialità di questo paese, è giusto snocciolare anche alcuni numeri estrapolati dagli studi dell'*Eurosif*, dov'è emerso come i suoi *asset managers* locali hanno in gestione più di €4.6 trilioni, comprensivi sia di *assets* presenti all'interno del Regno Unito che quelli dei clienti oltremare. Inoltre, la finanza SRI svolta a livello personale ha più di 30.000 membri, incluso più di 3.000 promotori finanziari iscritti all'albo e sempre all'interno del paese abbiamo più di 60 banche d'investimento, di case di ricerca, di fornitori di consulenza e altri servizi che sono da catalogare come membri dell'*UKSIF*. In conclusione, si segnala anche come la fotografia scattata dall'*Eurosif* nel luglio del 2012, mostrasse come il 13% dei firmatari dell'UN-PRI (139 su 1.085) venissero dal Regno Unito e questa cifra lo portava ad avere il primato a livello Europeo e tale fenomeno è destinato a continuare anche nel prossimo futuro, dato che i firmatari presenti nelle fila degli *asset managers* ebbero una crescita quasi del 50% dall'estate del 2010.

### 3.8.2 Struttura legale

Nel Regno Unito, la struttura legale per l'investimento socialmente responsabile poggia le sue basi nei seguenti punti:

1. Gli schemi di pensione occupazionale che furono introdotti dal Parlamento inglese nel 1999 ed entrarono legalmente in forza l'anno successivo, anche se poi il regolamento fu ripubblicato una seconda volta nel 2005. I loro effetti ricadono essenzialmente sui fondi

pensione occupazionali, dove gli veniva richiesto di essere trasparenti nell'attuazione delle loro politiche d'investimento, nel momento in cui dovevano dichiarare i principi sui quali i suoi investimenti si sarebbero poggiati. Tale richiesta venne poi successivamente estesa ai prodotti pensionistici degli *stakeholders* e agli investitori catalogati sotto la classe di enti benefici.

2. Atto delle compagnie che furono introdotte nel 2006 dal Parlamento inglese, anche se per il momento non è ancora stato attivato. Infatti, quando questo atto legislativo primario riuscirà a vedere la luce, i suoi effetti ricadranno sulle compagnie e sugli investitori istituzionali e così facendo permetterà che il voto nelle assemblee generali non sia più vincolante alla relazione della remunerazione. Inoltre, tra gli altri benefici, porterà anche trasparenza nella registrazione di voto.
3. Codice di *corporate governance* inglese che fu introdotto alla fine del 2010 e questo codice volontario fece ricadere i suoi effetti sulle società, in particolare su quelle quotate. Il suo regolamento si basa sulla trasparenza di conformità che poggia la sua base di principio sulla clausola “adeguati o spiega”.
4. Codice di amministrazione inglese che fu introdotto nel 2010 e gli effetti di questo codice volontario ricadono sugli *asset managers*, *asset owners* e fornitori di servizi. Al suo interno, troviamo delle norme di buona condotta sull'attuazione della strategia di *Engagement* con le compagnie, dove si dialoga sulle questioni come ad esempio il conflitto d'interesse e il *reporting*, oltre a fornire un'obbligatoria trasparenza di impegno sul codice di amministrazione sulla base del principio “adeguati o spiega”.
5. “Questioni d'investimento e enti benefici” (CC14) che fece la sua introduzione nel 2011 grazie alla commissione degli enti benefici. I suoi effetti ricadono interamente su tali enti, poiché questa regola ha il potere di guidarli attraverso la gamma degli approcci d'investimento responsabile, incluso i rischi ESG.

Inoltre, è interessante segnalare come, nel giugno del 2012, il Governo inglese propose delle misure aggiuntive sulla relazione obbligatoria dell'emissioni di gas a effetto serra, provenienti dalle società quotate e il mese successivo fece la sua comparsa sul mercato azionario inglese, un importante studio indipendente che pubblicò delle importanti analisi e raccomandazioni. Infatti, questa indagine dal nome “la rivista *Kay* dei mercati azionari e del processo decisionale a lungo termine” fu commissionata dal Governo inglese e condotta dal professor *John Kay*, dove esaminò dettagliatamente i meccanismi del controllo aziendale, la responsabilità che i mercati azionari inglesi offrivano e compilò sulle aziende inglesi un resoconto del loro impatto in termini di *performance* competitiva a lungo termine.

Nella relazione del professor *Kay* si afferma come i mercati azionari inglesi non siano così efficaci come invece avrebbero dovuto essere sul loro scopo principale, ovvero quello di migliorare la *performance* a lungo termine delle compagnie inglesi. Tale studio ebbe un ampio

consenso tra gli operatori del mercato, grazie al seguente punto di vista: “il breve termine, principalmente causato da un disallineamento degli incentivi all’interno della catena dell’investimento, era diventato un grave problema che doveva essere affrontato”. A tale proposito, la rivista identificò una gamma di misure iniziali per affrontare questo tipo di sfida, anche se il professor *Kay* affermò chiaramente come il suo obiettivo principe fosse quello di incoraggiare un cambiamento di filosofia e di cultura. Infatti, in questo modo credeva di poter tornare a delle relazioni di fiducia e di confidenza nella catena dell’investimento, oltre a diminuire tra gli investitori la cultura del *trading* e delle transazioni di breve periodo. Nel far questo, il professor *John Kay*, introdusse la sua relazione enfatizzando l’importanza di dare incentivi alle persone a fare “la cosa giusta”, piuttosto che aspettare regole prescrittive per lavorare in situazioni, dove gli incentivi commerciali gli avrebbero condotti a fare “la cosa sbagliata”. Tra le raccomandazioni pubblicate della rivista, l’*Eurosif* riporta all’interno dei suoi studi quelle che dal suo punto di vista sono le più significative:

1. I regolatori dovrebbero richiedere a tutte le parti della catena dell’investimento un minimo *standard* fiduciario, al fine di poter esercitare le loro responsabilità d’investimento. Inoltre, gli accordi contrattuali che si prevede di operare ad uno *standard* più basso, dovrebbero essere vietati.
2. Al fine di aiutare i fiduciari e i loro consulenti, si dovrebbe richiedere alla Commissione Legale inglese di rivedere nell’applicazione dell’investimento i concetti legati al dovere fiduciario.
3. Gli amministratori della società, come ad esempio gli *asset managers* e i titolari di *assets* dovrebbero adottare dichiarazioni di buone pratiche per promuovere lo sviluppo della gestione a lungo termine. Inoltre, accanto ai cambiamenti per la remunerazione aziendale, egli dovrebbero allineare la remunerazione del loro personale con gli interessi e le scadenze dei loro clienti, piuttosto che tenerle collegate alla *performance* del *benchmark*.
4. Si dovrebbe eliminare l’obbligo dei requisiti nelle relazioni aziendali trimestrali.
5. Si dovrebbe istituire un *forum* degli investitori, al fine di facilitare l’impegno collettivo da parte degli stessi nelle compagnie inglesi.

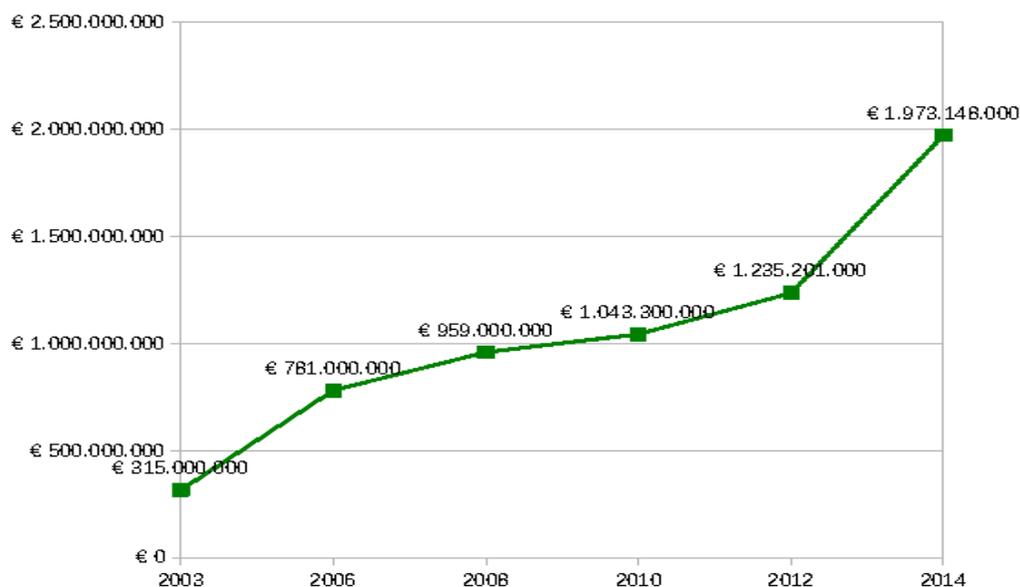
Queste raccomandazioni avanzate dalla rivista *Kay*, riecheggiano i punti di vista di molti operatori dell’investimento socialmente responsabile, incluso: la visione di allineare gli incentivi di gestione con quelli dei clienti, una maggiore focalizzazione sulla *performance* a lungo termine e incoraggiare la prospettiva del dovere fiduciario che vada oltre ai profitti di breve periodo. L’insieme di questi aspetti, così come quelli elencati precedentemente, portano questa rivista ad avere un ruolo di primo piano, tant’è che qualche operatore del mercato ha ipotizzato un paragone con lo studio *Cadbury* del 1992 che gettò le basi per migliorare le pratiche internazionali sui consigli di direzione. Con questo auspicio, la rivista *Kay* potrebbe,

nel tempo, ripercorrere tali orme e gettare oggi le fondamenta sulla questione del comportamento degli azionisti istituzionali. Infatti, l'enfasi del professore, insieme all'analisi e all'approccio sono più significativi dei dettagli e di qualsiasi raccomandazione. Per questo motivo, anche se non c'è un consenso unanime a tutte le sfaccettature dello studio, questo è supportato da un'ampia platea di commentatori e questo lascia pensare che se anche il professor *John Kay* si è focalizzato sul mercato inglese, la portata della sua indagine insieme alla natura globale dei mercati porterà una risonanza che farà eco in ogni parte del mondo.

### 3.8.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Il grafico 51 mostra come il mercato dell'investimento socialmente responsabile inglese sia sempre andato in crescendo e i suoi *asset* sotto gestione sono in ogni indagine dell'*Eurosif* cresciuti fino a raggiungere €1.973.148 miliardi, un valore che porta questo mercato ad essere il più grande d'Europa. Tale successo è il frutto di un lavoro attento e meticoloso da parte del SIF nazionale, di tutte le iniziative che vi sono all'interno del Regno Unito e dell'idea nata nel 2008 di organizzare la prima Settimana d'Investimento Etico Nazionale che visto il successo riscontrato all'interno del paese, oggi è presente anche in molte altre parti d'Europa. Per questo motivo, l'insieme di questi fattori hanno permesso di raggiungere agli investitori inglesi un livello di conoscenza e consapevolezza sullo SRI, talmente sviluppato che oggi molti lo considerano un investimento *mainstream*.

**Grafico 51. Trend evolutivo del mercato SRI inglese dal 2003 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2003-2014.

Dando uno sguardo alle strategie presenti nel Paese, prima di tutto è giusto ricordare come i suoi dati siano rimasti in *Sterline*, al fine di poter avere lo stesso metro di valutazione con i

precedenti studi, visto che il tasso di cambio si muove nel tempo. Come per la Svezia, anche in questo caso il criterio dell'*Impact Investment* fa eccezione, dato che è stato per la prima e unica volta riportato dall'*Eurosif* nello studio del 2014 e per questo motivo è stato pubblicato soltanto in Euro, al fine di avere un confronto paritetico con gli altri Paesi Europei. Per queste ragioni, la successiva figura (52) avrà i dati delle strategie in Sterline e sarà priva del criterio dell'*Impact Investment*, dato che avendo una valuta differente, risulterebbe essere incompatibile.

Le origini delle strategie, risalgono allo studio del 2003, dove vi era presente il criterio dell'*Engagement* e quello dello *Screening* che comprendeva al suo interno sia un *Screen* negativo che positivo. Questi due approcci, spesso venivano anche combinati insieme dagli *asset managers* e *asset owners* locali e il criterio dello *Screening* veniva utilizzato con l'intento di includere o escludere titoli e/o azioni dai portafogli di investimento delle compagnie, per motivi riguardanti le questioni ambientali, sociali e etiche (SEE). Generalmente, lo *Screening* negativo veniva utilizzato dalle organizzazioni locali per escludere azioni inaccettabili dal portafoglio delle compagnie in cui avevano deciso d'investire, mentre lo *Screening* positivo veniva utilizzato per selezionare le compagnie che all'interno del settore desiderato, avevano delle *performance* superiori in termini di questioni SEE. Lo *Screening* negativo era tipicamente una metodologia utilizzata dagli investitori istituzionali, in particolare dalle chiese e enti benefici che al loro interno avevano rigidi criteri di selezione. Per quanto concerne invece, il criterio dell'*Engagement* questo era un processo attraverso cui gli *asset managers* e/o *asset owners* che lo utilizzavano, cercavano attraverso il dialogo e/o voto nelle annuali assemblee generali di migliorare la *performance* delle compagnie. Anche in questo caso, tale approccio veniva tipicamente utilizzato dalle chiese e enti benefici che oggi come ieri hanno sempre ricoperto un ruolo predominante all'interno del mercato inglese.

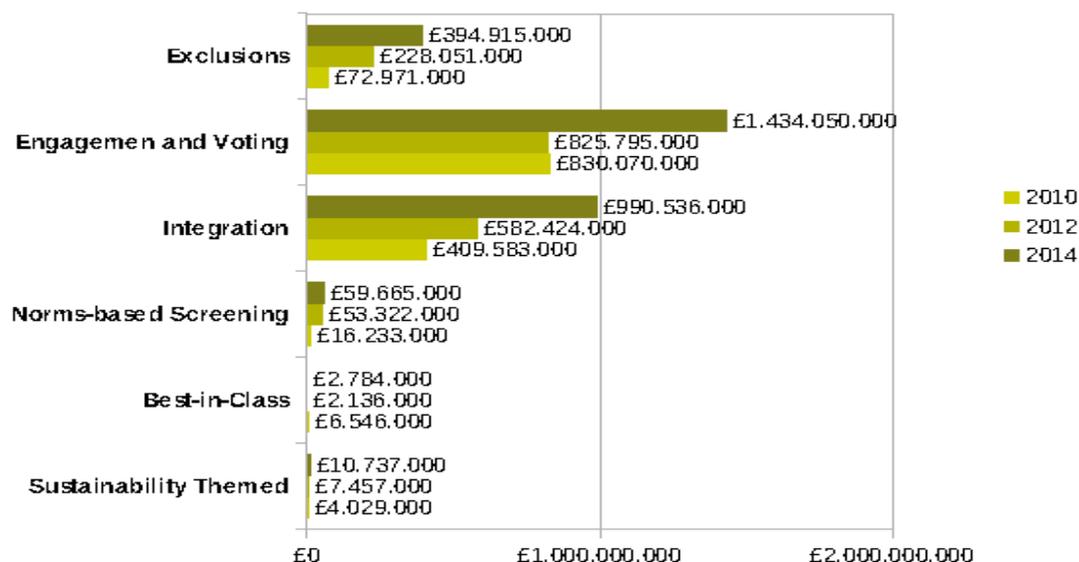
Oggi, la strategia più praticata all'interno del Regno Unito continua ad essere quella dell'*Engagement and Voting*, dove nello studio del 2014 è arrivata a ricoprire un £1.434 trilioni di *asset* sotto gestione, oltre a sperimentare nell'intervallo di tempo 2012-2014, una crescita in termini di CAGR del 31.8%. Fin dalla sua introduzione, il suo successo è da ricondurre ai grandi *asset owners* che hanno sempre avuto la convinzione che questo approccio fosse il miglior modo per istruire i propri *managers* a votare nelle assemblee generali. Infine a livello generale, come sottolineato pocanzi, gli *asset managers* e *asset owners* locali che utilizzano l'*Engagement and Voting*, si sono sempre impegnati in un costante dialogo con le compagnie in cui intendevano investire, oltre ad utilizzare strumenti come il diritto di voto nelle assemblee generali, il monitoraggio del comportamento aziendale e dove risultava necessario ricorrevano ad un intervento.

Storicamente, il secondo criterio più utilizzato è sempre stato quello dell'*Integration* e l'ampio utilizzo da parte delle organizzazioni inglesi risiede nel fatto di prendere in considerazione le questioni ambientali, sociali e di *governance* al momento in cui si decide in quali compagnie

investire, al fine così di realizzare dei rendimenti finanziari migliorati, oltre ad una migliore gestione del rischio, come ad esempio quello reputazionale. Subito dietro, troviamo il criterio dell'*Exclusions*, dove dallo studio del 2010 ha inanellato una serie di crescite consecutive che lo hanno portato ad avere £394.915 miliardi di *asset* sotto gestione. Questo fenomeno di ascesa riflette l'accettazione da parte delle organizzazioni inglesi sulle convenzioni internazionali, come ad esempio la messa al bando delle mine a terra. Generalmente, questo criterio è utilizzato dagli investitori istituzionali, in modo particolare dalle chiese e dagli enti benefici, anche se ultimamente è stato preso in considerazione anche dagli investitori *retail*. Nonostante questo però, l'*Eurosif* tiene a precisare che su questa strategia, i lettori non devono giungere a conclusioni affrettate, visto che il suo tasso di crescita è il risultato di due importanti *asset managers* locali e non il frutto di un *trend* di mercato più ampio.

Come possiamo apprezzare dalla figura 52, il criterio del *Norms-based Screening* risulta dall'ultimo studio dell'*Eurosif* avere poco meno di £60 miliardi di *asset* sotto gestione e l'approccio del *Best-in-Class* ha un volume di soli £2.784 miliardi. Queste due cifre se le paragoniamo al volume totale del mercato SRI inglese, vediamo che risultano essere molto marginali e la stessa cosa se le confrontiamo con i dati degli altri mercati Europei. Infatti, questa particolare peculiarità del mercato, risiede nella cultura degli investitori inglesi che storicamente hanno sempre preso poco in considerazione tali criteri, nonostante, come abbiamo avuto modo di apprezzare, hanno un elevato grado di conoscenza e consapevolezza dello SRI.

**Figura 52. Strategie del mercato SRI inglese dal 2010 al 2014.**



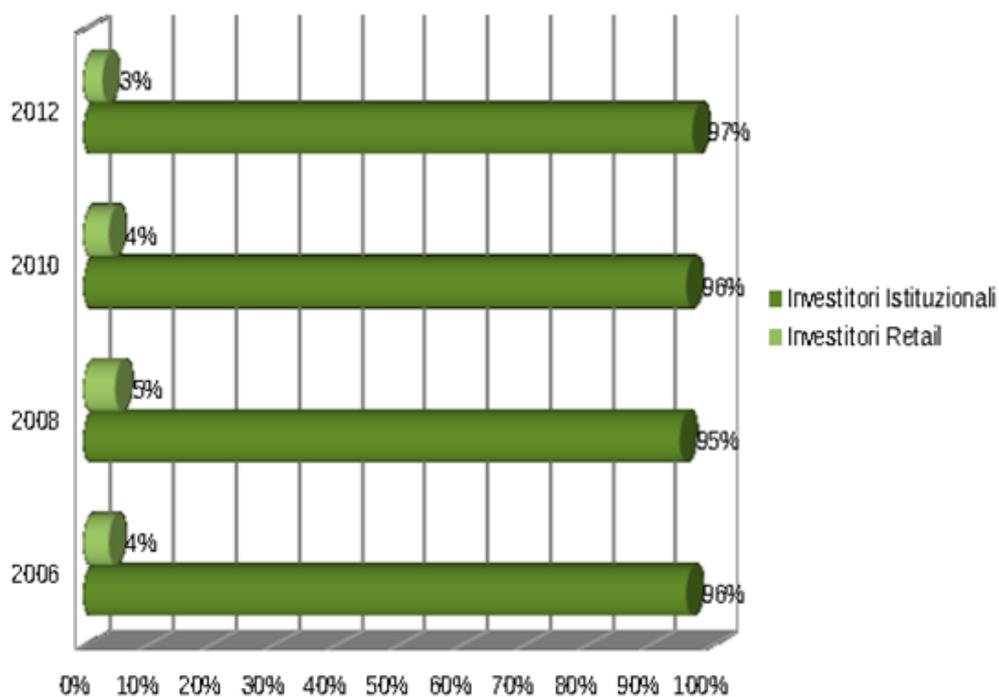
Fonte: Report Eurosif, anni 2010-2014.

Tra le altre strategie, troviamo quella del *Sustainability Themed* che continua a far registrare interessanti tassi di crescita, anche se il suo utilizzo continua ad essere poco incisivo all'interno

del mercato SRI inglese, poiché i suoi *asset* sotto gestione arrivano a £10.737 miliardi. Tuttavia, l'*Eurosif* tiene a precisare come questa cifra, non tenga in considerazione alcuni fondi tematici popolari che sono presenti tra gli investitori *retail* inglesi, poiché sono gestiti in Svizzera. Per tale ragione, questa è la sola strategia SRI, dove c'è prova evidente che seguire soltanto gli *assets* gestiti all'interno del paese abbiamo in realtà una sottorappresentazione della sua domanda. Inoltre, è giusto ricordare come tra le tematiche più trattate all'interno del Regno Unito, si possa trovare fondi basati sugli stili di vita sani e il passaggio ad una economia a basso carbonio. Infine, per quanto riguarda il criterio dell'*Impact Investment*, l'*Eurosif* tiene a precisare come passo dopo passo anche questa strategia stia emergendo come una ulteriore tecnica d'investimento nel panorama inglese. Infatti, nell'ultima indagine del 2014, i suoi *asset* sotto gestione arrivavano a €1.400 miliardi, grazie a investimenti focalizzati sul tema della microfinanza, sulle imprese di comunità e in tutte quelle aree dove l'impatto sociale e/o ambientale sull'investimento è visto come un beneficio diretto, indipendentemente dal rendimento finanziario che vi si può trarre da quel tipo di operazione.

Per quanto concerne il lato degli investitori, come possiamo apprezzare dalla figura 53, gli investitori istituzionali hanno sempre ricoperto un ruolo dominante all'interno del mercato SRI inglese. Infatti, la loro quota di mercato era del 96% nello studio del 2006 e nell'ultima rivelazione disponibile la loro quota di mercato era rimasta quasi invariata, attestandosi al 97%.

**Figura 53. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI inglese dal 2006 al 2012.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2006-2012.

Anche se gli investitori *retail* hanno sempre ricoperto un ruolo marginale all'interno del mercato SRI inglese è giusto sottolineare come all'interno di questa categoria gli investitori HNWI siano sempre stati molto attivi fin dal suo ingresso nel mercato del 2006, dove il loro maggiore interesse si è sempre focalizzato sulla strategia del *Sustainability Themed*, anche se negli ultimi anni hanno anche iniziato a vestire il ruolo di pioniere sul criterio dell'*Impact Investment*. Dando uno sguardo alla classe degli investitori istituzionali, vediamo come le chiese, gli enti benefici e i fondi di pensione occupazionali abbiano sempre ricoperto il ruolo di *leadership*. Inoltre, l'*Eurosif* segnala come all'interno di quest'ultima classe, gli ultimi anni siano stati caratterizzati dalle fondazioni caritatevoli sull'approccio dell'*Impact Investment*, anche se gli *assets* totali riconducibili a questi investitori resta complessivamente ancora molto basso.

In conclusione, tra le altre caratteristiche del mercato inglese, troviamo quella dell'*asset allocation*, dove l'*Eurosif* non è mai riuscito a fornire dati concreti, ma si è soltanto limitato ad affermare nello studio del 2012, come le azioni abbiano sempre ricoperto il maggior grado di apprezzamento tra gli investitori inglesi, anche se i prodotti obbligazionari stanno sempre più crescendo d'importanza. Questo andamento, secondo l'*Eurosif*, riflette il processo di spostamento da un'*asset allocation* all'altra da parte degli investitori istituzionali inglese che essendo predominanti sul mercato, incidono in maniera decisiva su tale *trend*. Spostando l'attenzione alla parte del mercato SRI *retail* inglese, lo studio Vigeo 2014 fornisce dei dati che mostrano come anche in quel caso, l'*asset allocation* preferito dagli investitori responsabili inglesi sia il prodotto azionario con una quota del 74%, seguito dai prodotti bilanciati (13%), prodotti obbligazionari (12%) e la categoria "altri" (1%). Tra le altre peculiarità è giusto evidenziare come il mercato SRI *retail* inglese abbia nell'intervallo di tempo 2013-2014 aumentato i suoi *asset* totali sotto gestione del 17% raggiungendo così i €21.3 miliardi e questo risultato è ancora più sorprendente se pensiamo che l'anno 2014 si è concluso con meno 5 fondi SRI *retail* offerti, raggiungendo così la quota di 95 unità.

#### 3.8.4 Previsioni future

Il SIF inglese, per il prossimo futuro prevede quanto segue:

- Una crescita del mercato SRI inglese derivante dalla conferma di numerose iniziative sia a livello nazionale che internazionale, dove tra le più importanti si segnala il codice inglese *Stewardship*. Inoltre, l'indagine del 2014 scatta una fotografia che mostra la firma di 79 *asset owners*, più di 200 gestori di fondi e che i principi dell'UN-PRI continueranno a ricevere firmatari provenienti dal Regno Unito.
- Sembra probabile che tutti i settori della catena di valore degli *asset managers* e i più grandi e significativi *stakeholders* avranno sempre più un comportamento conforme ai codici e agli *standards* appropriati dello SRI. Inoltre, esiste la possibilità per l'*UKSIF* che il quadro normativo in evoluzione stimolerà ulteriormente la crescita, anche se la

sfida più grande sarà quella di adeguare questa evoluzione a un livello che vada oltre ad un passaggio superficiale. Per adesso, se ci focalizziamo soltanto al Regno Unito, vediamo che ci sono ancora pochi grandi gestori di fondi che non dichiarano di votare i loro partecipanti e in questo senso, secondo l'*UKSIF*, la prima battaglia sulla strategia dell'*Engagement* è stata vinta, adesso lo scopo principale è utilizzare al meglio questi voti.

- Abbiamo sempre più una accettazione intellettuale sul criterio dell'*Integration* da parte delle organizzazioni locali e questo lo si dimostra con sempre più *asset owners* e *asset manager* che lo utilizzano, al fine di ridurre i propri rischi aziendali, in particolare quello reputazionale.
- L'innovazione dell'industria del Regno Unito continua a creare dei prodotti che hanno la capacità di allargare il mercato, poiché stanno sempre più incontrando le domande degli investitori che vi sono presenti all'interno di questo e nei mesi recenti, ha fatto la sua comparsa anche un nuovo fondo obbligazionario che mira a sostenere e finanziare attività di utilità sociale.

Per tutte queste ragioni, il SIF inglese, crede che il mercato dell'investimento socialmente responsabile possa continuare a recitare anche nel prossimo futuro il ruolo di *leaders*. Infatti, tutte le iniziative che vi sono all'interno del paese, daranno la spinta a farne nascere di nuove, oltre ad alimentare il processo di conoscenza e di interesse da parte degli investitori inglesi in questo nuovo modo di intendere la finanza. Infine, lo SRI è destinato nel Regno Unito a diventare sempre più un investimento *mainstream*.

## CAPITOLO QUARTO

### ANALISI DELLO SRI PER SINGOLO PAESE DEL CENTRO EUROPA

#### 4.1 Austria

Questo paese viene analizzato negli studi *Eurosif* dal 2003 al 2014.

##### 4.1.1 Background

L'Austria possiede un'industria bancaria che poggia su banche specializzate, di ipoteca e private come ad esempio le banche di deposito, aventi la forma delle società per azioni, società di costruzioni e banche cooperative, dove proprio queste ultime ricoprono un ruolo importante in tale mercato. Infatti, le cooperative “*Sparkassen*” sono organizzate in maniera collaborativa e operano sotto il principio di servire l'interesse comune del pubblico e tra le altre importanti banche cooperative troviamo la “*Volksbanken*” e “*Raiffeisenbanken*”. Inoltre, l'Austria possiede una delle reti bancarie più condensate e ramificate in Europa.

Il mercato SRI austriaco è composto principalmente dalle banche private e dalle cooperative che offrono un'ampia scelta di prodotti SRI, oltre ad aver contribuito allo sviluppo di prodotti finanziari e sostenibili in termini sia quantitativi che qualitativi. La maggior parte di queste banche sono attive nell'arena SRI da almeno dieci anni e tra le altre cose è giusto menzionare come anche le istituzioni pensionistiche giocano un importante ruolo nel mercato dell'investimento socialmente responsabile dell'Austria.

##### 4.1.2 Struttura legale

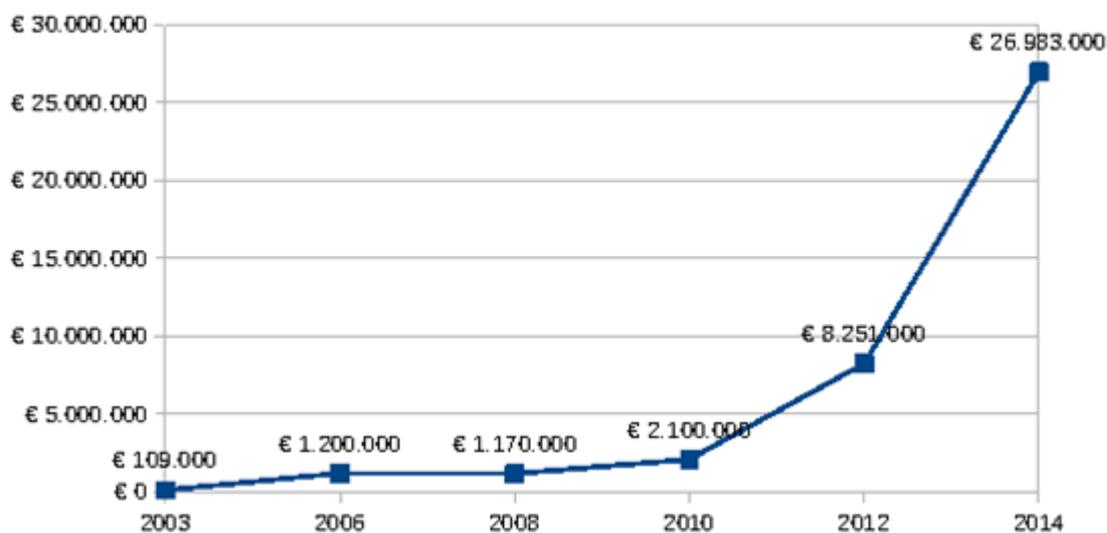
Nel 2005, l'Austria introduce un obbligo per i fondi pensione che prendono in considerazione i criteri ESG quando investono una somma nei piani di risparmio con tali caratteristiche. Inoltre, la società austriaca per l'ambiente e la tecnologia, *Ögut*, conferì un certificato di sostenibilità ai fondi pensione delle compagnie e ai fondi con il trattamento di fine rapporto (TFR).

Una caratteristica specifica del mercato SRI austriaco è il “*Umweltzeichen*”, un'etichetta di qualità ambientale gestita dallo Stato per tutti i tipi di prodotti, inclusi quelli finanziari. Inoltre, i fondi sostenibili con un approccio ecologico e etico, come pure quelli a tema di sostenibilità (acqua, cambiamento climatico, energia rinnovabile e tecnologia ambientale), sono idonei ad applicarla e al fine di ottenerla devono rispettare una serie di criteri di *Exclusions*, come per esempio l'energia nucleare e le armi, oltre a dover seguire una serie di criteri positivi dove vi è incluso *standards* ecologici e sociali. Infine, secondo il sito “*Umweltzeichen*”, nel 2012, 26 fondi sostenibili hanno l'etichetta di qualità ambientale.

#### 4.1.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Il mercato SRI austriaco, come si vede dal grafico 54 ha fatto registrare dal 2010 un importante sviluppo, oltre a subire una lieve diminuzione nel 2008 a causa della crisi finanziaria, anche se tale flessione risulta dai dati dell'*Eurosif* meno marcata rispetto a quella fatta registrare dalla finanza tradizionale nello stesso periodo.

**Grafico 54. Trend evolutivo del mercato SRI austriaco dal 2003 al 2014.**



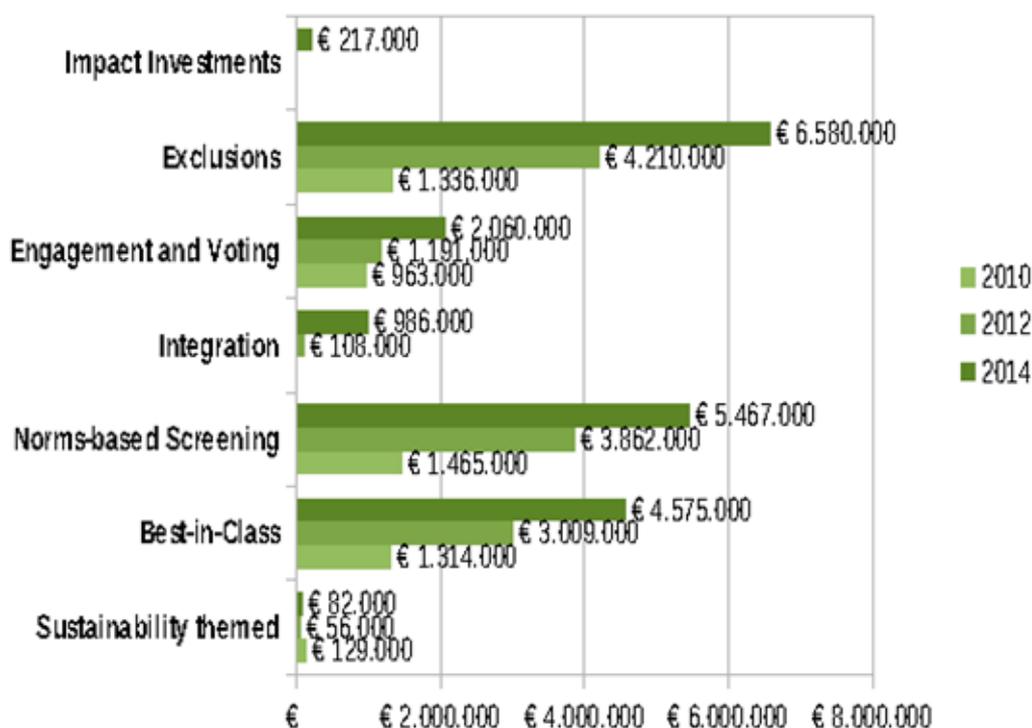
Fonte: Report *Eurosif*, anni 2003-2014.

Tra le strategie del mercato dobbiamo sapere che tradizionalmente i criteri di *Exclusions* sono di grande importanza, visto che si applicano a quasi tutti i fondi SRI e i mandati. Inoltre, al suo interno la forte ascesa delle *Exclusions overlays* sta acquistando sempre più importanza e dal 2012 si evidenzia un CAGR dell'81%, mentre le *Exclusions* applicate ai fondi e ai mandati sono cresciute soltanto di un CAGR del 25%. Relativamente alle *Exclusions overlay*, vediamo che l'investimento in merci agricole era il criterio più utilizzato nell'ultimo studio, mentre le munizioni a grappolo e le mine anti-uomo sono al secondo posto. Per quanto riguarda invece i criteri di *Exclusions* applicati a certi fondi e mandati, la produzione e il commercio di armi, insieme all'energia rinnovabile sono i criteri più utilizzati, seguiti da tabacco, pornografia e sperimentazione sugli animali.

Il criterio del *Norms-based Screening* si trova saldamente al secondo posto in termini di importanza degli approcci SRI austriaci e dal 2012 ha sperimentato una crescita in termini di CAGR del 19%. Inoltre, gli *asset manager* del mercato si basano comunemente sulle convenzioni ILO, seguite dal *UN-Global Compact* e le linee guida OECD. Infine, fin dallo studio del 2003, tale strategia è sempre stata utilizzata e si basava su *Screening* positivi e negativi.

Tra le altre strategie tradizionali troviamo il *Best-in-Class* e l'approccio dell'*Engagement and Voting*, dove dallo studio del 2012, la prima strategia ha fatto registrare un CAGR del 23%, mentre il secondo approccio ha avuto un'ascesa più significativa con il CAGR al 32%, attestando il suo volume a €2.060 miliardi, come possiamo vedere dalla figura 55.

Figura 55. Strategie del mercato SRI austriaco dal 2010 al 2014.



Fonte: Report Eurosif, anni 2010-2014.

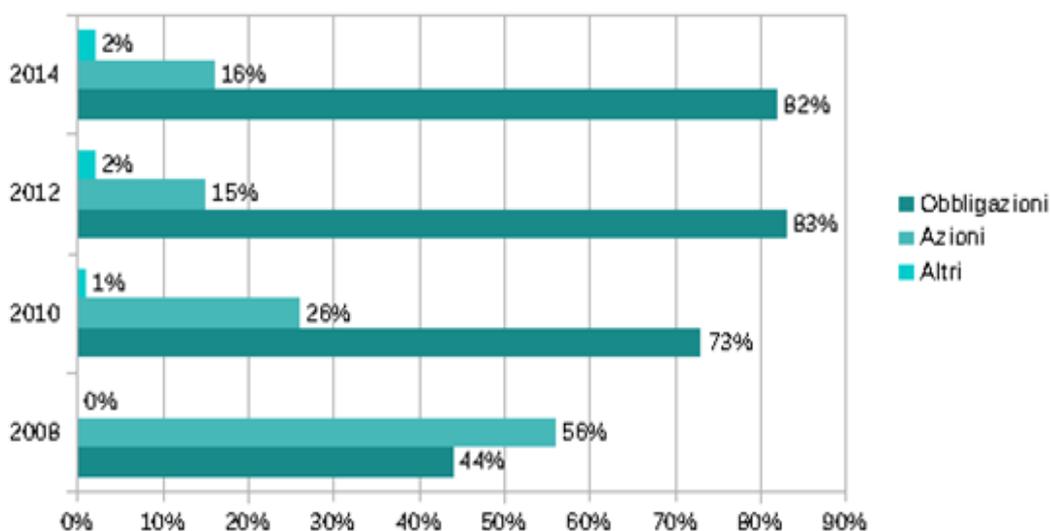
Dal punto di vista dell'*Integration*, questa risultava una strategia assente nell'indagine del 2010 e la sua comparsa sul mercato austriaco avvenne due anni più tardi, dove mette subito a segno la crescita più esplosiva del periodo 2012-2014 con un CAGR del 202%, che corrisponde nei due anni ad una crescita di volume di ben nove volte.

Di minore importanza è la strategia del *Sustainability Themed*, dove ricopre temi legati alla protezione climatica, alla tecnologia ambientale, all'efficienza energetica e all'energia rinnovabile. Inoltre, sebbene abbia avuto dal 2012 una crescita in termini di CAGR del 21%, il suo ruolo all'interno del mercato rimane ancora marginale. Infine, la strategia *Impact Investing* non può essere confrontata, visto che l'*Eurosif* fornisce per la prima volta i dati sui singoli paesi nell'indagine del 2014.

Un'altra caratteristica del mercato SRI austriaco è la sua preferenza per le obbligazioni. La loro quota di mercato, come possiamo vedere dalla figura 56, ammonta all'82% nel 2014 segmentata da un 50% di obbligazioni societarie e un 32% di obbligazioni sovrane. Le azioni raggiungono

solo il 16% e la categoria “altri”, comprensiva di *asset* alternativi come ad esempio gli *hedge funds*, ricopre la restante parte del mercato. Questa fotografia scattata a livello generale sull'*asset allocation* del mercato SRI austriaco per l'anno 2014, rispecchia in linea di massima l'*asset allocation* del mercato SRI *retail*. Infatti, dallo studio Vigeo del 2014 si evince come anche in quella parte di mercato le obbligazioni siano la classe preferita per gli investitori responsabili austriaci, visto che ricoprono il 69% del totale, seguite dalle azioni (21%) e dai prodotti bilanciati (9%). Inoltre, rispetto al 2013, il mercato SRI *retail* austriaco mette a segno un incremento del 2%, confermando così il suo *trend* positivo, grazie anche alla presenza dei 39 fondi con caratteristiche essenzialmente a rendita fissa. Infine, tale parte di mercato è ancora oggi concentrata intorno ad alcuni grossi attori.

**Figura 56. Asset allocation del mercato SRI austriaco dal 2008 al 2014.**

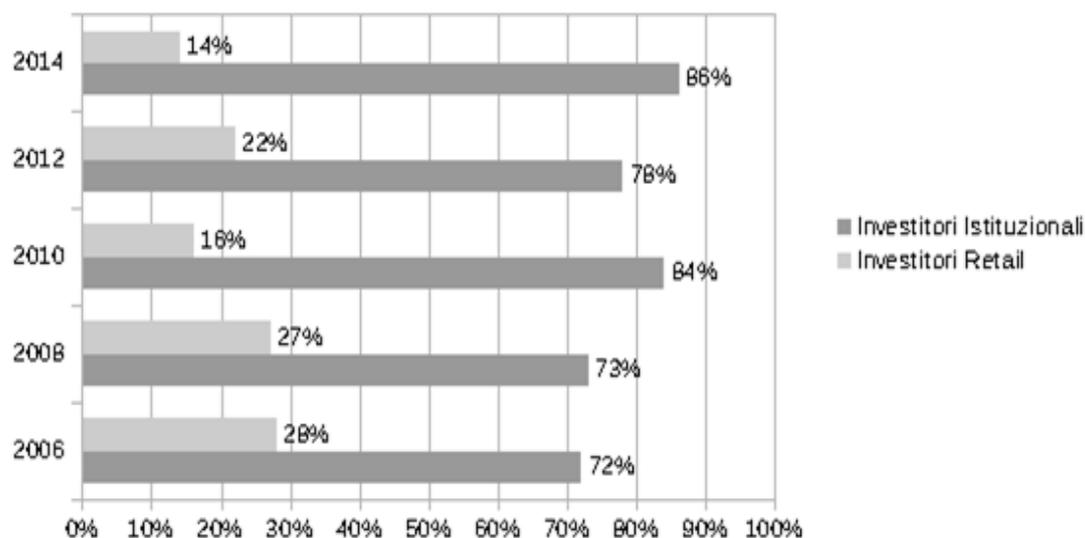


Fonte: *Report Eurosif*, anni 2008-2014.

Dalla precedente figura, vediamo come le azioni nel primo rilievo *Eurosif* del 2008 erano l'*asset allocation* preferita dagli investitori responsabili austriaci, poi a causa in parte della crisi economico-finanziaria, le obbligazioni hanno iniziato a prevalere, fino a ricoprire più di tre quarti del mercato. Inoltre, la figura indica anche che i dati del 2014 sono molto simili a quelli del 2012 e questo è un forte segnale di continuità del mercato SRI austriaco.

Spostando la nostra attenzione sugli investitori, la figura 57 evidenzia come da sempre gli investitori istituzionali hanno ricoperto un ruolo dominante. Infatti se confrontiamo gli ultimi dati con il 2012, vediamo che hanno continuato a guadagnare terreno, con la loro quota di mercato che si è incrementata dal 78% all'86%. Tutto questo va a discapito degli investitori *retail*, che vedono scivolare la loro quota di mercato al 14% e tra le altre informazioni è giusto evidenziare come tale domanda sia tradizionalmente supportata dagli HNWI.

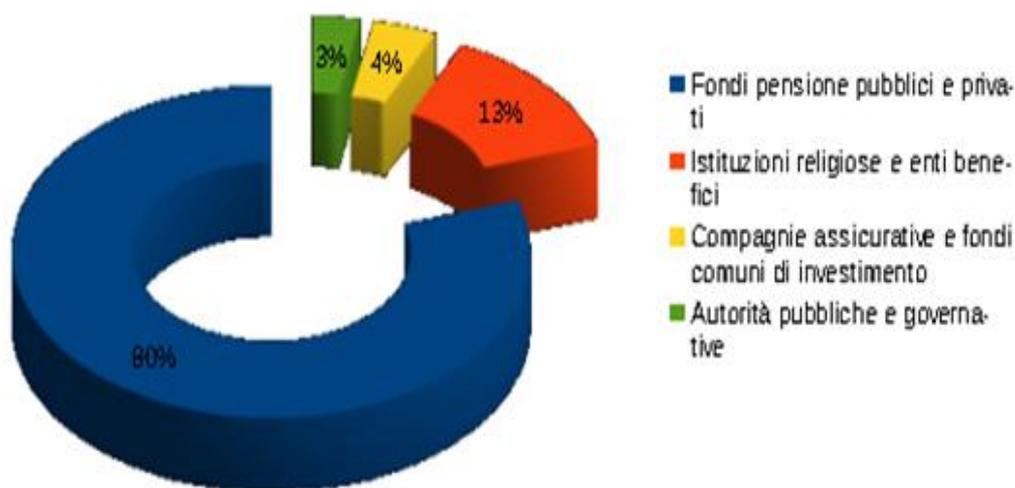
**Figura 57. Investitori Istituzionali vs *Retail* nel mercato SRI austriaco dal 2006 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2006-2014.

Volendo scattare una fotografia all'ultimo studio SRI, gli investitori istituzionali presenti sul mercato austriaco possono essere racchiusi nella figura 58, dove come da tradizione, i fondi pensione pubblici e privati continuano a vestire il ruolo da protagonisti. Per contro, invece le fondazioni, le donazioni, le università e le altre istituzioni accademiche hanno un ruolo trascurabile sul mercato SRI austriaco.

**Figura 58. Composizione degli investitori istituzionali sul mercato SRI austriaco nel 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anno 2014.

Dal punto di vista dei processi SRI, gli *asset manager* austriaci utilizzano nella maggior parte dei casi i fornitori di ricerca esterna, mentre le risorse interne sono riconducibili ai comitati di

consulenza e a delle squadre che servono per gestire i fondi. Infine, coloro che hanno risposto al questionario, informano che combinano molto spesso le risorse interne con quelle esterne.

#### 4.1.4 Previsioni future

Gli investitori istituzionali sono considerati dalla maggior parte degli intervistati, come i più importanti *drivers* per un ulteriore sviluppo del mercato SRI austriaco e ciò non dovrebbe essere una sorpresa, poiché tale mercato è dominato da investitori istituzionali, tra cui i fondi pensione pubblici e societari che hanno un ruolo significativo, per non dire dominante. Oltre a questo, la società civile è vista come un altro importante *driver* di mercato, il che significa che la pressione delle organizzazioni non governative, i *media* e i sindacati sono considerati un mezzo per influenzare e incoraggiare ulteriormente la crescita del mercato in termini sia qualitativi che quantitativi.

In conclusione, l'impressione generale è che il mercato SRI austriaco continuerà la sua crescita dinamica e nello specifico l'*Eurosif* prevede una crescita vivace nei confronti della strategia *Engagement and Voting*, dell'*Impact Investing* e delle *Exclusions overlay*.

## 4.2 Francia

Questo paese viene preso in esame dall'*Eurosif* dallo studio SRI del 2003 al 2014.

### 4.2.1 Background

Nel 2009, sul mercato francese fu lanciata l'etichetta SRI *Novethic* e successivamente, come abbiamo avuto modo di vedere, fece la sua comparsa anche sul mercato Europeo. Il suo obiettivo era quello di promuovere una maggiore trasparenza sui fondi SRI, al fine di offrire agli investitori *retail* un migliore orientamento nell'offerta dei prodotti.

Trascorsi quattro anni dal suo debutto, l'*Eurosif* traccia delle prime conclusioni, al fine di constatare il reale impatto avvenuto nell'offerta dei fondi SRI in Francia. Sicuramente, da una prima analisi possiamo affermare una maggiore trasparenza, visto che nel periodo trascorso più di 150 fondi hanno un'etichetta che pubblica le partecipazioni presenti nei loro portafogli e questa era una pratica rara nell'industria degli *asset managers* francesi. In aggiunta, ogni fondo sul proprio sito *web* deve riferire della propria *performance* finanziaria e delle questioni ESG, oltre a descrivere lo *screening* che praticano su tali questioni e analizzare i processi di analisi e di gestione del portafoglio. Per rilasciare questi tipi di informazioni, gli *asset managers* devono utilizzare dal 2010 il codice di trasparenza SRI Europeo, visto che da quell'anno il SIF francese lo ha reso obbligatorio per tutti i fondi SRI, al fine di agevolare la comprensione degli investitori *retail*, oltre ad avere le informazioni presenti sui loro siti *web* di distribuzione.

Un secondo successo attribuibile all’etichetta è l’offerta dei fondi, visto che negli ultimi dieci anni si è sviluppata significativamente, anche se resta lontana dall’essere omogenea. Inoltre, I suoi criteri sono riesaminati su base annuale, aiutando così gli investitori *retail* a misurare il contributo che viene apportato dall’investimento socialmente responsabile ai fondi.

A livello Europeo, la Francia è tra i paesi in cui lo SRI è più sviluppato, avendo circa quaranta *assets manager* nazionali che offrono prodotti dedicati e hanno al suo interno squadre di analisti ESG che talvolta, alcune di loro sono completamente integrate nelle squadre di ricerca finanziaria. Come vedremo, questo è anche il paese in cui l’approccio *Best-in-Class* è stato storicamente il più popolare, sebbene altre strategie come l’*Engagement and Voting* e il *Norms-based Screening* stiano guadagnando in termini di importanza. Infine, da un punto di vista quantitativo, vedremo che il mercato SRI francese è ben sviluppato e intonato, mentre l’industria di gestione patrimoniale tradizionale è in sfida da anni con la crisi finanziaria.

#### 4.2.2 Struttura legale

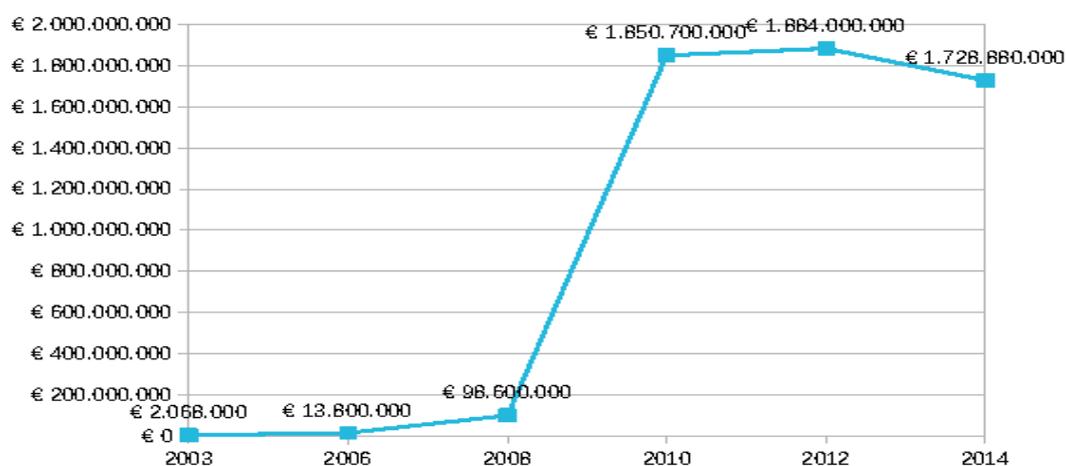
Negli anni, il Governo francese ha offerto una serie di requisiti normativi che uniti hanno favorito lo sviluppo dello SRI e una più ampia *Corporate Social Responsibility* (CSR) tra le società del paese. Infatti, tra le strutture legali più significate, possono ricordare:

- ✚ *Asset Managers*, l’articolo 224 approvato nel gennaio del 2012 dalla legge “*Grenelle II de l’environnement*” che richiedeva di descrivere come gli *asset managers* prendevano in considerazione i criteri ESG nella loro politica di investimento. Inoltre, con l’entrata in vigore di questa legge si auspicava un miglioramento nella comunicazione e nella trasparenza.
- ✚ *Employee Savings Plans* (ESPs), per un decennio lo SRI è stato attivamente promosso all’interno dell’ESPs grazie al coinvolgimento dei più importanti sindacati francesi che organizzati attraverso i comitati “*CIES*”, concedettero ai più importanti ESPs un’etichetta. Inoltre, una seconda leva indiretta per l’investimento socialmente responsabile all’interno di questi piani di risparmio, arrivò nel 2008 quando obbligatoriamente dovevano includere al suo interno almeno un “fondo solidale”. Infatti, questi tipici fondi francesi includono il 10% dell’*Impact Investing* e il 90% di *assets* azionari e/o obbligazionari che sono solitamente gestiti sotto approcci SRI. Infine, grazie a questi due incentivi, le ESPs sono attualmente la principale fonte di afflussi tra gli investitori individuali.
- ✚ Società quotate, dal 2001 necessitano di avere nelle loro relazioni annuali, una informazione pubblica sui loro impatti sociali e ambientali. Inoltre dal 2012, i requisiti si fanno più stringenti con l’articolo 225 della legge “*Grenelle II*”, visto che in maniera progressiva si estese un rendiconto ESG a una più ampia portata di compagnie, includendovi i sistemi monetari Europei e le società non quotate.

#### 4.2.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Come possiamo vedere dal grafico 59, la crescita del mercato SRI francese nell'intervallo di tempo 2003-2006 è da ricondurre al numero crescente di investitori istituzionali tradizionali che con la scoperta della finanza sostenibile, iniziarono a prendere in esame anche le caratteristiche extra-finanziarie al momento dell'investimento. Negli anni 2006-2010 con l'avvento della crisi economico-finanziaria, il mercato SRI francese fece registrare una delle più veloci crescite in Europa e trascorso quel periodo, il volume totale rimase sostanzialmente invariato.

**Grafico 59. Trend evolutivo del mercato SRI francese dal 2003 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2003-2014.

Tra le caratteristiche del mercato, possiamo apprezzare come gli *assets* francesi siano gestiti da 53 gestori di investimento e da due *asset owners*, anche se è giusto evidenziare che uno di questi gestori di investimento è responsabile del 48% del totale. Inoltre, i tradizionali veicoli di investimento francesi sono da ricondurre ai fondi di investimento che storicamente sono utilizzati da:

- Investitori *retail*;
- *Employee Savings Plans* (ESPs);
- Investitori istituzionali.

Per quanto riguarda i mandati segregati, possiamo affermare che sono il secondo veicolo di investimento e sono maggiormente utilizzati dagli:

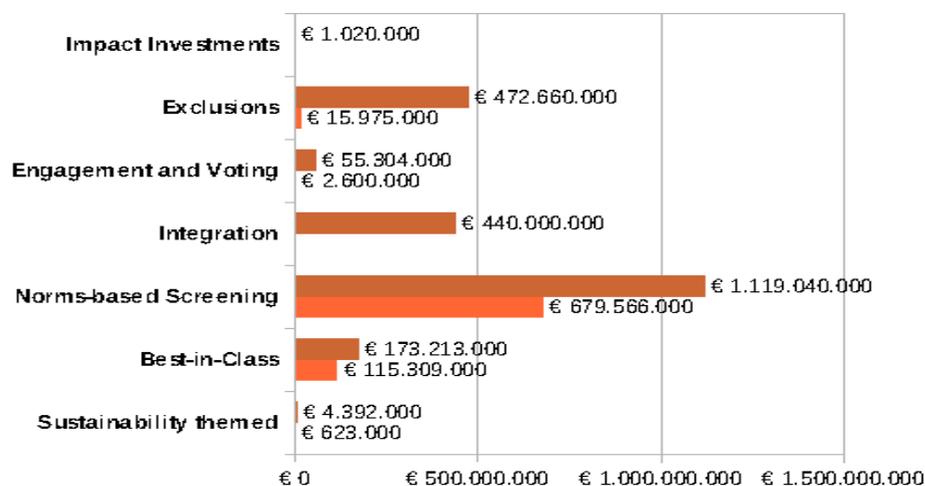
- ❖ Investitori istituzionali (delegati);
- ❖ Investitori istituzionali (*in-house*);
- ❖ *Employee Savings Plans* (ESPs).

Per quanto riguarda le strategie SRI, il mercato francese è tradizionalmente definito dalle combinazioni della strategia *Sustainability Themed* e dall'approccio *Best-in-Class*, dove proprio

quest'ultimo è stato preso in considerazione degli *asset managers* francesi fin dalle prime battute. Secondo l'indagine redatta dall'*Eurosif*, anche per il 2014 tale approccio registra un crescente utilizzo se confrontato con le cifre precedenti. Per quanto riguarda il criterio del *Sustainability Themed* si annota un'ascesa importante, con l'ammontare totale degli *assets* sotto gestione che si sono moltiplicati più di sette volte tra il 2012 e il 2014, superando così i €4 miliardi. Questa crescita è riconducibile essenzialmente a due *asset owners*, visto che il primo ha una strategia commerciale abbastanza ambiziosa nel promuovere tale approccio e il secondo ha spostato la sua attenzione commerciale dall'indagine del 2012, dall'approccio *Best-in-Class* al criterio *Sustainability Themed*. Inoltre, agli inizi del 2007 con la crisi economico-finanziaria, questa strategia incontrò delle difficoltà non per la sua applicazione, ma perché andò incontro ad una *performance* finanziaria deludente e infatti una volta accantonato questo incidente di percorso, la strategia, come abbiamo detto pocanzi, iniziò a mettere a segno una importante crescita in termini di volumi.

Per quanto riguarda il criterio del *Norms-based Screening*, sempre più *asset managers* francesi adottano questa politica su un'ampia quota dei loro *assets*, facendola così balzare nel 2014 a €1.119 trilioni, come possiamo vedere dalla figura 60. Paragonando queste cifre con quelle del 2012, abbiamo un CAGR del 64.5% e tale successo è riconducibile al fatto che alcuni *asset managers* francesi, adottano questo tipo di strategia per paura di incontrare problemi reputazionali sui propri investimenti o hanno preoccupazioni inerenti al soddisfacimento delle aspettative degli *stakeholders*. Inoltre, a livello generale è giusto evidenziare però come mentre i criteri ESG stiano diventando sempre più comuni nella gestione finanziaria, il modo e la consistenza in cui vengono implementati possono variare considerevolmente anche all'interno della stessa strategia, come è il caso per esempio dell'*Integration* e dell'approccio *Norms-based Screening*.

**Figura 60. Strategie del mercato SRI francese dal 2012 al 2014.**



Fonte: Report Eurosif, anni 2012-2014.

Dando uno sguardo al criterio dell'*Exclusions*, vediamo che la categoria dell'*Exclusions overlays* in Francia è bandita per legge, quindi non può essere inclusa nelle cifre della figura 60. Tra le altre *Exclusions overlays* non riconducibili alle munizioni a grappolo e mine anti-uomo, dobbiamo segnalare che sono ancora rare in tale mercato, anche se i criteri dell'*Exclusions* come le armi, il tabacco e l'estrazione o produzione di fibre di amianto sono sempre più applicate da alcuni *asset managers*, visto che raggiungono circa i €473 miliardi di *asset* sotto gestione e questo è un balzo senza precedenti se si confronta con i €16 miliardi del 2012. Tra le altre cose è giusto sottolineare come questa evoluzione sia il frutto di nuove *Exclusions* praticate da alcuni *asset owners*, anche se l'*Eurosif* intende precisare che nonostante la cifra del 2014 sia considerevole, l'impatto reale sui portafogli però resta ancora abbastanza limitato.

Per quanto riguarda la strategia dell'*Integration* nella gestione finanziaria vediamo che copre un'ampia gamma di approcci, anche se l'*Eurosif* nei suoi studi prende in considerazione soltanto quelli più formalizzati. Infatti, uno dei modi per interpretare questo approccio è sicuramente l'inclusione sistematica dei *ratings* che si forma dalla combinazione di analisi finanziarie e quelle che prendono in esame le questioni ESG. Inoltre, questa unione può derivare attraverso uno stretto lavoro collaborativo tra le due squadre, oppure affidando la valutazione dei rischi ESG ad analisti convenzionali. Secondo i dati forniti dall'*Eurosif*, gli *assets* sotto gestione presenti per tale interpretazione erano di €184 miliardi e a causa di queste sfaccettature, le cifre del 2012 non sono presenti, visto che avrebbero offerto solo un aspetto dell'*Integration*. Per questo motivo, l'*Eurosif* essendo consapevole che gli *standards* applicativi variavano considerevolmente all'interno della strategia, ha preferito non esprimere alcuna cifra.

La strategia di *Engagement and Voting*, nello studio del 2003 recitava sul mercato SRI francese un ruolo minore rispetto ad oggi, visto che non erano presenti molti prodotti con tale approccio e il termine non veniva utilizzato sempre nel modo più corretto. Infatti, alcuni *asset managers* che si incontravano in modo regolare con le compagnie per fargli intraprendere un processo di cambiamento con le tematiche ESG, non venivano poi classificate nella strategia di *Engagement and Voting*, anche se vi sarebbero rientrati a piano diritto. Con il passare degli anni, la strategia si è evoluta essenzialmente in due tendenze:

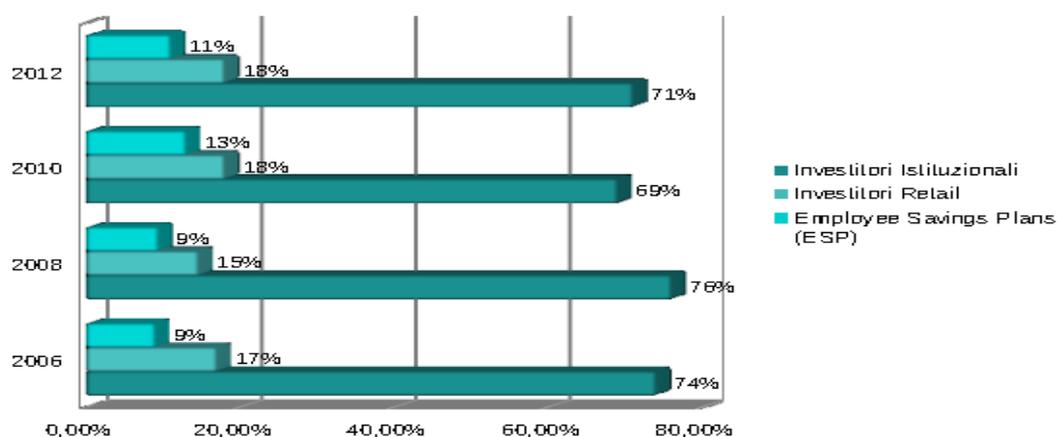
- Il voto si è sviluppato nelle assemblee generali, visto che era praticato nel 2012 dal 50% delle persone intervistate (35% nello studio del 2010). Inoltre, il 69% pubblicava una relazione di voto dopo tali assemblee.
- Il 50% di coloro che aveva risposto allo studio del 2012 (37% nell'indagine del 2010) aveva elencato il tempo impiegato al dialogo con le compagnie sulle questione ESG. Comunque, solo il 38% affermava di avere una politica di *Engagement* formale e solo il 14% lo rendeva pubblico.

L'ammontare di *assets* sotto gestione per tale strategia nel 2012 era di circa €2.6 miliardi, anche se dobbiamo evidenziare come questa cifra non tenga conto delle attività di *Engagement* fatte

attraverso vari prodotti, poiché tali somme non sono mai state fornite all'*Eurosif* e pertanto il volume totale non è pienamente attendibile e quindi confrontabile. Nel 2014, la cifra di *Engagement and Voting* nel mercato francese ammonta a €55.3 miliardi e questo valore è formato per la prima volta soltanto da *Engagement*, visto che la politica di voto è divenuta obbligatoria per legge in Francia. Infine, si segnala che la strategia di *Impact Investing* sul mercato SRI francese ammonta nel 2014 a €1.020 miliardi.

Tradizionalmente, la proporzione tra gli investitori individuali<sup>19</sup> e quelli istituzionali è nel tempo sempre rimasta immutata. Infatti come possiamo osservare dalla figura 61, gli investitori istituzionali hanno sempre rappresentato circa i tre quarti del mercato francese mentre la restante parte si suddivide in investitori *retail* e ESPs, con i primi che hanno sempre svolto un ruolo più significativo.

**Figura 61. Trend evolutivo degli investitori presenti nel mercato SRI francese dal 2006 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2006-2012.

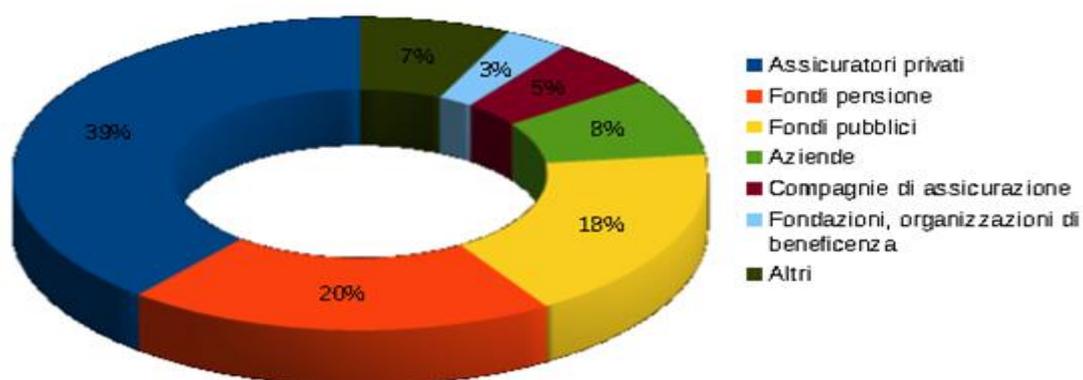
Scattando una fotografia alla composizione degli investitori istituzionali francesi vediamo che gli assicuratori privati ricoprono la quota maggiore e alle sue spalle come possiamo vedere dalla figura 62 vi sono sia i fondi pensione che quelli pubblici con rispettivamente il 20% e il 18%. In controtendenza, si segnala, invece le fondazioni e le organizzazioni di beneficenza che ricoprono un ruolo quasi marginale (3%).

Infine come ultima caratteristica del mercato, non ci resta che analizzare l'*asset allocation*. Gli ultimi dati disponibili dell'*Eurosif* risalgono al 2012 e mostrano come le obbligazioni in particolare le obbligazioni societarie, i titoli di stato e quelle sovranazionali siano diventate a tutti gli effetti l'*asset allocation* preferita per gli investitori responsabili francesi. La figura 63 illustra come gli effetti negativi avvenuti nel 2007 sui fondi azionari, abbia da quel momento innescato come conseguenza una brusca flessione su tali prodotti e contrariamente apprezzato

<sup>19</sup> Questo termine nel mercato SRI francese racchiude sia gli investitori *retail* che gli *Employee Savings Plan* (ESP).

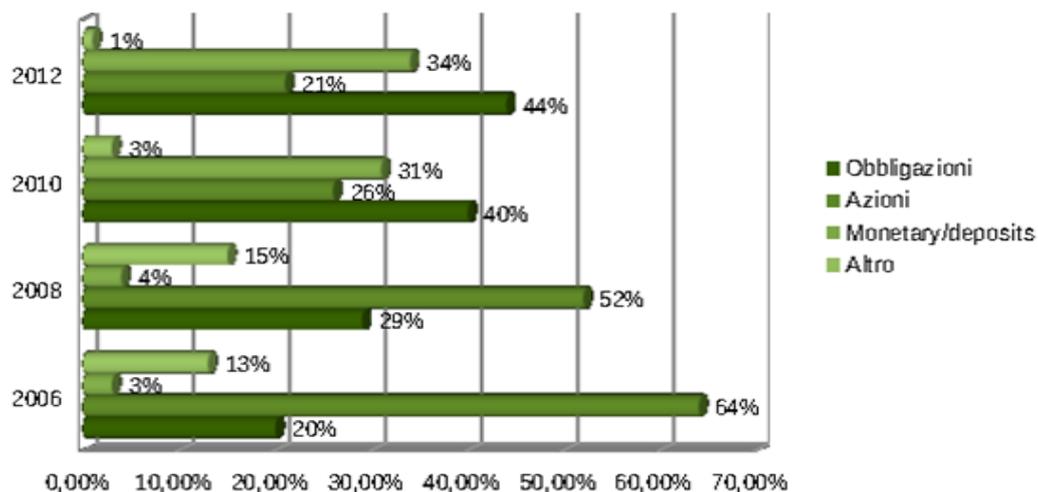
agli occhi degli investitori i prodotti obbligazioni e i fondi di mercato con caratteristiche monetarie. Focalizzandosi sul mercato SRI *retail*, lo studio Vigeo 2014 illustra come in questo caso l'*asset allocation* preferito per gli investitori responsabili francesi sia quello azionario con un 48% del totale, seguito a ruota dai prodotti obbligazionari con il 46% e la restante parte del mercato composta da un esiguo 5% di prodotti bilanciati e un 1% dalla categoria "altri". Inoltre, si segnala come questo mercato, nonostante sia dominato ancora da alcuni grossi attori, nell'intervallo di tempo 2013-2014 abbia messo a segno una *performance* positiva del 20% a livello di *asset* sotto gestione che lo ha portato a raggiungere la cifra di €45.6 miliardi, collocandolo così come il mercato *retail* Europeo più grande. Infine, come abbiamo visto anche nel capitolo 1, nel solito periodo di tempo questo mercato è riuscito ad avere anche una bilancia positiva di 25 unità e così facendo è riuscito nel 2014 a portare il suo numero di fondi SRI *retail* a 263, ovvero il numero più alto a livello Europeo.

**Figura 62. Composizione degli investitori istituzionali sul mercato SRI francese nel 2012.**



Fonte: Report Eurosif, anno 2012.

**Figura 63. Asset allocation del mercato SRI francese dal 2006 al 2012.**



Fonte: Report Eurosif, anni 2006-2012.

#### 4.2.4 Previsioni future

Gli studi e le indagini condotte da *Novethic* mostrano come nonostante ci sia poca visibilità in termini di prodotti tra gli investitori *retail*, negli ultimi anni ci sia comunque un numero crescente di *asset managers* che continuano a convertire i fondi tradizionali allo SRI, incluso i fondi distribuiti nelle reti bancarie e assicurative. Inoltre, si segnala che sempre più assicurazioni sono adottate con le strategie SRI, specialmente in prodotti assicurativi sulla vita che sono tra i prodotti finanziari più popolari in Francia. Infine, tra le iniziative rivolte agli investitori *retail*, annotiamo la settimana dello SRI condotta dal SIF locale e supportata dal Ministro francese dello sviluppo sostenibile.

Da un punto di vista degli ESPs, la sfida è collegata alle tendenze del contesto normativo, visto che l'ultima legge fiscale sembra abbia fatto perdere un po' di slancio, il che potrebbe ostacolare nei prossimi anni l'investimento socialmente responsabile in questo segmento.

Per quanto riguarda gli investitori istituzionali vediamo che nove di loro sono firmatari dei principi per l'investimento responsabile e per il futuro l'obiettivo resta quello di continuare a implementare le politiche di investimento e le strategie SRI. In conclusione, l'*Eurosif* è ottimista per il mercato francese, visto che gli investitori *retail*, istituzionali e gli ESPs continueranno a supportare la domanda dell'investimento socialmente responsabile.

### 4.3 Germania

Questo paese viene esaminato dall'*Eurosif* nei suoi studi SRI dal 2003 al 2014.

#### 4.3.1 Background

In Germania, il movimento ambientale è stato un fattore importante che ha contribuito indiscutibilmente alla crescita del mercato SRI, dove in modo particolare è giusto menzionare il cambiamento climatico, visto che ha concorso ad una maggiore consapevolezza tra la popolazione, del fatto che i disastri ecologici potrebbero portare in alcune circostanze ad alti costi finanziari. Nel solito periodo, l'impatto degli stessi investimenti sull'ambiente e sui cambiamenti climatici sono divenuti sempre più di interesse, aiutando così la promozione degli investimenti sostenibili all'interno del mercato tedesco.

Un altro artefice del successo della finanza sostenibile tedesca sono le banche specializzate orientate alla sostenibilità, come ad esempio le chiese, le banche verdi e quelle alternative. Infatti, tra il 1960-1970 del secolo scorso, quando l'investimento socialmente responsabile era ai suoi primi passi, alcune di queste banche contribuirono in modo decisivo al suo sviluppo futuro e questi attori erano presenti nelle compagnie finanziarie, nei progetti e nelle iniziative che avevano come scopo principale, quello di contribuire allo sviluppo sostenibile. Inoltre erano anche intervenuti su quelle istituzioni focalizzate principalmente sulle questioni sociali e

impiegavano un'ampia gamma di criteri etici nelle loro decisioni di investimento, includendovi la strategia dell'*Exclusions*, come pure quella del *Norms-based Screening*.

Tra le altre cose dobbiamo precisare però, come queste banche specializzate orientate alla sostenibilità non siano state attive, o lo siano state soltanto in parte nel campo classico della gestione degli *assets*, dove sorse la necessità di analizzare lo sviluppo di questo importante segmento di mercato. Infatti, nel 2011, l'*Eurosif* indagò per la prima volta e condusse una seconda ricerca un anno più tardi e le indagini inclusero i dati di dodici differenti banche, con le loro informazioni maggiormente estrapolate dalle relazioni annuali. Per le nove banche che risposero al questionario, informarono sui loro approcci e politiche di sostenibilità e indicarono nel 2012, un volume investito in depositi di circa €20 miliardi, un incremento di quasi il 6%, se confrontato con l'anno precedente e per quanto riguarda le politiche di investimento ESG, l'*Eurosif* trovò che consistevano nel criterio dell'*Exclusions*, dell'approccio *Best-in-Class* e del *Norms-based Screening*. Inoltre, venne alla luce che sette delle nove banche si affidavano alla competenza di agenzie di *rating* esterna e tre di queste la combinavano con la ricerca interna, oltre a scoprire che tutte e nove le banche avevano una politica di sostenibilità esplicita in atto e sette di loro avevano anche un comitato consultivo etico.

Infine si segnala, come la Germania possiede una delle industrie bancarie più grandi al mondo e nonostante questo, la quota dei servizi finanziari e assicurativi è sorprendentemente bassa (5%). Infatti, la sua particolarità risiede nella grande importanza che viene attribuito alle banche cooperative e quelle di proprietà pubblica, visto che le banche private mostrano una quota relativamente bassa se confrontata con quella degli altri paesi, anche se questi tre pilastri (banche di proprietà pubblica, privata e cooperativa), sono importanti nel mercato SRI tedesco.

#### 4.3.2 Struttura legale

In linea generale, in Germania il mercato SRI e il *Corporate Social Responsibility* (CSR) non sono molto regolamentati e la normativa legale consiste fondamentalmente su requisiti di trasparenza. Tra le altre cose è giusto menzionare come due simili normative legali includono l'obbligo di riferire sui criteri etici, sociali e ecologici che vengono presi in esame nei piani di risparmio al momento dell'investimento. Infatti, questi furono introdotti nel 2001 per i fondi pensione e nel 2005 furono estesi alle istituzioni pensionistiche e al lavoro diretto, mentre la normativa si applica a prodotti certificati e a un'ampia gamma di regimi pensionistici professionali. Infine, una importante eccezione deriva dalle compagnie di assicurazione e dalle pensioni tedesche che non sono obbligate a una politica di investimento responsabile, visto che a loro viene solo richiesto di comunicare se investono in maniera sostenibile o meno.

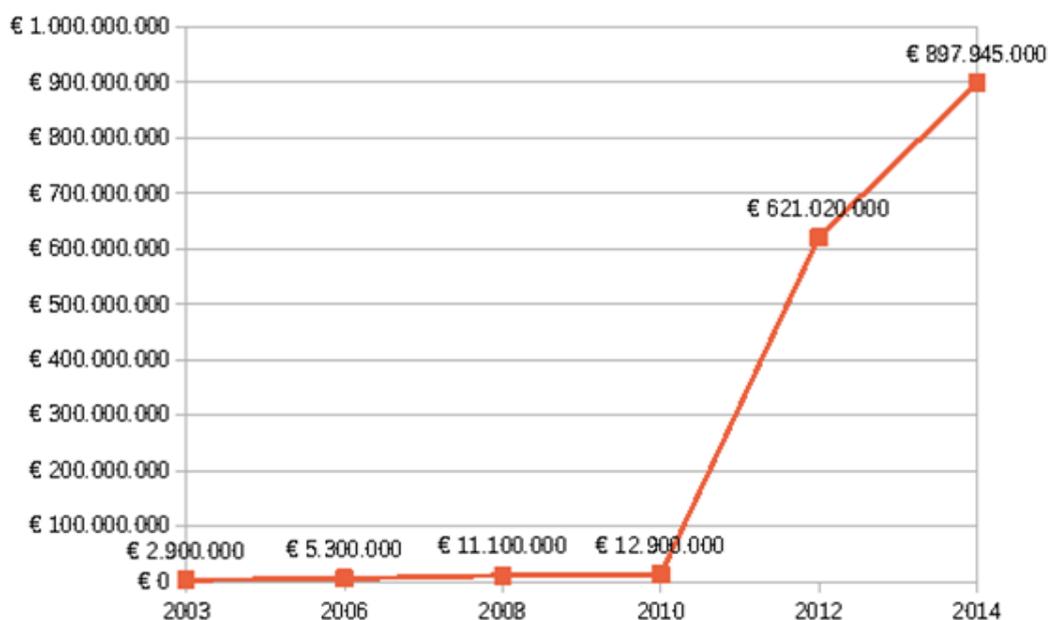
Sul fronte dell'energia rinnovabile, per incoraggiare la crescita, il Parlamento tedesco ha emanato nel 2000 la Legge *Renewable Energies*, dove vi era presente la struttura legale per incentivare gli investimenti in energie rinnovabili e questa legge garantiva agli operatori degli

impianti di generare elettricità con il vento, l'acqua, il sole e la biomassa a tassi di compensazione fissi, anche se però alcuni erano significativamente sopra il prezzo di mercato. Sul lato del CSR, il suo regolamento legale fu introdotto nel 2004, così che le grandi compagnie di *asset managers* dovevano riferire nelle loro relazioni annuali sui criteri di *performance* non finanziaria come ad esempio sulle questioni ambientali o sui problemi dei dipendenti. Inoltre, nel 2010, il Governo tedesco adottò sul CSR una strategia nazionale, con l'intento di sviluppare un piano di azione, un *forum* nazionale che comprendeva esperti nel mondo degli affari, nei sindacati, nelle organizzazioni non governative e nelle istituzioni accademiche per rendere consapevoli le persone, dei benefici che vi sarebbero stati a livello complessivo sulle compagnie e sulle società. Tuttavia, ancora oggi non ci sono implicazioni legali e regolamentazioni in merito, anche se passi in avanti ne sono stati fatti, visto che nel 2010 il Governo convocò il Consiglio tedesco per lo sviluppo sostenibile e un anno più tardi venne accettato un codice di sostenibilità, con l'intento di introdurlo come base per la valutazione della *performance* di compagnie nel mercato finanziario.

#### 4.3.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Il grafico 64 mostra l'evoluzione del mercato SRI tedesco dal 2003 al 2014, dove si nota chiaramente un *trend* verso l'alto con una leggera decelerazione tra il 2008 e il 2010, come conseguenza della crisi economico-finanziaria. Inoltre, nei due anni successivi, il mercato mise a segno una sorprendente crescita che confermò, anche se in misura minore, per il biennio 2012-2014.

**Grafico 64. Trend evolutivo del mercato SRI tedesco dal 2003 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2003-2014.

Le prime strategie utilizzate nel mercato tedesco sono da ricondurre essenzialmente ai criteri positivi e negativi, visto che lo *Screening* negativo fu introdotto alla fine del 1990 e due anni più tardi, venne applicato anche lo *Screening* positivo, oltre ad avere per gli anni 2001-2002 l'entrata in scena del criterio dell'*Engagement*.

Oggi il mercato SRI tedesco, si compone dell'approccio dell'*Exclusions* che negli studi del 2012 e del 2014, si mostra come la strategia più utilizzata, dove vi è incluso sia i criteri dell'*Exclusions* applicati a fondi specifici e mandati segregati, che *Exclusions* comprensivi di *assets overlays*, dove a questi ultimi vi si applica uno o al massimo due criteri di scelta che, in Germania è quasi sempre riconducibile a mine anti-uomo e munizioni a grappolo. Per quanto riguarda i fondi e i mandati, notiamo che generalmente si uniscono in una variabilità di criteri di *Exclusions* che in alcuni casi arrivarono ad essere fino a diciotto e tra questi criteri, possiamo affermare che i più importanti sono da ricondursi al commercio e alla produzione di armi, il gioco di azzardo, il tabacco, la pornografia e l'alcohol. In generale, quindi tutti questi modi di utilizzare le *Exclusions*, ebbero una crescita in termini di CAGR di più del 20% e se volessimo allargare l'orizzonte di applicazione per l'intervallo 2010-2014, l'*Eurosif* riconduce le ragioni di tale ascesa al cambiamento della politica di investimento di alcuni grandi compagnie di *asset managers* che cominciarono ad utilizzare il criterio di *Exclusions* anche per escludere i produttori delle munizioni a grappolo. Infine tale criterio, si combina spesso con le strategie del *Norms-based Screening*, del *Best-in-Class* e con il criterio del *Sustainability Themed*.

Da anni, la seconda più importante strategia di investimento sostenibile è il *Best-in-Class*, con una crescita da €13.115 miliardi nel 2012 a €15.813 miliardi nel 2014. Inoltre, è degno di nota evidenziare come gli *asset managers* abbiano sempre apprezzato questo tipo di criterio, visto che nell'intervallo di tempo 2010-2012, il volume di *asset* sotto gestione aumentò del 50%.

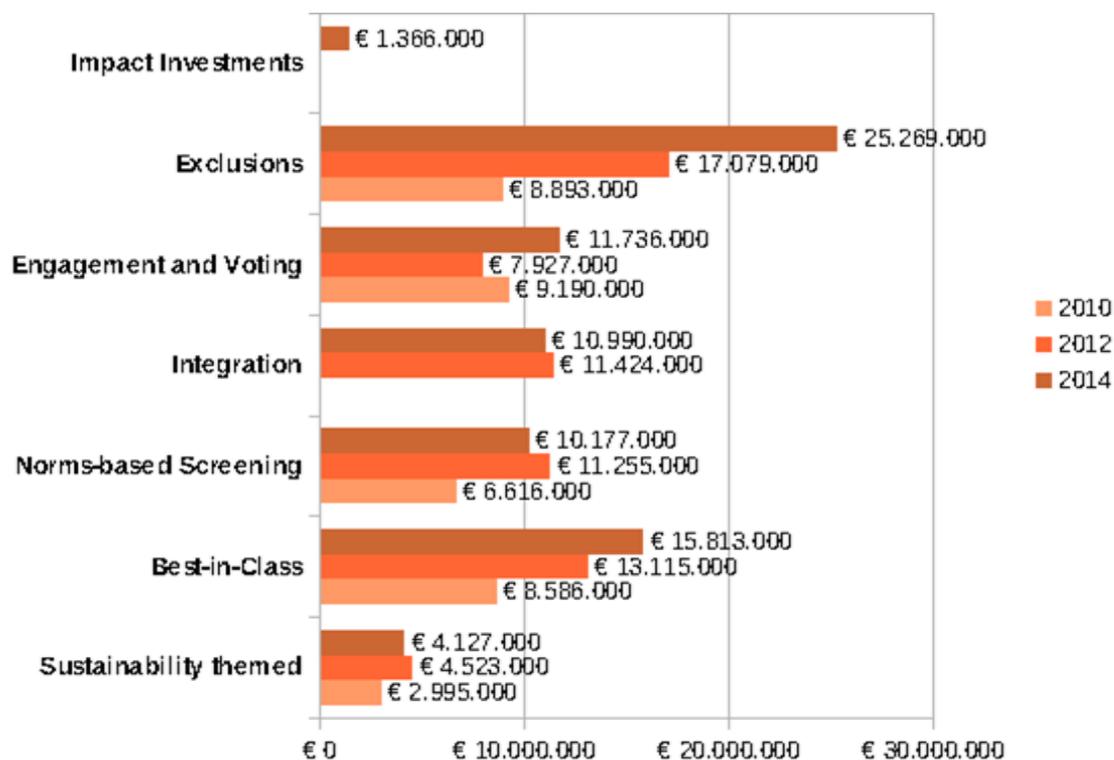
Per quanto riguarda l'approccio dell'*Integration*, dobbiamo dire che nel 2010 era una strategia trascurabile sul mercato tedesco, anche se fu scoperta dagli *asset managers* due anni più tardi visto che i suoi *asset* sotto gestione ammontavano a €11 miliardi. Inoltre, nel periodo 2012-2014, subì una leggera flessione del 2% in termini di CAGR e tra le altre cose si segnala che il suo principale campo di applicazione è riconducibile alle analisi finanziarie, dove gioca sempre più un ruolo determinante.

Dal punto di vista del criterio del *Norms-based Screening*, vediamo che nel 2014 ammontava a più di €10 miliardi e questo rappresenta una diminuzione in termini di CAGR del 4% nei confronti del 2012. Inoltre, questa flessione arriva dopo un biennio, 2010-2012, molto positivo per questa strategia, visto che ebbe una crescita del 70% e tra le altre cose più importanti si segnala che gli *standards* internazionali più utilizzati dagli *asset manager* tedeschi sono le convenzioni ILO, che ricoprono il lavoro minorile.

Le pratiche di *Engagement and Voting* sono di solito combinate con altre strategie del mercato SRI tedesco e come possiamo apprezzare dalla figura 65, tra il 2012 e il 2014 hanno messo a

segno una importante crescita, passando da poco meno di €8 miliardi agli attuali €11.736 miliardi. Per quanto concerne le questioni ESG, il più importante fattore nelle politiche di *Engagement and Voting* per gli *asset managers* tedeschi è generalmente il sociale, seguito dall'ambiente e dalla *governance*.

Figura 65. Strategie del mercato SRI tedesco dal 2010 al 2014.

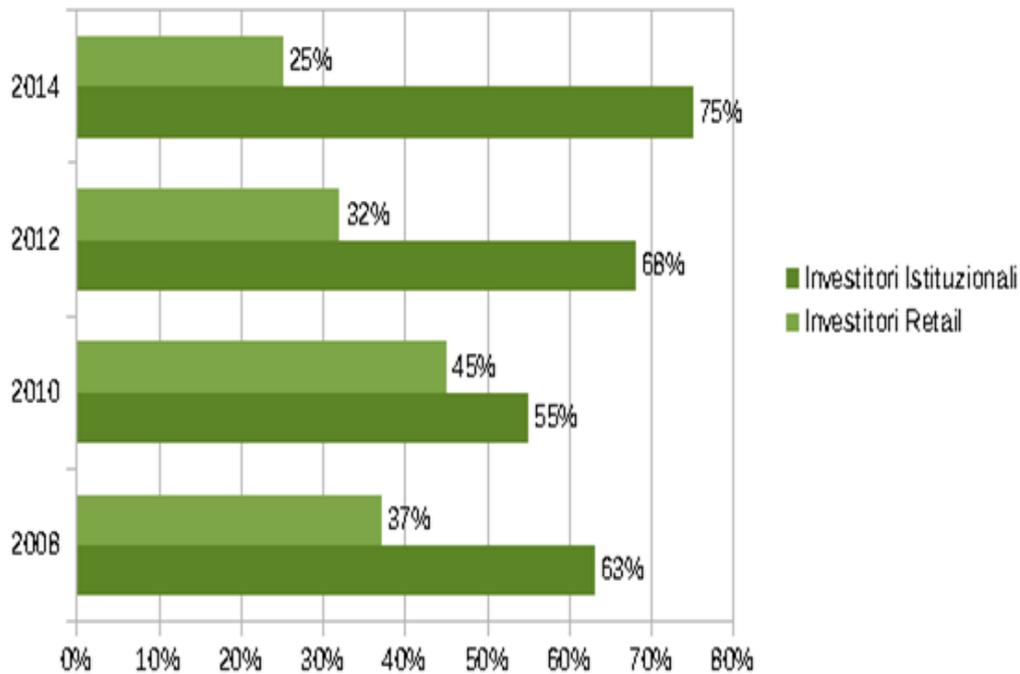


Fonte: Report Eurosif, anni 2010- 2014.

Per quanto riguarda l'approccio *Sustainability Themed* notiamo che dopo aver messo a segno una crescita degli *asset* sotto gestione del 50% per il periodo 2010-2012, subisce nei due anni successivi una piccola frenata. Inoltre, tra i temi più importanti troviamo l'energia rinnovabile, specialmente quella solare e quella eolica, il cambiamento climatico e l'acqua. Infine, per quanto concerne l'*Impact Investing* vediamo che nel 2014 ammontava a €1.366 miliardi.

Tra le altre caratteristiche del mercato tedesco, si segnala la quota degli investitori istituzionali che ammonta al 75% nel 2014, una percentuale più bassa rispetto alla media Europea. Tuttavia, se confrontata con le indagine precedenti, quando la quota di mercato era nel 2010 del 55%, vediamo che tali investitori hanno guadagnato importanza. Inoltre, dobbiamo segnalare che gli investitori *retail*, nonostante dal 2010 stiano incontrando una flessione della loro quota di mercato, ad oggi ne ricoprono comunque ancora un quarto, come evidenziato dalla figura 66. Infine, i fondi chiusi contribuiscono al supporto della quota *retail*, visto che nel 2014 il loro mercato era dominato per il 93% da questi investitori.

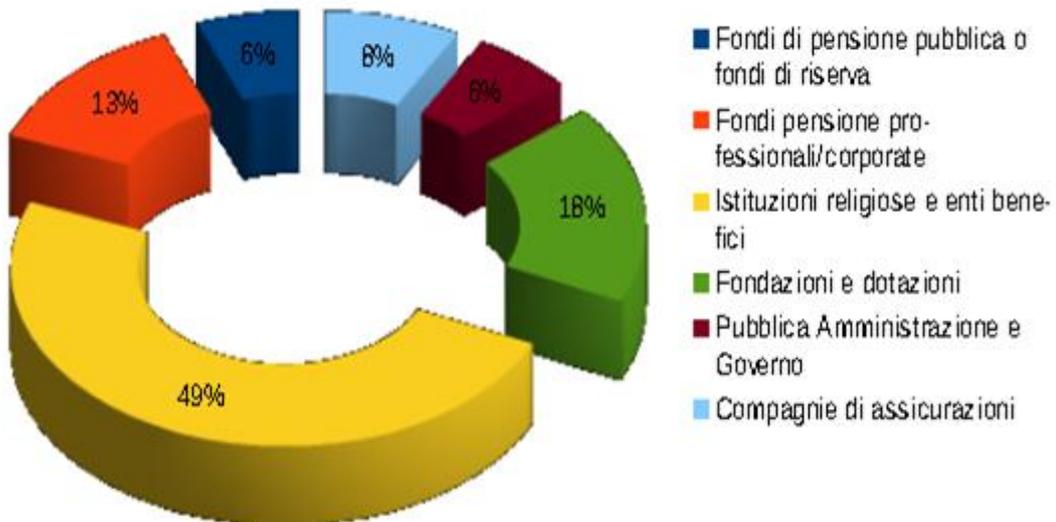
**Figura 66. Investitori Istituzionali vs *Retail* nel mercato SRI tedesco dal 2008 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2008-2014.

Come abbiamo avuto modo di dire pocanzi, i tre quarti del mercato tedesco sono ricoperti da investitori istituzionali, dove al suo interno spiccano come da tradizione le istituzioni religiose e gli enti benefici (49%), seguiti dalle fondazioni e dai fondi pensione con rispettivamente una quota del 18% e del 13%. Inoltre, come si evince dalla figura 67, la Pubblica Amministrazione e i fondi di pensione pubblica ricoprono ancora oggi una quota poco significativa.

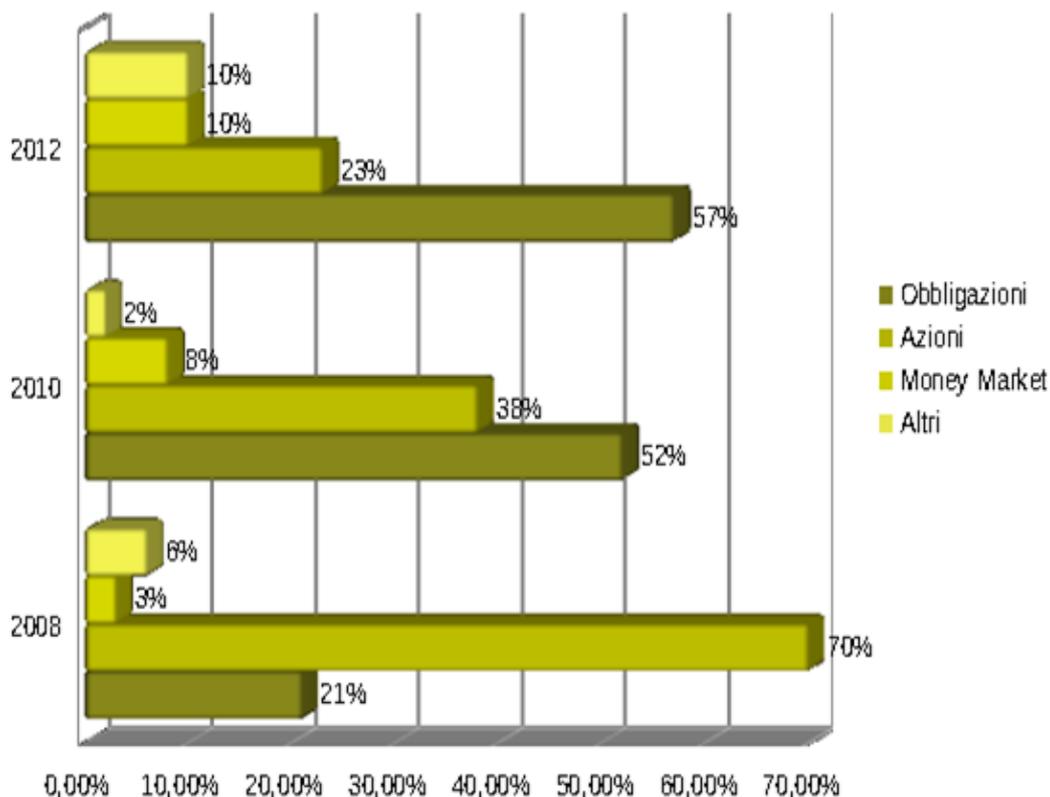
**Figura 67. Composizione degli investitori istituzionali sul mercato SRI tedesco nel 2012.**



Fonte: *Report Eurosif*, anno 2012.

Relativamente all'*asset allocation*, possiamo apprezzare dalla figura 68, come le obbligazioni nell'intervallo di tempo 2008-2012, abbiano acquisito importanza sul mercato tedesco passando da una quota del 21% al 57%. Contrariamente, le azioni erano utilizzate nel 2008 dal 70% degli investitori tedeschi, per poi scivolare nel 2012 al 23% a causa della trascorsa crisi economico-finanziaria che ha mutato le preferenze sul mercato. Sempre nel solito periodo di tempo, il *Money Market* ha messo a segno una importante crescita, passando dal 3% del 2008 al 10% del 2012. Infine, il resto del mercato (10%) composto dal *real estate*, *commodities*, *hedge funds* e fondi alternativi, dopo una brusca flessione nel periodo 2008-2010 è tornato a crescere, registrando nel 2012 la quota più alta da quando l'*Eurosif* è riuscito a rendere pubblico tali informazioni. Spostando la lente di ingrandimento soltanto sul mercato SRI *retail* tedesco, vediamo che lo studio Vigeo 2014 scatta una fotografia un po' diversa, visto che i suoi *asset allocation* sono ben distribuiti tra i prodotti bilanciati (42%) e i prodotti azionari (35%) e il resto del mercato è composto dalle obbligazioni (16%) e dalla categoria "altri" (7%). Inoltre, tra le altre cose si segnala come gli *asset* sotto gestione nel mercato SRI *retail* tedesco, siamo per il 2014 arrivati a €9 miliardi, il che significa un incremento del 5% rispetto al 2013. Infine, si segnala come i fondi SRI *retail* all'interno di questo mercato siano adesso 90 unità, grazie essenzialmente al supporto dell'offerta che negli ultimi anni è aumentata in maniera costante.

**Figura 68. Asset allocation del mercato SRI tedesco dal 2008 al 2012.**



Fonte: Report Eurosif, anni 2008-2012.

#### 4.3.4 Previsioni future

L'industria tedesca degli *asset manager* è ottimista e si aspetta che l'investimento socialmente responsabile continui la sua crescita durante i prossimi anni, visto che in media si aspettano un aumento del 46% e progettano anche di allargare le loro squadre SRI. Inoltre, pensano che tutte le strategie riceveranno più attenzione nel futuro e diventeranno sempre più riconosciute, specialmente l'*Integration* sulle questioni di sostenibilità nell'analisi finanziaria tradizionale. Per quanto riguarda la domanda degli investitori istituzionali credono che continuerà ad essere la più importante chiave di guida del mercato, unita alle pressioni esterne derivanti ad esempio dalle organizzazioni non governative, dai *media* e dai sindacati. Inoltre la domanda degli investitori *retail* aiuterà a cambiare la struttura legale e le iniziative internazionali, visto che anche questi saranno fattori che influenzeranno in modo positivo lo sviluppo dello SRI. Infine, il rinnovato distacco della Germania dai centri di energia nucleare, unito alla crescente consapevolezza tra gli investitori della necessità di un passaggio ad un'energia rinnovabile, che attenui così i probabili dissesti ambientali e i conseguenti alti costi di salute e denaro, potrebbe anch'esso contribuire indirettamente allo sviluppo dell'investimento socialmente responsabile.

#### 4.4 Polonia

Questo paese viene preso in considerazione dall'*Eurosif* nei suoi studi SRI dal 2010 al 2014.

##### 4.4.1 Background

L'economia polacca ha rallentato un po' negli ultimi anni, ma il suo processo di crescita è continuato, visto che il suo prodotto interno lordo (PIL) è salito del 2% nel 2012 e dell'1.6% nel 2013, che rispettivamente sono il quarto e il settimo punteggio migliore tra i ventisette paesi dell'Unione Europea. Nonostante questi dati però il mercato dall'investimento socialmente responsabile stenta a decollare e rimane ancorato a pochi pionieri.

Negli ultimi anni, iniziative per superare questa fase ce ne sono state, ma fino ad ora con scarsi risultati. E' interessante sottolineare come nel 2011 venne rafforzato il ruolo della Borsa di Varsavia, ormai considerata da tutti il centro finanziario più importante dell'Europa centro-orientale, visto che sempre nel solito anno ricoprì il primato Europeo e il terzo posto a livello mondiale nell'offerta pubblica iniziale (IPO). Due anni prima emanò l'indice di compagnie responsabili, *RESPEST*, oltre a promuovere alti *standards* di CSR tra le sue società quotate e tra gli investitori. Le sue dimensioni, come segnala l'*Eurosif*, sono cresciute dalla fine del 2011, dove si contavano 426 società quotate con una capitalizzazione media di €102 miliardi e alla fine del 2013 le società quotate erano diventate 450, con una capitalizzazione media di €202.7 miliardi. Sempre nel solito anno, per l'esattezza il 17 dicembre del 2013, la Borsa di Varsavia si è unita alla UN Borsa sostenibile mandando così un segnale forte per promuovere ancora di più

le pratiche SRI all'interno del mercato e sempre nella solita direzione è andato anche il progetto "analisi ESG delle compagnie in Polonia". Questo fu elaborato dall'associazione polacca delle società quotate, dall'agenzia di *rating* ESG *Global Engagement Services* e dalla società di consulenza *Crido Tax* che come obiettivo primario hanno sempre avuto quello di analizzare la *performance* ESG di tutte le società quotate e di impegnarsi con loro per l'aumento della quantità e qualità dei dati ESG che ogni volta dovevano essere divulgati al pubblico.

Storicamente, il cuore del sistema finanziario polacco è sempre stato dominato dalle banche, dove nell'indagine del 2014 ricoprivano il 68.9% degli *asset* sotto gestione. Il resto era costituito dai fondi pensione aperti (13.7%), dalle compagnie di assicurazione (8.3%), dai fondi d'investimento (7.7%), dalle cooperative di credito (0.9%) e infine dalle società di intermediazione (0.5%). Tuttavia, secondo l'*Eurosif* questa struttura è sottoposta nel tempo a cambiamenti sistematici, poiché la crescita maggiore degli *asset* sotto gestione, circa il 25% all'anno, è registrata dai fondi di investimento e dai fondi pensione aperti.

Infine si segnala che nel giugno del 2011, una importante società di consulenza e di revisione, *Deloitte*, pubblicò una relazione sulla consapevolezza degli investitori istituzionali polacchi sul tema dell'investimento socialmente responsabile. I risultati evidenziarono come circa il 62.5% di quelli che avevano risposto, confermavano che le azioni intraprese dalle compagnie nella sfera della responsabilità sociale può influenzare in maniera determinante i risultati finanziari, ma simultaneamente il 72.5% affermò di non tenerne in alcun modo in considerazione quando si arrivava al momento dell'investimento. Come facilmente si può intuire, questi risultati essendo in contrasto tra loro non dettero gli *imput* sperati, lasciando alcune perplessità sulle iniziative da mettere in campo nel prossimo futuro, al fine di incoraggiare uno sviluppo più significativo del mercato SRI polacco.

#### 4.4.2 Struttura legale

Attualmente in Polonia non vi è presente un regolamento sulle politiche dell'investimento socialmente responsabile. Tuttavia, vi sono alcuni regolamenti esistenti per le società quotate alla Borsa di Varsavia che dal 2009 hanno l'obbligo di includere nella loro relazione annuale, una dichiarazione dettagliata sulla propria *corporate governance*.

Per quanto concerne, invece, la divulgazione delle tematiche sociali e ambientali, dal 2004 la Polonia recepì la direttiva 2003/51/CE in concomitanza alla sua adesione all'Unione Europea e questo obbligò le compagnie Europee a fornire nei loro rapporti annuali e consolidati, informazioni dettagliate su queste tematiche. Tuttavia, è giusto sottolineare come il regolamento delle società quotate sia sempre stato preso in considerazione da quasi tutte le società che ne erano obbligate, mentre la stessa cosa non si può certo dire per la divulgazione delle tematiche sociali e ambientali che è sempre stata rispettata da poche compagnie.

#### 4.4.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Come abbiamo avuto modo di accennare nelle sezioni precedenti e come si denota dal grafico 69, nonostante la Polonia abbia negli ultimi anni avuto un'economia in crescita e messo in campo molte iniziative per spronare il mercato dell'investimento socialmente responsabile, questo per il momento non ha centrato gli effetti sperati. Infatti, continua a ricoprire le vesti del mercato di nicchia, anche se nel periodo 2010-2012 aveva messo a segno una piccola crescita, ma questa venne rimangiata due anni più tardi quando sul suo cammino incontrò una flessione che riportò il mercato ad un livello più basso di quello del 2010. Inoltre è doveroso segnalare come le sue dimensioni siano le più piccole tra tutti i mercati Europei e questa situazione per l'*Eurosif* continuerà ad esserci, fino a quando gli investitori, gli *asset managers* e *asset owners* locali non si decideranno ad avvicinarsi in maniera più considerevole a questo nuovo modo di intendere la finanza.

**Grafico 69. Trend evolutivo del mercato SRI polacco dal 2010 al 2014.**

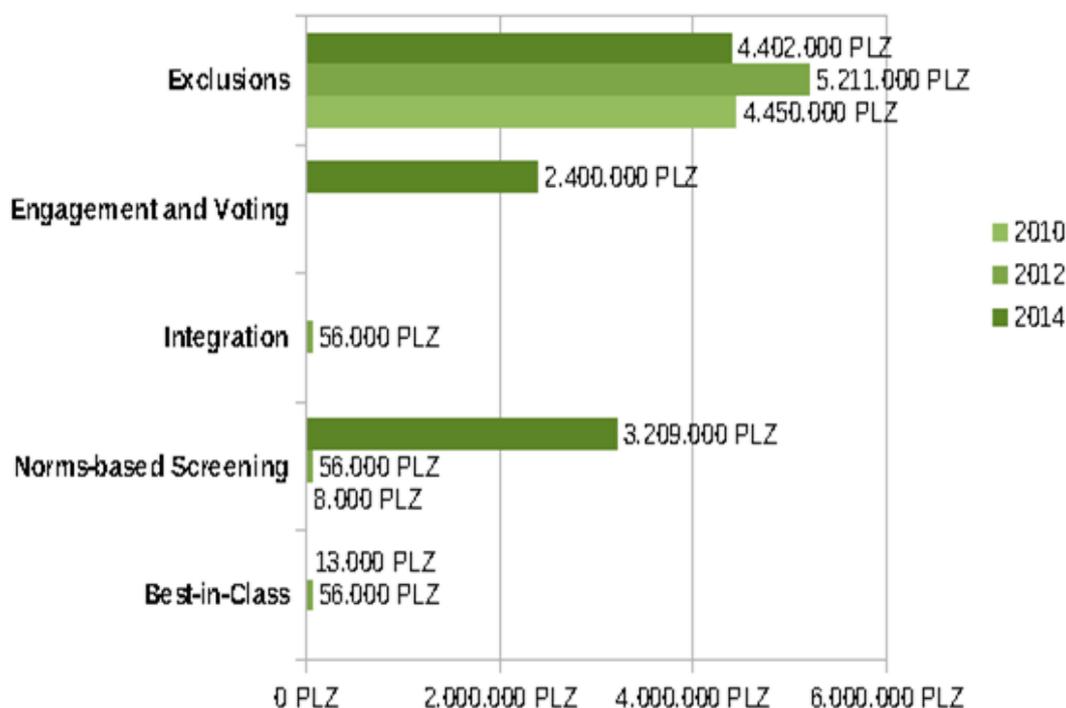


Fonte: *Report Eurosif*, anni 2010-2014.

Dal punto di vista delle strategie SRI presenti sul mercato, prima di tutto è giusto evidenziare come queste cifre siano lasciate di proposito dall'*Eurosif* nella propria valuta, al fine di non alterare il confronto tra gli studi, visto che il tasso di cambio si muove nel tempo. Dalla figura 70 possiamo vedere come storicamente il criterio più utilizzato sia quello dell'*Exclusions*, anche se nel periodo 2012-2014 ha subito una leggera diminuzione, tornando così ai livelli del 2010.

All'interno di questa strategia, i criteri più utilizzati sono la produzione e/o il commercio di armi, l'energia nucleare, la pornografia, l'alcol, il tabacco e il gioco d'azzardo. Inoltre è interessante segnalare come tutti i partecipanti all'indagine del 2014, avessero l'approccio dell'*Exclusions* in atto. Tra le crescite più importanti degli ultimi due anni, segnaliamo la strategia del *Norms-based Screening* e dell'*Engagement and Voting*. Per quanto riguarda il primo criterio, il merito di questa ascesa è da ricondurre al più grande fondo *pooled* polacco che ha sviluppato il *Norms-based Screening* sulle questioni riguardanti il sociale e la *governance*, mentre il balzo dell'*Engagement and Voting* è da ricondurre alla creazione di una politica formale di voto avvenuta per mano di un fondo. Inoltre, è giusto sottolineare come il criterio del *Norms-based Screening* sia sempre stato presente sul mercato SRI polacco, mentre quello dell'*Engagement and Voting* ha fatto il suo esordio nel 2014, mostrando fin da subito di essere ben utilizzato dagli *asset managers* e *asset owners* locali.

**Figura 70. Strategie del mercato SRI polacco dal 2010 al 2014.**

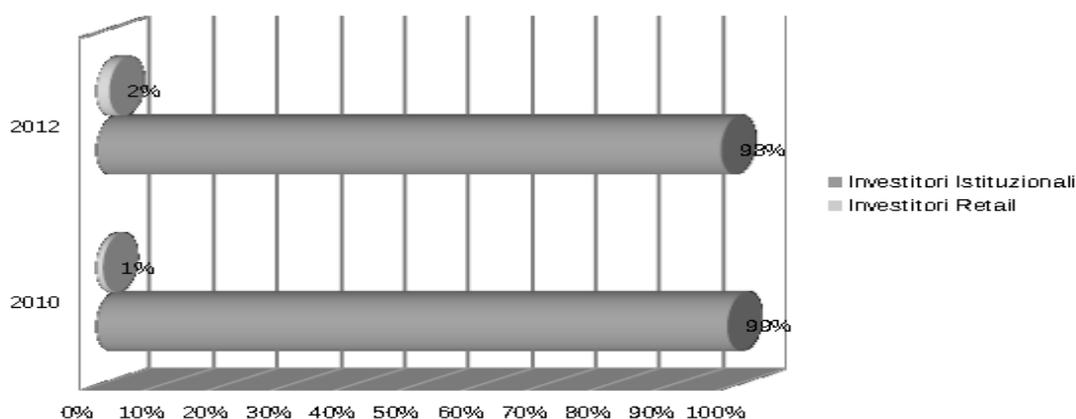


Fonte: Report Eurosif, anni 2010-2014.

Tra gli altri criteri troviamo l'*Integration* e il *Best-in-Class* che ricoprono un ruolo molto marginale all'interno del mercato e proprio quest'ultimo approccio ha subito una brusca frenata nel periodo 2012-2014, a causa essenzialmente di due fondi polacchi che hanno inspiegabilmente deciso di non utilizzare più questa strategia. Infine è giusto segnalare come il mercato SRI polacco si differenzi da tutti gli altri, per il fatto di non avere nessun *asset manager* e *asset owners* locale che utilizza la strategia del *Sustainability Themed*.

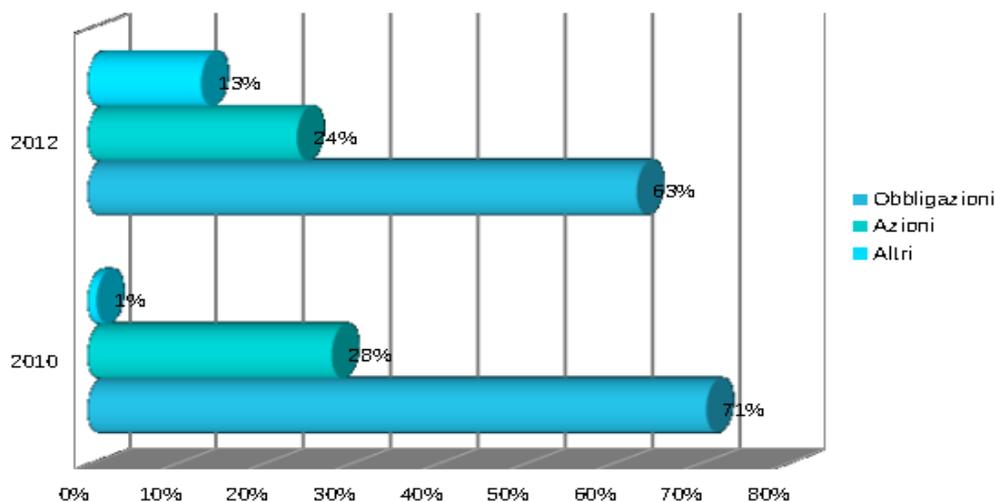
In conclusione, l'*Eurosif* segnala che gli investitori istituzionali sono presenti all'interno del mercato in misura quasi totalitaria rispetto a quelli *retail* e tra le fila dei primi investitori quelli storicamente più importanti sono i fondi pensione e i fondi di investimento. Per quanto concerne l'*asset allocation*, si segnala che i prodotti obbligazionari sono sempre risultati i preferiti, anche se dal 2010 hanno subito una piccola flessione attestandosi nell'ultima rilevazione del 2012 al 63%. A seguire troviamo le azioni che nel solito intervallo di tempo hanno subito una diminuzione, anche se meno marcata rispetto a quella obbligazionaria, raggiungendo il 24%. Per contro, nella sezione "altri" dove vi è incluso gli investimenti alternativi, annottiamo una significativa crescita che ha permesso di raggiungere il 13% del mercato SRI totale. Purtroppo, l'*Eurosif* non è riuscito a carpire quali investimenti alternativi vi era racchiuso al suo interno. Queste informazioni sono rispettivamente raffigurate nelle figure 71 e 72.

**Figura 71. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI polacco dal 2010 al 2012.**



Fonte: Report Eurosif, anni 2010-2012.

**Figura 72. Asset allocation del mercato SRI polacco dal 2010 al 2012.**



Fonte: Report Eurosif, anni 2010, 2012.

#### 4.4.4 Previsioni future

Secondo gli intervistati dell'indagine 2014, i *drivers* più importanti per attrarre gli investitori a considerare di più i fattori ESG nel momento in cui prendono le decisioni d'investimento e esercitano i diritti degli azionisti, possono essere ricondotti a una maggiore consapevolezza e una più costante pressione dei *media*. Per contro, segnalano anche che le barriere più significative allo sviluppo del mercato SRI in Polonia sono prima di tutto il basso livello di segnalazione sulle questioni sociali e ambientali da parte delle società quotate alla Borsa di Varsavia. Infatti nel 2012, i rapporti del CSR furono pubblicati da soltanto dodici società quotate e soltanto altre dodici nel 2013. Tra le altre difficoltà, viene anche menzionata la mancanza di impegno delle istituzioni finanziarie straniere attraverso i loro sussidiari, siano essi firmatari delle istituzioni del UN-PRI o meno. Di fatto, secondo coloro che avevano risposto all'indagine del 2014, l'impegno di tali istituzioni, avrebbe potuto nel prossimo futuro, migliorare in modo considerevole lo sviluppo della finanza sostenibile all'interno della Polonia.

#### 4.5 Svizzera<sup>20</sup>

Questo paese viene preso in considerazione dall'*Eurosif* nei suoi studi SRI dal 2003 al 2014.

##### 4.5.1 Background

La Svizzera è considerata da tutti uno dei centri finanziari più importanti al mondo, visto che svolge un ruolo di *leadership* nella gestione della ricchezza privata che proviene dagli altri Paesi Europei. Infatti, a conferma di questo, l'*Eurosif* ha stimato nella sua ultima indagine, come il settore finanziario sia il pilastro centrale dell'economia, dato che nel 2013 ha generato circa il 10% del PIL e impiega direttamente quasi il 6% dei lavoratori.

Sul fronte della sostenibilità, questo paese è sempre stato all'avanguardia e questa tematica è racchiusa anche nell'articolo 73 delle Costituzioni, dove si afferma: "la Confederazione e i Comuni si sforzano per raggiungere un rapporto equilibrato e sostenibile tra il ruolo insito della natura e la sua capacità di rinnovarla e trasformarla alle esigenze della popolazione". Con queste fondamenta, la Svizzera, non poteva che essere tra i pionieri dell'investimento socialmente responsabile, visto che anche le loro banche hanno sempre ricoperto un ruolo determinante all'interno di quest'area. Inoltre, questo paese è diventato così importante perché ha sviluppato il primo indice di sostenibilità e il suo mercato è sempre stato dominato da grandi banche che hanno offerto una vasta gamma di prodotti e servizi sostenibili.

---

<sup>20</sup> Anche se la Svizzera non fa parte dell'Europa, qui viene presa in esame perché è un paese in cui l'investimento socialmente responsabile è molto sviluppato.

#### 4.5.2 Struttura legale

La Svizzera non ha una specifica struttura legale quando si arriva al tema dell'investimento socialmente responsabile. Tuttavia, ci sono incentivi che incoraggiano l'investimenti in efficienza energetica e nell'energia rinnovabile come il “*Klimarappen/Centime Climatique*”, un'iniziativa industriale che mira a ridurre l'emissione di CO2.

Tra l'altro se guardiamo agli ultimi due anni, vediamo che le cose pian piano stanno iniziando a cambiare. Infatti, nel marzo del 2013, quasi il 68% dei votanti svizzeri optò in favore “dell'iniziativa *Minder*”, conosciuta anche come “l'iniziativa del gatto grasso”. Questo sollecitò vivaci dibattiti in tutta Europa, visto che i fondi pensione ebbero il potere di esercitare attivamente, per conto dei loro membri, il diritto di voto nelle assemblee generali di quelle compagnie in cui avevano investito i loro *assets*.

Ma che cosa fu che condusse i cittadini svizzeri all'urna e che fortemente riecheggiò nella stampa internazionale? L'iniziativa promossa dall'uomo d'affari e politico indipendente *Thomas Minder* fu una reazione ai salari e ai compensi dei managers delle grandi compagnie e banche svizzere che erano percepite da tutti essere troppo esorbitanti, visto anche il periodo socio-economico che l'Europa stava attraversando. Tra le altre cose, la legge proposta, incluse anche il divieto di pagamento ai *managers* delle società quotate per compensi e premi derivanti dalle acquisizioni e/o vendite di società e/o cose simili. Inoltre, al fine di dare un taglio netto con il passato, l'iniziativa *Minder* richiedeva che nelle assemblee generali, vi si elencasse i membri del consiglio e del comitato di remunerazione. Infine, i fondi pensione erano obbligati a votare nell'interesse dei loro assicurati e dovevano far sapere il loro comportamento riguardo al voto, dato che tali violazioni erano sanzionate con la prigione fino a tre anni.

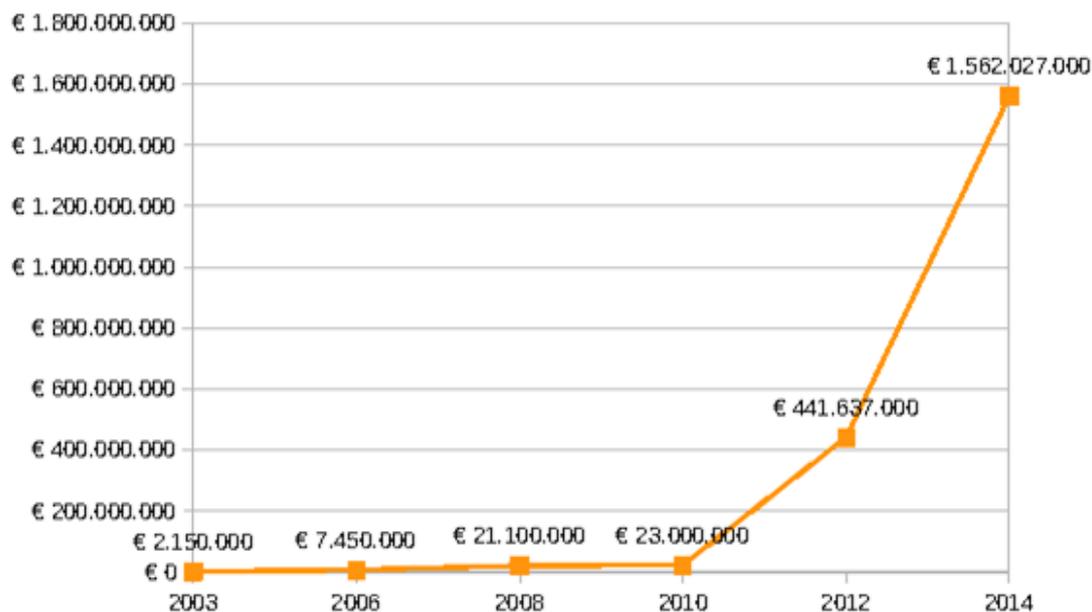
Gli osservatori del mercato svizzero sottolineano come l'iniziativa abbia contribuito a sviluppare il dibattito pubblico su una buona *governance* e abbia aiutato a fissare e sviluppare ulteriormente nei fondi pensione svizzeri le loro pratiche di voto. Infatti, negli ultimi due anni, all'interno del mercato tale esercizio è sensibilmente aumentato, anche se è difficile dire se questo può anche solo parzialmente essere attribuito all'iniziativa *Minder* oppure da altri eventi. In ogni caso, nei nove mesi successivi, il Consiglio Federale Svizzero pubblicò la corrispondente regolamentazione transitoria che sarà legalmente vincolante anche nel 2015, poiché tali richieste per essere approvate definitivamente devono poi essere incorporate nella Costituzione Svizzera.

In conclusione, sempre negli ultimi due anni, la Svizzera ha ratificato la convenzione internazionale sulle munizioni a grappolo e tale legislazione include la messa al bando di finanziamenti a tali investimenti, sia direttamente che indirettamente. Per questo motivo, come avremo modo di analizzare anche nella prossima sezione, il criterio dell'*Exclusions* è stato rivisto dall'*Eurosif*, poiché i dati saranno privi delle cifre riguardanti l'*Exclusions overlays*, visto che in Svizzera sono state bandite per legge.

#### 4.5.3 Caratteristiche e strategie del mercato

In Svizzera, come possiamo osservare dal grafico 73, il mercato dell'investimento socialmente responsabile è sempre stato particolarmente dinamico, anche se la passata crisi economico-finanziaria aveva in parte arrestato tale fenomeno. Tuttavia, negli anni successivi le cose sono tornate a splendere e il mercato SRI svizzero ha messo a segno una delle crescite più forti d'Europa, arrivando a € 1.562.027 miliardi di *asset* sotto gestione.

**Grafico 73. Trend evolutivo del mercato SRI svizzero dal 2003 al 2014.**



Fonte: Report Eurosif, anni 2003-2014.

Dando uno sguardo alle strategie presenti nel Paese, prima di tutto è giusto ricordare come i suoi dati siano rimasti in Franchi Svizzeri (CHF), al fine di poter avere lo stesso confronto con i precedenti studi, visto che il tasso di cambio si muove nel tempo. Come per la Svezia, anche in questo caso il criterio dell'*Impact Investment* fa eccezione, dato che è stato per la prima e unica volta riportato dall'*Eurosif* nello studio del 2014 e per questo motivo è stato pubblicato soltanto in Euro per avere un confronto paritetico con gli altri Paesi Europei. Inoltre, tra le altre peculiarità del mercato svizzero troviamo che l'approccio dell'*Engagement and Voting*, qui è sempre stato considerato come se fosse suddiviso in due distinte strategie. Per queste ragioni, la figura successiva (74) riguardante gli approcci dello SRI svizzero, avrà l'*Engagement and Voting* suddiviso e sarà priva dell'*Impact Investment*.

Inizialmente, le prime strategie a subentrare nel mercato SRI svizzero furono l'*Engagement* e lo *Screening* positivo e negativo, con il primo criterio che fu introdotto a piccoli passi dal 1997 al 1999, mentre gli *Screening* fecero il suo ingresso qualche anno prima e queste strategie dettero fin da subito un *input* decisivo che fece diventare il mercato svizzero più sviluppato rispetto

agli altri. Infatti, entrambe furono subito utilizzate e apprezzate dagli *asset managers* e *asset owners* locali, i quali però utilizzavano un grado di attuazione differente per lo *Screening* negativo, visto che non vi era ancora a livello generale presente alcuna linea guida specifica. Inoltre, dal lato dell'*Engagement*, le forme più comuni erano il dialogo e il voto con gli azionisti e questo criterio, insieme al *Voting* era tradizionalmente combinato con l'approccio del *Best-in-Class* e del *Sustainability Themed*.

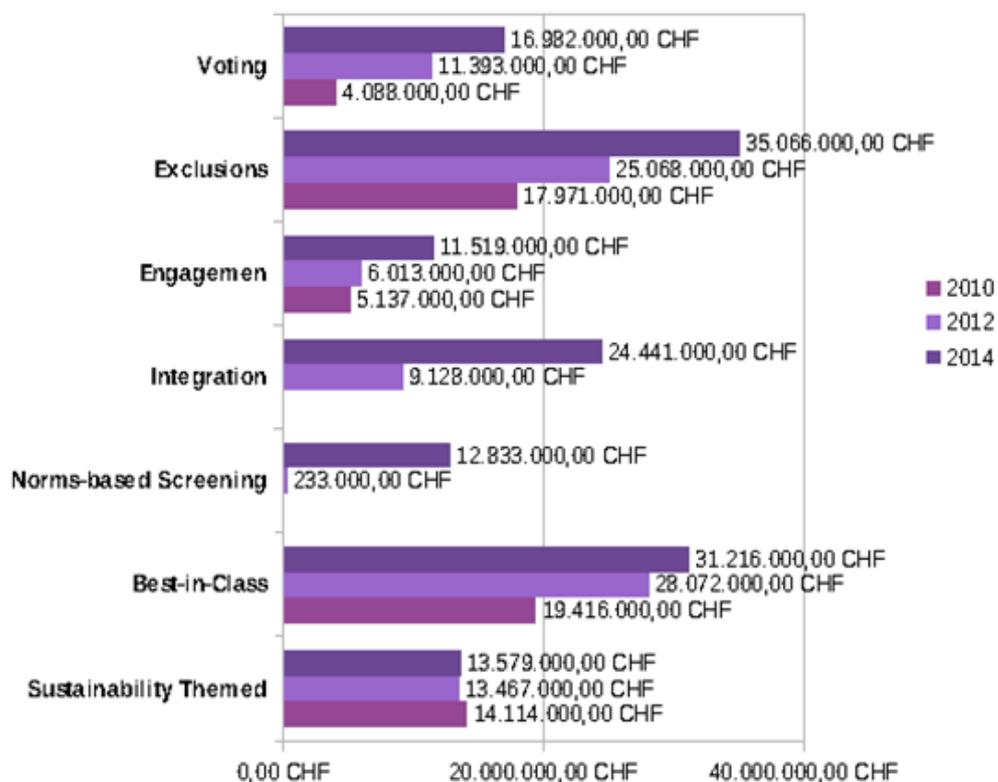
Oggi, in Svizzera, il mercato dell'investimento socialmente responsabile si presenta con la strategia dell'*Exclusions* nelle vesti del criterio più popolare, mentre l'approccio del *Best-in-Class* che era stato predominante nell'indagine del 2012, ora è secondo in termini di *assets* sotto gestione. Infatti, dai dati dell'*Eurosif* si evince che quest'ultima strategia nel periodo 2012-2014 ha fatto registrare un CAGR del 5% passando da 28.072 CHF a 31.216 CHF, mentre il criterio dell'*Exclusions* sempre nel solito periodo ha avuto un aumento del 18% in termini di CAGR, passando da 25.068 CHF a 35.066 CHF. Come detto nella precedente sezione, quest'ultima cifra non tiene in considerazione gli *assets* soggetti alle *Exclusions overlays*, dove al suo interno troviamo le mine anti-uomo, le munizioni a grappolo e solo una piccola parte si riferisce alle armi biologiche e chimiche. Inoltre, l'*Eurosif* ha stimato tali cifre in 496.7 CHF per lo studio del 2012 e due anni più tardi registrò un balzo in termini di CAGR del 96%, facendole così arrivare a 1.917 CHF. Tuttavia, è giusto evidenziare come tale aumento sia soltanto, in una certa misura, dovuto alla crescita reale degli *assets* riconducibili alle *Exclusions overlays*, ma piuttosto è frutto della capacità dell'*Eurosif* che nell'indagine del 2014 è riuscito a fornire dei dati più completi rispetto al passato. Infine, per quanto concerne la strategia dell'*Exclusions*, vediamo che gli *asset managers* e *asset owners* locali impiegano maggiormente i criteri riconducibili alla produzione e al commercio di armi, il tabacco, l'energia nucleare, il materiale pornografico e il gioco d'azzardo.

Dai dati forniti sull'*Integration*, sembra che l'industria di gestione patrimoniale Svizzera stia iniziando ad adottare questa strategia, visto che anche se le sue origini risalgono allo studio del 2012, nei due anni successivi ha comunque visto un progresso del 64% in termini di CAGR, portando così i suoi *asset* sotto gestione a 24.441 CHF. Nel solito intervallo di tempo, uno sviluppo ancora più sorprendente arriva dall'approccio del *Norms-based Screening* che come il criterio precedente è stato per la prima volta menzionato dall'*Eurosif* nello studio del 2012 e il suo CAGR è cresciuto del 642%, facendo balzare i suoi *asset* sotto gestione a 12.833 CHF.

Come accennato pocanzi, una peculiarità del mercato svizzero rispetto agli altri mercati Europei, risiede nel fatto di avere il criterio dell'*Engagement and Voting* separato in due approcci distinti. Infatti come possiamo vedere dalla figura 74 tali strategie sono suddivise, anche se le accomuna una crescita significativa negli ultimi due anni, dove il CAGR è salito rispettivamente del 38% e del 22%, con i suoi volumi che sono arrivati a 11.519 CHF per l'*Engagement* e a 16.982 CHF per il *Voting*. Inoltre, per quest'ultimo approccio è degno di nota

sottolineare come il fenomeno della crescita fosse anche presente nel periodo 2010-2012, dove i suoi *asset* sotto gestione furono quasi triplicati.

**Figura 74. Strategie del mercato SRI svizzero dal 2010 al 2014.**



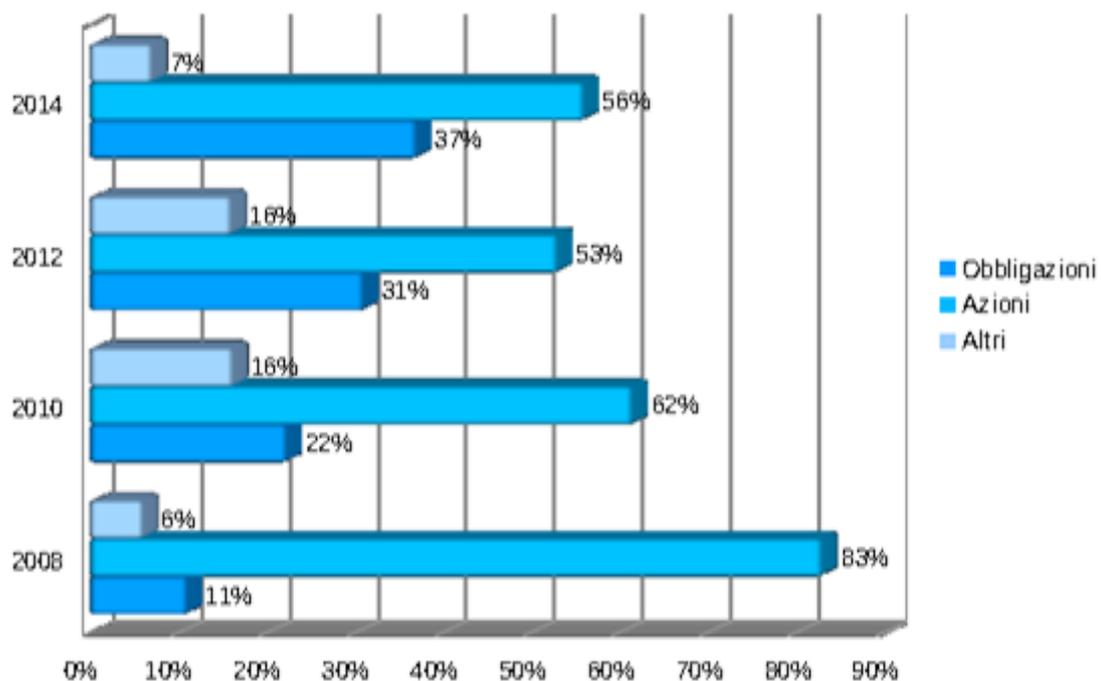
Fonte: *Report Eurosif*, anni 2010-2014.

Tra le altre strategie, si segnala quella del *Sustainability Themed* che negli ultimi due anni ha sperimentato una crescita quasi piatta, visto che il suo CAGR è stato positivo di uno 0.5%. Tuttavia, è giusto evidenziare come queste ultime rilevazioni non devono assolutamente togliere il ruolo che questo criterio ha svolto nei primi anni del mercato SRI svizzero, dove con le tematiche del cambiamento climatico e dell'energia rinnovabile, ha più volte ricoperto un ruolo di primissimo piano. Infine, l'ultima indagine mostra come l'approccio dell'*Impact Investment* ammontasse a €4.231 miliardi che lo portava ad essere in termini di dimensioni, il secondo più importante paese ad utilizzare questo nuovo approccio di finanza sostenibile e responsabile.

Dal punto di vista dell'*asset allocation* come vediamo dalla figura 75, il mercato SRI svizzero è sempre stato circondato da investitori che preferivano le azioni, anche se la loro quota di mercato è diminuita sensibilmente dallo studio del 2008, passando dall'83% al 56% di oggi. Per contro, nel solito periodo di tempo, i prodotti obbligazionari, in particolare le obbligazioni societarie e sovrane hanno visto la loro quota di mercato più che triplicare, passando dall'11% al 37%. L'andamento contrapposto di questi *asset allocation* è in parte da ricondurre alla passata crisi economico-finanziaria, dato che per certi aspetti ha cambiato le preferenze e le

propensioni al rischio degli investitori. La restante parte del mercato è rappresentata dagli investimenti alternativi, raffigurati nella figura con la categoria “altri”, dove al loro interno vi si include il *real estate*, il *private equity* e il *venture capital*. Oggi, la loro quota di mercato (7%) è tornata vicina a quella del 2008 e questo rappresenta una discesa significativa rispetto alle indagini precedenti, dove arrivò a ricoprire il 16% del mercato. Spostando l’attenzione soltanto allo spicchio di mercato SRI *retail* svizzero, possiamo affermare dallo studio Vigeo 2014 come anche in questa parte circoscritta, le preferenze degli investitori responsabili svizzeri siano per i prodotti azionari, dato che la loro quota di mercato ammonta al 58%, seguita poi dai prodotti bilanciati (20%), dai prodotti obbligazionari (12%) e infine dalla categoria “altri” (9%). Tra le altre caratteristiche possiamo affermare come il 2014 sia stato l’anno in cui il mercato SRI *retail* svizzero è riuscito totalmente a recuperare le perdite che aveva subito nel 2012, dato che in questi due anni è andato incontro ad un aumento stabile dei suoi *asset* sotto gestione fino a quota €11.7 miliardi. Tuttavia, Vigeo tiene a sottolineare anche come questo mercato non riesca ancora a sprigionare tutto il suo potenziale, dato che anche per il 2014 ha mantenuto il numero dei suoi fondi SRI *retail* offerti ad un livello stabile, ovvero 87 unità.

**Figura 75. Asset allocation del mercato SRI svizzero dal 2008 al 2014.**

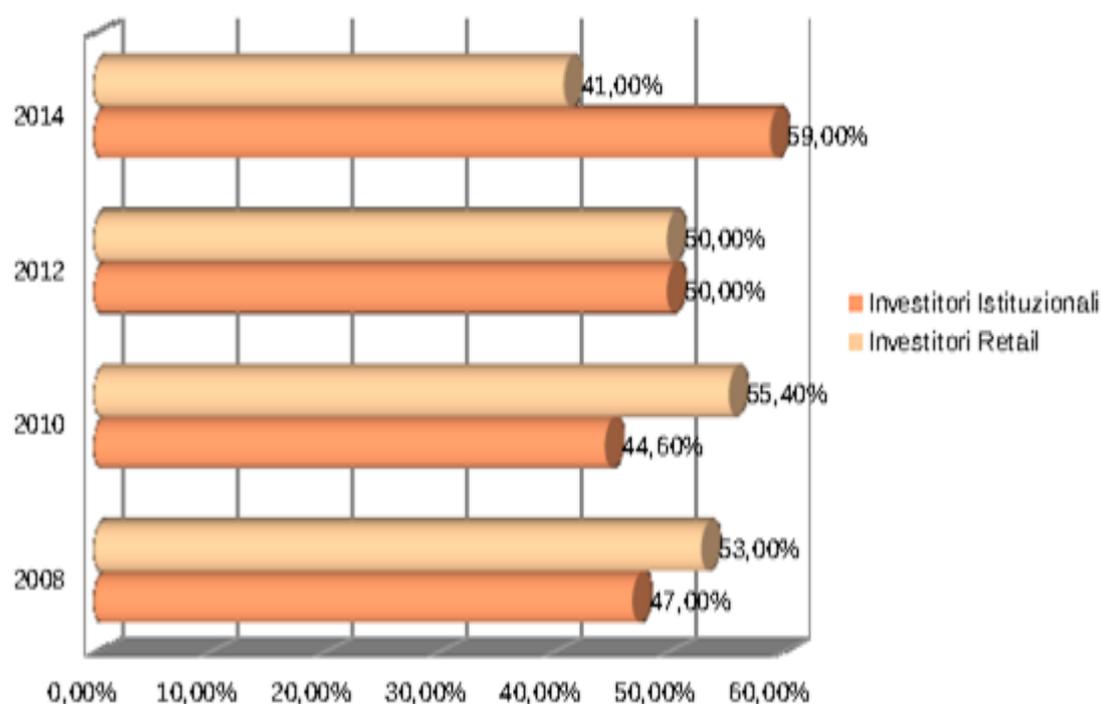


Fonte: Report Eurosif, anni 2008-2014.

Tra le altre peculiarità, come possiamo osservare anche dalla figura 76, il mercato SRI svizzero fino all’indagine del 2010 aveva gli investitori *retail* che erano maggiori rispetto a quelli istituzionali. Questo era una caratteristica esclusiva della Svizzera, poiché a livello Europeo si

aveva il predominio degli investitori istituzionali. Tuttavia, con il passare degli anni le cose in parte sono cambiate e quest'ultimi in un primo momento riuscirono a raggiungere la quota degli investitori *retail* e nel 2014 perfino a superarli, anche se la quota del 41% resta uno spicchio di mercato molto significativo se confrontato con gli altri mercati Europei. Una possibile spiegazione, risiede nel fatto dell'enorme quantitativo di *asset* gestito dal mercato svizzero per i clienti *retail* stranieri e contemporaneamente il ruolo estremamente importante ricoperto dagli HNWI. Infatti, quasi un quinto di tutti i mandati dell'investimento sostenibile svizzero appartengono a questo gruppo di investitori che negli anni hanno sempre più accresciuto il loro interesse verso quest'area.

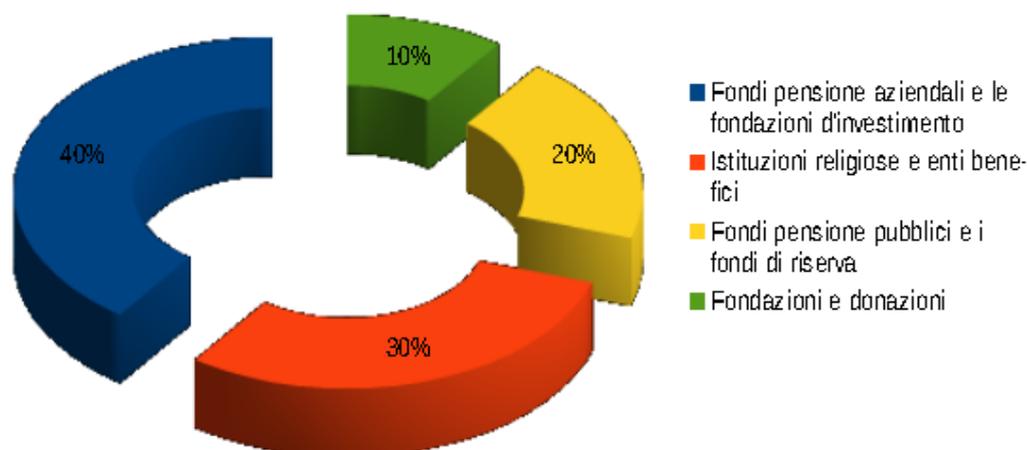
**Figura 76. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI svizzero dal 2008 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2008-2014.

In conclusione, nell'indagine del 2014, l'*Eurosif* segnala anche la composizione degli investitori istituzionali all'interno del mercato SRI svizzero. Infatti, in figura 77 vi è raffigurato tale combinazione e da questa possiamo apprezzare come i fondi pensione aziendali e le fondazioni d'investimento siano la quota di mercato predominante (40%), seguita dalle istituzioni religiose e enti benefici (30%), i fondi pensione pubblici e i fondi di riserva (20%), come pure le fondazioni e le donazioni (10%). Inoltre, è giusto evidenziare come i protagonisti del mercato di oggi, lo siano stati anche nel passato, anche se la fotografia scattata dall'*Eurosif* per l'ultimo studio non può certamente riprodurre con estrema fedeltà quello che vi era in precedenza.

**Figura 77. Composizione degli investitori istituzionali sul mercato SRI svizzero nel 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anno 2014.

#### 4.5.4 Previsioni future

Complessivamente, gli attori del mercato sono positivi per il futuro, visto che nei prossimi tre anni ritengono possibile una crescita degli investimenti sostenibili tra il 20% e il 50%. Dal punto di vista delle strategie, credono che l'*Integration* come pure l'*Engagement* e il *Voting* siano in forte ascesa, oltre ad affermare come in Svizzera ci sia un'ampia gamma di investimento a disposizione per il criterio dell'*Impact Investment*. Infatti, come abbiamo avuto modo di apprezzare nella sezione precedente, questo aveva messo a segno la seconda migliore *performance* a livello Europeo. Inoltre, secondo le istituzioni finanziarie intervistate nell'indagine del 2014, il *driver* più importante continuerà ad essere la spinta che arriva dagli investitori istituzionali, seguito dalla legislazione e dagli investitori *retail*.

Infine, il mercato dell'investimento socialmente responsabile svizzero ha pure un importante potenziale sia nelle forti società finanziarie che nelle organizzazioni non governative come ad esempio la *Swiss Sustainable Investment Forum*, il *Sustainable Finance Geneva* e la nuova formazione *Swiss Sustainable Finance*. Infatti, tutti questi attori di mercato aiuteranno la finanza sostenibile a svilupparsi ulteriormente, oltre a promuovere e rafforzare i servizi e i prodotti che la completano.

## CAPITOLO QUINTO

### ANALISI DELLO SRI PER SINGOLO PAESE DEL SUD EUROPA

#### 5.1 Cipro

Questo paese viene preso in considerazione dall'*Eurosif* soltanto per lo studio SRI del 2010.

##### 5.1.1 Background

Il mercato cipriota nel 2010 operava come centro di finanza internazionale nel Mediterraneo Orientale, anche se i dati forniti dall'*Eurosif* per l'indagine risultavano trascurabili. Inoltre, negli anni antecedenti a questo è giusto evidenziare come l'ufficio del Ministero della Pianificazione Finanziaria, abbia messo in atto sforzi importanti per promuovere nel mercato locale il concetto e la comprensione dello SRI.

##### 5.1.2 Struttura legale

L'*Eurosif* non riesce a procurarsi informazioni riguardo a questa sezione.

##### 5.1.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Nel 2010, il volume degli *asset* sotto gestione per l'investimento responsabile risultavano essere una quota estremamente piccola rispetto agli *asset* totali del mercato cipriota<sup>21</sup>. Per quanto concerne l'*asset allocation* del mercato, l'*Eurosif* riesce ad affermare che le azioni risultavano essere le preferite, anche se non riesce a fornire alcuna percentuale per un'analisi più dettagliata.

##### 5.1.4 Previsioni future

Tra il 2009 e il 2010, l'ufficio di Pianificazione della Repubblica di Cipro mise in cantiere un'iniziativa, al fine di promuovere il concetto e l'assunzione dello SRI e questo progetto, anche grazie al sostegno governativo, servirà per avere una maggiore visibilità, oltre a servire da stimolo per le misure successive che hanno anch'esse l'obiettivo di migliorare il concetto di SRI nel mercato. Inoltre, all'interno del contesto degli affari domestici e delle strutture di regole, diversi aspetti sono degni di essere menzionati. Infatti, il livello totale di sofisticazione dell'industria di servizi finanziari ciprioti era, data la sua dimensione, abbastanza elevata e le sue banche erano gli attori chiave nel mercato nazionale. Ancora, la lunga tradizione e crescita dei fondi di previdenza, che sono da sempre grandi investitori istituzionali con un orizzonte di *performance* a lungo termine, erano già importanti nel contesto dello SRI e questo risultava fondamentale, visto che la struttura di regole delle pensioni teneva conto di includere le

---

<sup>21</sup> In questo caso si intende tutto il volume del mercato, ovvero vi si include anche il volume della finanza *mainstream*.

valutazioni ESG nel momento delle politiche di investimento. Infine, la domanda del consumatore era ancora abbastanza sottosviluppata, poiché le strategie SRI e i suoi prodotti risultavano ancora essere agli arbori.

## 5.2 Grecia

Questo paese viene preso in considerazione dall'*Eurosif* soltanto per lo studio SRI del 2010.

### 5.2.1 Background

L'investimento socialmente responsabile nel mercato greco ha avuto una partenza lenta e pertanto i suoi *asset* sotto gestione, rappresentavano una quota trascurabile, dato che solo in teoria era presente una appropriata struttura di regole per lo *screening* SRI, visto che poi nella realtà dei fatti non vi era supporto. Inoltre, la maturità degli investitori era carente, dato che non erano ancora riusciti ad apprezzare i vantaggi e le possibilità insite del nuovo modo di interpretare la finanza. Nonostante questo però, nell'anno dell'indagine, il mercato SRI greco stava sviluppando un numero, seppur limitato, di strumenti di investimento focalizzati sull'ambiente e questo, secondo l'*Eurosif*, avrebbe potuto nel tempo far crescere la consapevolezza tra gli investitori.

### 5.2.2 Struttura legale

L'*Eurosif* non riesce a procurarsi informazioni riguardo a questa sezione.

### 5.2.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Nonostante gli sforzi fatti dall'*Eurosif*, l'indagine del 2010 è priva di dati significativi che avrebbero dovuto informare sulla dimensione del mercato. Dal punto di vista delle strategie, vi erano presenti alcuni fondi che applicavano il criterio del *Sustainability Themed*, con temi riguardanti in modo particolare l'energia rinnovabile, la tecnologia ambientale, quella pulita e l'efficienza energetica. Tuttavia, questa strategia non rappresentava ancora *assets* sotto gestione significativi, se si confrontava con quella degli altri mercati Europei.

In controtendenza vi era, invece, l'utilizzato dell'approccio dell'*Engagement and Voting*, specialmente sulle questioni di *governance*, grazie alla rigida struttura di regole presenti in questo campo. Per quanto riguarda la valutazione dei rischi ESG, dobbiamo segnalare come non fosse ancora inclusa nell'analisi finanziaria tradizionale ed era ancora praticata in maniera informale e applicata caso per caso sui rischi legali e/o reputazionali.

Tra le altre caratteristiche, l'*Eurosif* porta alla luce il fatto che gli investitori istituzionali ricoprivano il ruolo più importante all'interno del mercato, anche se questo si presentava ancora molto piccolo. Da un punto di vista degli investitori *retail*, i clienti non erano informati circa gli

strumenti di investimento responsabile e non vi era prova che i *brokers* e altri fornitori erano attivi nel commercio e/o nella promozione dei prodotti SRI. Inoltre, le organizzazioni del settore pubblico, i fondi pensione e la Chiesa Greco Ortodossa non avevano ancora incorporato le considerazioni ESG nelle loro strategie di investimento. Infine, per quanto riguarda l'*asset allocation*, l'*Eurosif* trovò che le azioni erano utilizzate in misura maggiore e contrariamente a queste, segnalò come non vi fosse prova sul mercato di strumenti di investimento riconducibili al *real estate*, alle obbligazioni, al *venture capital* e al *private equity*.

#### 5.2.4 Previsioni future

Secondo l'*Eurosif*, fino a quando la *green economy* non sarà diventata una priorità per il Governo greco, unita al fatto di poter diventare anche la strada da percorrere per uscire dalla crisi economico-finanziaria, l'investimento socialmente responsabile non riuscirà ad esprimersi ai suoi massimi livelli. Così facendo, il Governo e le istituzioni finanziarie potranno apportare i cambiamenti necessari per attrarre gli investimenti da destinare all'energia rinnovabile, specialmente quella del vento e del sole, viste le caratteristiche del paese.

Per quanto riguarda l'offerta dei prodotti SRI, l'*Eurosif* si aspetta che sarà molto graduale, poiché molti attori del mercato finanziario non erano ancora convinti che la sostenibilità e la finanza fossero due mondi compatibili. Infine, qualora le autorità di regolamentazione unite ai più importanti investitori istituzionali, decidessero di inviare al mercato l'inequivocabile segnale che la crescita nel lungo termine, insieme allo sviluppo sostenibile valgono i costi e i sacrifici del breve termine, si potrebbe a quel punto avere quella spinta decisiva per far divenire il mercato SRI greco più attraente e meno di nicchia.

### 5.3 Italia

Questo paese viene esaminato dall'*Eurosif* nei suoi studi SRI dal 2003 al 2014.

#### 5.3.1 Background

Per capire a pieno le caratteristiche chiave dell'industria di gestione patrimoniale italiana, è importante analizzare il *trend* del risparmio e i relativi investimenti finanziari delle famiglie. Tradizionalmente, infatti gli italiani destinano una maggiore parte del loro reddito verso il risparmio, rispetto agli altri cittadini Europei e se prendiamo il tasso di risparmio dalla fine della Seconda Guerra Mondiale fino al 1990 del secolo scorso, vediamo che era compreso tra il 20% e il 30% del reddito. Nel tempo però questo divario si è progressivamente assottigliato, fino a convergere con i tassi di risparmio degli altri paesi Europei, pari in media al 12%.

Per quanto riguarda gli investimenti finanziari, dai dati *Eurosif* del 2012, vediamo che ammontavano a circa €3.500 miliardi, di cui il 40% faceva parte dell'investimento diretto che equamente era distribuito in obbligazioni e in azioni. Spostando l'attenzione sugli investimenti indiretti, si vedeva una quota più piccola pari al 25%, con veicoli di investimento riconducibili ai fondi pensione, ai fondi di investimento e alle compagnie di assicurazione. Questi dati se confrontati nuovamente con gli altri paesi Europei, mostravano come gli investimenti diretti in obbligazioni avevano un peso maggiore nei portafogli degli *owner managers* italiani, mentre gli investimenti in azioni riflettevano l'alta percentuale di piccole e medie imprese presenti nell'economia italiana, con una predominanza di investimenti in società non quotate. Se il confronto si trasferisce nell'area degli investimenti indiretti, vediamo che i fondi pensione giocano un ruolo secondario, mentre i fondi di investimento mostrano più dinamicità, specialmente nella seconda metà del 1990, dove la crescita è stata più significativa anche se poi negli anni recenti hanno subito un rallentamento.

L'analisi di questi dati mostrano come l'industria di gestione patrimoniale, nel 2012, ammontasse in termini di *asset* sotto gestione a circa €940 miliardi, equamente distribuiti in fondi di investimento sia aperti che chiusi e nei confronti dello studio precedente, questa è una diminuzione del 7% dovuta in parte ai *trends* economici negativi a livello globale e dai fattori strutturali dell'industria di gestione patrimoniale italiana. Soffermandosi proprio su quest'ultimo punto, si nota come la quota di mercato degli *asset managers* domestici è stata nel tempo erosa dai concorrenti stranieri che attraverso reti indipendenti di consulenza finanziaria sono riusciti ad offrire in maniera più precisa i loro prodotti di investimento. Inoltre, l'industria di gestione sembra indirizzare i suoi sforzi più nei mandati segregati e perciò indirettamente verso gli investitori istituzionali e strategie di investimento a lungo termine. Così facendo, questi fattori influenzeranno profondamente il suo sviluppo futuro, oltre a ricadere inevitabilmente sulla qualità dei portafogli finanziari delle famiglie italiane.

### 5.3.2 Struttura legale

Il Governo italiano con questi tre regolamenti ha gettato le basi per favorire la crescita dell'investimento socialmente responsabile nel mercato e essenzialmente possono essere ricondotti al:

1. Regolamento contro l'autodisciplina, dove la struttura di regole consiste in un *mix* equilibrato di iniziative volontarie e obbligatorie. Le prime hanno il dovere di guidare le istituzioni finanziarie verso una migliore trasparenza delle pratiche SRI, mentre le seconde offrono linee guida dettagliate e un *kit* di attrezzi riconducibili ai processi, alle metodologie e alle questioni ESG.
2. Trasparenza, dove al momento un obbligo legale per le compagnie e gli investitori che vogliono unire gli aspetti ESG ai loro affari non esiste. Infatti, il decreto legislativo

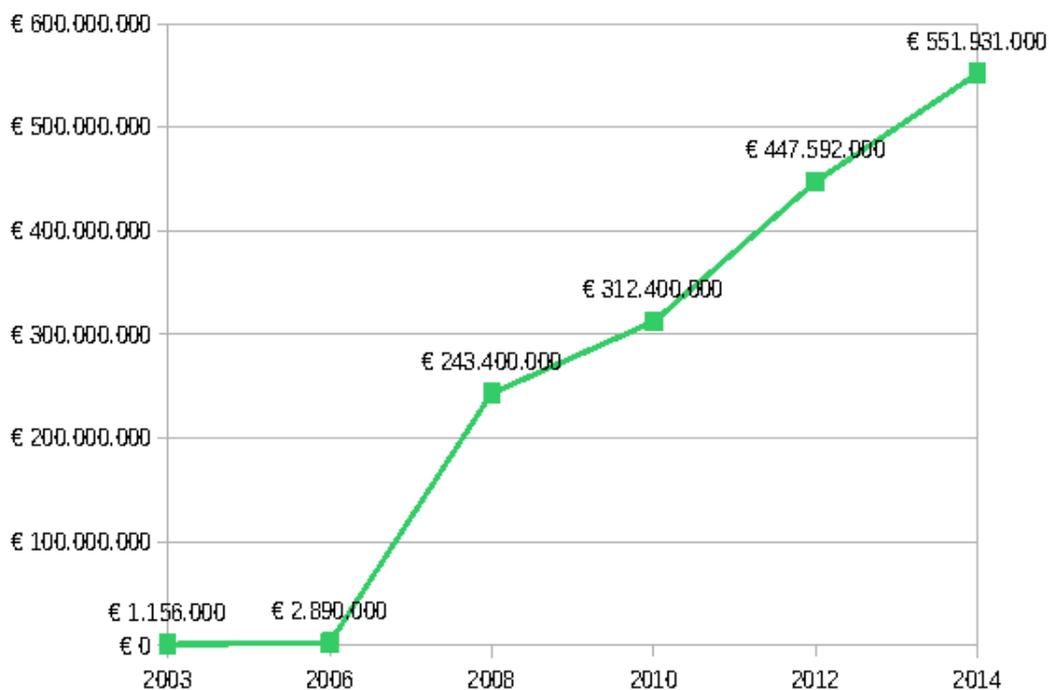
32/2007 da la possibilità alle compagnie di integrare indicatori finanziari con quelli extra-finanziari, come ad esempio informazioni inerenti all'ambiente e al capitale umano. La scelta se usarli, però è lasciata agli amministratori data la loro percezione di legami esistenti tra gli affari e le questioni ESG. Inoltre, ai sensi del decreto legislativo 252/2005, i fondi pensione sono obbligati a includere nelle loro relazioni annuali se nella gestione degli *assets* vi è presente il criterio ESG e in quale misura. Ancora, a seguito del così detto "Scandalo Parmalat", il Parlamento italiano emanò una legge che, tra le altre cose, stabiliva un obbligo ulteriore di trasparenza per tutti i prodotti finanziari etichettati come "etici" o "socialmente responsabili". Questo principio era stato imposto anche dalla *Consob*, l'Autorità dei servizi finanziari, attraverso il regolamento n. 16190/2007, il quale seguiva il contenuto delle linee guida di trasparenza dell'*Eurosif*. Tra le altre strutture legali, sempre riconducibili alla trasparenza, si menziona quella dell'*Isvap*, l'Autorità dei servizi di assicurazione che approvò un regolamento simile a quello della *Consob* (n.35/2010), applicabile però ai prodotti assicurativi. Inoltre, nel recente passato, la *Covip*, l'Autorità pensionistica, divulgò una nuova misura sulla politica di investimento dei fondi pensione, imponendo così l'obbligo di comunicazione su qualsiasi criterio riconducibile ai temi etici, ambientali e sociali nella dichiarazione dei principi di investimento.

3. Titolarità attiva, il diritto degli azionisti di intervenire ad una assemblea generale è stabilito nell'articolo 2370 del codice civile. Il d.lgs. 58/1998 (Testo Unico della Finanza), dedica un'intera sezione (articoli 125-134) ai diritti degli azionisti, specialmente l'articolo 127-ter che stabilisce il diritto di formulare le domande prima dell'assemblea generale, al fine di ricevere una risposta durante il suo corso. Su questo tema, nel 2008, la Banca D'Italia emise delle disposizioni di vigilanza, specificatamente in materia di organizzazione e di *governance* delle banche. Così facendo, gli azionisti erano liberi all'assemblea di approvare la politica di remunerazione, i piani di incentivazione a base azionaria (*stock options*), come pure la remunerazione degli organi delegati. Tra le altre cose, le banche hanno anche l'obbligo di garantire una compartecipazione completa di informazioni e modi efficaci di comunicazione tra e all'interno degli organi del *corporate governance*. Infine, per stimolare un comportamento di azionariato attivo anche nei fondi pensione, nel 2012, la *Covip* obbligò di implementare e fornire informazioni sull'orientamento della politica di investimento del fondo stesso.

### 5.3.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Come possiamo apprezzare dal grafico 78 l'intervallo di tempo 2003-2006 mostra come il mercato SRI italiano ricopriva un ruolo di nicchia all'interno della finanza globale italiana. Secondo l'*Eurosif*, questo era da ricondurre al fatto che su tale mercato vi era una forte componente *retail* che dominando sugli investitori istituzionali, non permetteva al mercato di essere in linea con gli altri mercati Europei in termini di dimensioni. E' degno di nota precisare, come le fonti dello studio del 2006 sono da ricondurre per un 92% alle risposte dei questionari, mentre il restante 8% deriva da interviste svolte dal *Forum* per la Finanza Sostenibile. Inoltre, l'*Eurosif* tiene a precisare che questo problema è nato perché la maggior parte degli investitori istituzionali del 2006, erano religiosi e non pubblicavano tutti i risultati e per questo motivo, l'attendibilità di quel dato non può essere paragonata con quella degli altri dati presenti nello studio. Due anni più tardi, si segnala come il mercato SRI mise a segno un forte *trend* rialzista, grazie a una maggiore presa di coscienza degli investitori italiani sulle questioni ESG, unito al fatto che gli investitori istituzionali stavano sempre più entrando prepotentemente nel mercato. Infine, tale processo di crescita, come vediamo, è continuato fino all'ultimo rilievo del 2014.

**Grafico 78. Trend evolutivo del mercato SRI italiano dal 2003 al 2014.**



Fonte: Report *Eurosif*, anni 2003-2014.

Guardando alle strategie SRI, apprezziamo come i criteri di *Exclusions* e il *Norms-based Screening* siano le più popolari in Italia. Infatti, il criterio di *Exclusions*, veniva maggiormente utilizzato per evitare i rischi reputazionali e nel 2012 uno dei maggiori *asset managers* italiani

impose una politica sulle mine anti-uomo e sulle munizioni a grappolo, riuscendo così a colmare il divario fino a quel momento presente tra gli accordi internazionali e le ratifiche obbligatorie. Grazie a questo intervento, adesso il criterio di *Exclusions* viene applicato a quasi tutti i fondi di gestione e questo spiega il notevole incremento avvenuto nell'intervallo di tempo 2010-2012. Anche se la crescita è stata meno marcata nei due anni successivi, il processo di crescita è continuato fino a raggiungere nel 2014 più di €496 miliardi di *asset* sotto gestione.

Anche il criterio del *Norms-based Screening* ha conosciuto nel mercato SRI italiano una importante ascesa nell'intervallo 2010-2012 e questo fenomeno è riconducibile in maniera quasi totalitaria alle Assicurazioni Generali, visto che tutti i suoi *asset* sono stati convertiti sotto questa strategia. Le origini del *Norms-based Screening* risalgono allo studio del 2003, dove veniva utilizzato dagli *asset managers* italiani con il nome di *Screening* negativo e positivo. A livello generale basa i propri *standards* sul *UN Global Compact* e tutte le relative convenzioni internazionali che principalmente si focalizzano sui diritti umani, sui diritti dei lavoratori, sulla protezione dell'ambiente e sulla corruzione.

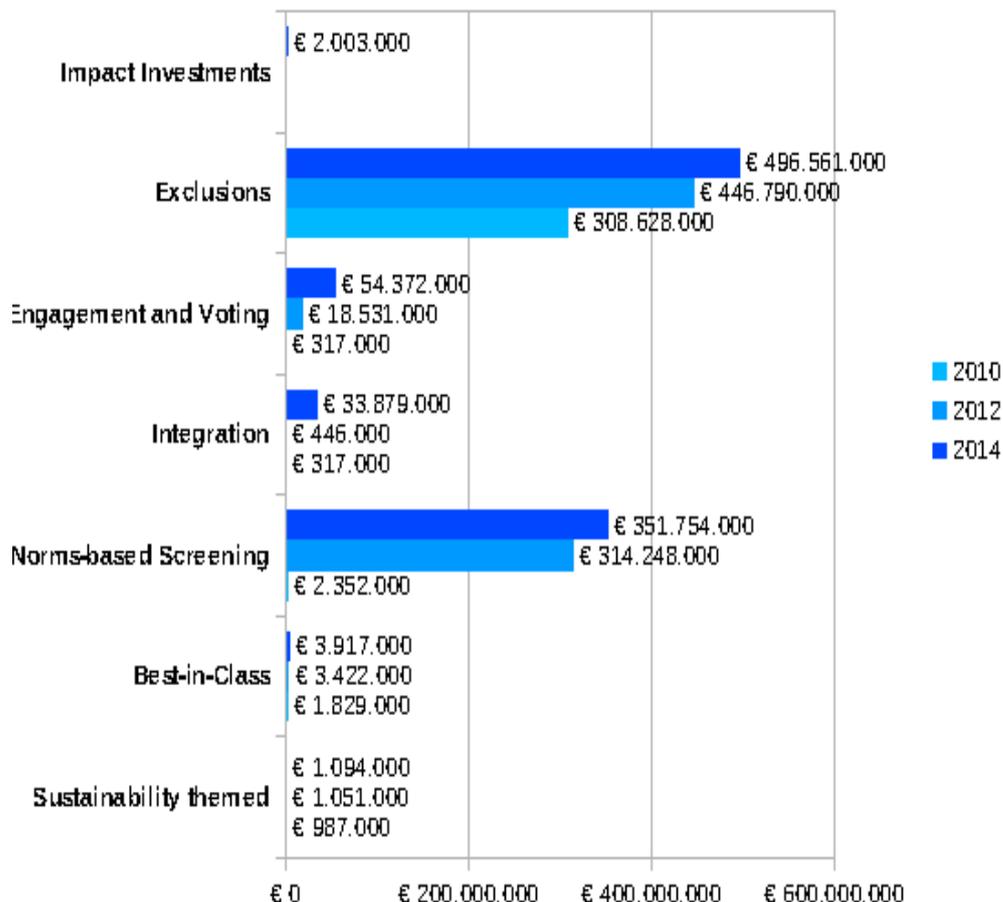
Queste due strategie sono utilizzate in maniera cospicua nel settore assicurativo, dove il Gruppo Generali e Cattolica Assicurazioni insieme rappresentano più del 90% degli *asset* sotto gestione. Infatti, le Assicurazioni Generali sono la più grande compagnia di assicurazione nel mercato SRI italiano e la terza in Europa. La sua storia comincia nel 2005, dove iniziò a considerare l'impatto etico negli investimenti e poco più tardi, come abbiamo detto pocanzi, decise che la gestione di tutti i suoi *assets* sarebbe stata indirizzata secondo le linee guida etiche adottate dal fondo pensionistico governativo norvegese, visto che il loro processo di valutazione era privo di una squadra interna. Questo per la compagnia fu un notevole passo in avanti, oltre ad aumentare indirettamente la qualità totale del mercato SRI italiano, come pure la sua dimensione. Attraverso la personalizzazione della strategia, il gruppo assicurativo intendeva migliorare la gestione dei rischi ESG, influenzando in questo modo la sua reputazione e il rapporto fiduciario con gli *stakeholders*. Tra i principi stabiliti all'interno delle linee guida etiche del gruppo, l'*Eurosif* evidenzia come possono facilmente essere riconducibili al *UN Global Compact* e queste vengono applicate su tutti gli investimenti, eccetto gli *assets* di terzi e quelli in strumenti finanziari emessi da compagnie che direttamente o attraverso società controllate:

- Producono armi che violano i principi umanitari fondamentali;
- Vendono armi o materiale militare a paesi ritenuti a rischio;
- Sono implicate in violenze gravi o sistematiche riconducibili ai diritti umani, ai danni ambientali, in pesanti situazioni di corruzione o altre violenze particolarmente gravi sugli *standards* etici fondamentali.

Analizzando la strategia dell'*Integration*, la figura 79 mostra come nel tempo sia cresciuta sensibilmente e l'*Eurosif* segnala che la cifra del 2014 copre soltanto le pratiche riconducibili

all'*Integration* sistematico e formalizzato<sup>22</sup>. Inoltre, nello studio viene stimato in circa €196 miliardi gli *assets* riconducibili alle pratiche di *Integration* non sistematiche.

Figura 79. Strategie del mercato SRI italiano dal 2010 al 2014.



Fonte: Report Eurosif, anni 2010-2014.

Nel 2010 vediamo come la strategia di *Engagement and Voting* muove i suoi primi passi e alcune piccole organizzazioni che perseguivano una missione etica iniziano ad utilizzarla, anche se molti investitori istituzionali e *asset managers* italiani non esercitavano ancora in modo sistematico i loro diritti di proprietà che erano attivi sulle questioni ESG, poiché erano ostacolati dalla piccola dimensione, della mancanza di competenza e dal conflitto d'interessi. Nelle indagini successive la strategia conosce una buona crescita grazie ad un grande *asset managers* italiano che implementa una politica di voto per delega con criteri ESG. Nel 2014, i €54 miliardi di *asset* sotto gestione sono il risultato di una varietà di approcci che oscillano dal dialogo sistematico con le compagnie, fino all'utilizzo del diritto di voto nelle assemblee generali.

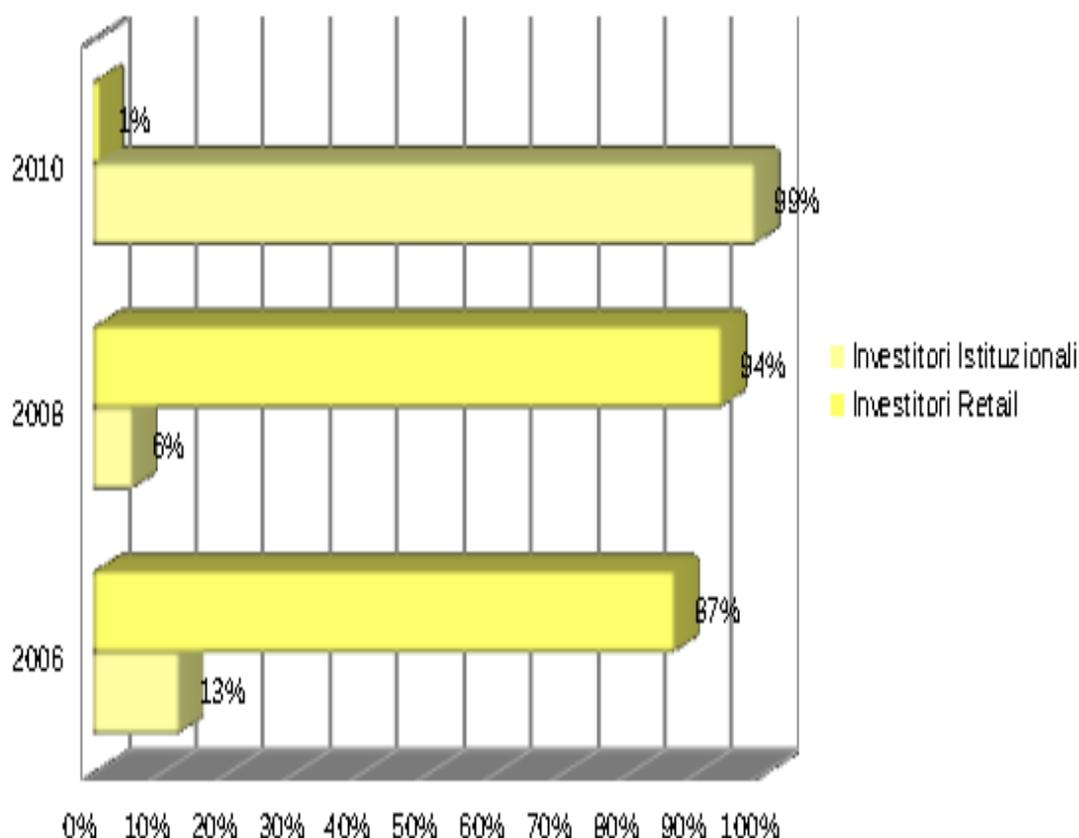
<sup>22</sup> Qui facciamo riferimento alla nuova definizione di *Integration* che l'Eurosif diede nello studio del 2014, dove al fine di una maggiore coerenza suddivise la strategia in tre categorie. Nel caso specifico, le cifre del 2014 si riferiscono solamente alla categoria di *Integration* "sistematico" e "formalizzato", escludendo quella "non sistematica".

Infine, si segnala che le altre strategie sono ancora abbastanza un fenomeno di nicchia nel mercato SRI italiano, anche se è degno di nota evidenziare come l'approccio dell'*Impact Investing*, sia iniziato nel modo più propositivo possibile, con già €2.003 miliardi di *asset* sotto gestione.

Spostando l'attenzione sugli investitori, vediamo dalla figura 80, come tradizionalmente fino al 2008 il mercato SRI italiano era stato caratterizzato dalla predominanza degli investitori *retail*. Ciò era essenzialmente riconducibile a due differenti fattori:

1. La piccola dimensione degli investitori istituzionali tradizionali, in particolare i fondi pensione;
2. La mancanza di conoscenza e sensibilità per le questioni sociali.

**Figura 80. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI italiano dal 2006 al 2010.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2006-2010.

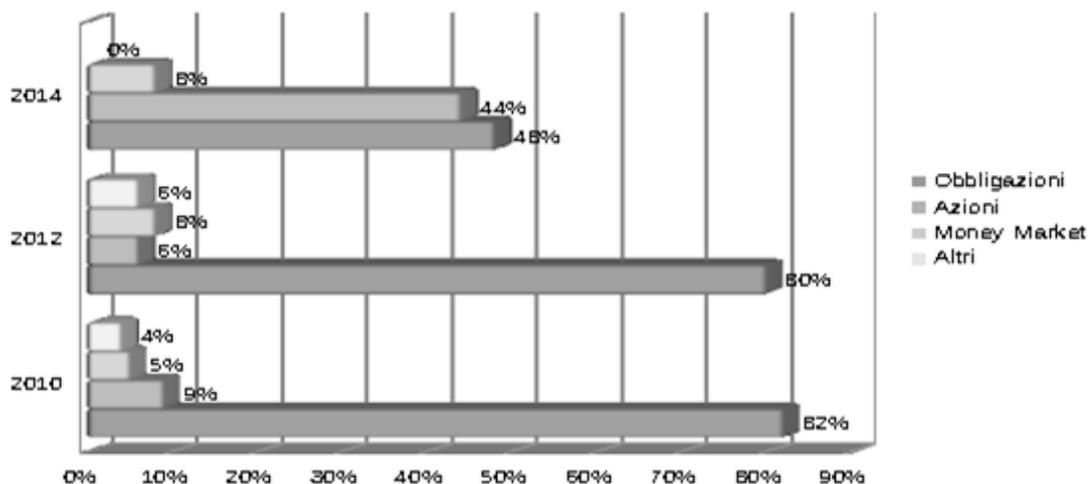
Nell'indagine del 2010, però, emerge un panorama totalmente capovolto con un aumento senza precedenti degli investitori istituzionali, dove i fondi pensione erano cresciuti sensibilmente grazie alla progressiva integrazione dei criteri ESG e/o etici presenti nei mandati dei loro *asset managers*. Infatti, all'interno di questi investitori troviamo maggiormente le fondazioni e i fondi pensione che ricoprono singolarmente il 44%, distinti soltanto dal fatto che i primi sono

dominati da un solo attore, mentre i secondi sono più diversificati. In generale, mentre gli investitori istituzionali negli ultimi anni hanno mostrato una crescente consapevolezza verso lo SRI, come approccio di investimento a lungo termine in grado di catturare i rischi ESG, simultaneamente gli investitori *retail* hanno perso questa consapevolezza, arrivando a giocare un ruolo sempre più marginale. Analizzando il dilemma “offerta vs domanda”, le principali ragioni possono essere rintracciate nella mancanza di ricreare prodotti SRI di successo. Infatti, come è stato più volte esaminato anche negli studi dell’*Eurosif*, quando i fondi di investimento responsabili sono sostenuti da un progetto di buona qualità con robusta ricerca ESG, accompagnati anche da approcci affidabili, un *marketing* e una distribuzione efficace, si nota come il *mix* di questi fattori attiri una notevole quantità di *assets* che provengono dal segmento *retail*. Questo processo negli ultimi anni è venuto a mancare tra gli investitori *retail* italiani, facendo così emerge la situazione che abbiamo descritto.

Tra le altre caratteristiche, possiamo apprezzare dalla figura 81 come l’*asset allocation* relativa agli investimenti SRI, indichi storicamente una prevalenza obbligazionaria, anche se nel tempo questa quota si è indebolita sensibilmente, passando da un 82% del 2010 a un 48% del 2014. In questa ultima indagine, l’*Eurosif* fornisce informazioni ulteriori sulle obbligazioni, illustrando anche l’ente di emissione e per questo si apprezza come le obbligazioni sovrane (32%) siano le preferite, seguita da quelle societarie (16%). Da un punto di vista azionario, notiamo un *trend* inverso a prima, infatti la loro quota di mercato è passata da un 9% del 2010 ad un 44% nel 2014. Questi fenomeni sono in parte il frutto della crisi economico-finanziaria trascorsa che ha inevitabilmente cambiato anche le preferenze degli investitori. La restante parte del mercato, seppur marginale, si compone del *Money Market* e della categoria “altri” che è stata presente fino al 2012, dove vi si includeva il *private equity*, il *venture capital* e gli *hedge funds*. Spostando l’attenzione unicamente al mercato SRI *retail*, dallo studio Vigeo del 2014 possiamo notare come in quello spicchio di mercato, l’*asset allocation* preferito dagli investitori responsabili italiani sia il prodotto azionario che ricopre il 45% del totale, mentre la restante parte del mercato è suddivisa quasi in maniere perfetta dalle obbligazioni (28%) e dai prodotti bilanciati (27%). Da un punto di vista dei prodotti azionari, questi dati sono in linea con quanto visto nell’*asset allocation* a livello generale, mentre le obbligazioni sul mercato SRI *retail* risultano essere meno attraenti. Inoltre, tra le altre cose è importante evidenziare come nell’anno 2014, sul mercato SRI *retail* italiano si sia mantenuto lo stesso numero di fondi, ovvero dodici unità, anche se gli *asset* sotto gestione sono balzati del 40% rispetto al 2013 e questo ha portato inevitabilmente a due benefici:

1. l’incremento degli *asset* totali sottogestione a €3.2 miliardi;
2. l’ampliamento della dimensione media dei fondi SRI *retail* a più di €100 milioni di *asset*.

Figura 81. *Asset allocation* del mercato SRI italiano dal 2010 al 2014.



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2010-2014.

### 5.3.4 Previsioni future

Per il prossimo futuro, il mercato SRI italiano se vuole continuare la sua crescita, deve affrontare importanti sfide, tra cui:

- ✓ l'implementazione di strategie SRI efficaci, con l'idea di stimolare l'economia reale attraverso pratiche e strumenti innovativi e finanziari orientati alla sostenibilità;
- ✓ lo spostamento da un mercato con pochi *owner managers* che implementano politiche SRI a un nuovo scenario, dove l'investimento socialmente responsabile diventi una pratica più diffusa;
- ✓ mostrare il "*Business Case*" per gli *asset managers* e i promotori finanziari, al fine di adeguarsi alla potenziale domanda dei prodotti SRI nel settore *retail*.

Infine, secondo l'*Eurosif*, nel mercato SRI istituzionale le compagnie di assicurazione e i fondi pensione continueranno a rappresentare gli attori con il *trend* di crescita più promettente e altri segnali positivi arriveranno anche dal settore delle banche private, dove la crescente domanda di prodotti finanziari "responsabili e sostenibili" è in procinto di influenzare l'offerta.

## 5.4 Spagna

Questo paese viene preso in considerazione dall'*Eurosif* nei suoi studi SRI dal 2003 al 2014.

### 5.4.1 *Background*

In Spagna, la correzione che ha colpito negli ultimi anni l'industria di gestione patrimoniale sembra essere stata lasciata alle spalle, grazie alle ultime prestazioni sui mercati azionari, dove nella seconda metà del 2013 si è riscontrato una bassa volatilità e una crescente fiducia da parte degli investitori. Infatti il suo indice di riferimento, IBEX-35, dopo tre anni di correzioni ha

ottenuto un rendimento annuo del 21.4%, mettendo così a segno la seconda crescita più rapida in Europa. Questo scenario ha avuto delle ripercussioni positive, anche sull'industria di gestione patrimoniale spagnola, facendola balzare nel periodo 2011-2013 a un più 20.2% di *asset* sotto gestione. Indubbiamente, questo recupero denota una inversione di tendenza, anche se siamo ancora agli inizi, visto che negli anni precedenti aveva subito delle forti perdite, causate in buona parte dagli effetti di contagio della crisi economico-finanziaria del 2007-2008, come pure le repentine correzioni sperimentate sul mercato immobiliare. I dati forniti dall'*Eurosif* mostravano come il totale degli *asset* sotto gestione fossero diminuiti più del 31% dai livelli del 2007, quando raggiunsero i €414.6 miliardi e in solo quattro anni erano scesi a €284.7 miliardi. In questo contesto economico, o forse a causa di questo, il mercato dell'investimento socialmente responsabile ha iniziato a risultare agli occhi degli investitori, una valida alternativa rispetto all'investimento *mainstream*. Se lo si confronta con gli altri mercati Europei, però lo vediamo ancora molto sottosviluppato, anche se come avremo modo di vedere in seguito sta sperimentando una crescita continua, grazie essenzialmente alla buona *performance* dei mercati azionari e al continuo interesse mostrato dagli *asset manager* e *asset owners* locali sulle questioni ESG, nel momento in cui devono prendere le decisioni d'investimento.

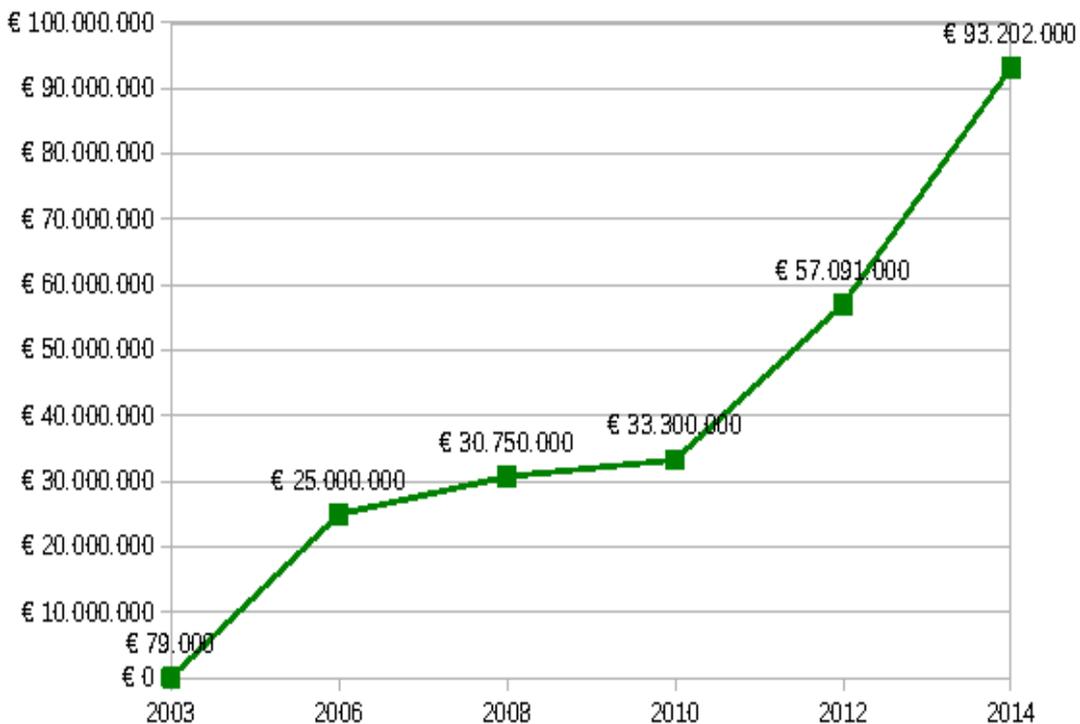
#### 5.4.2 Struttura legale

In Spagna, la struttura legale per l'investimento socialmente responsabile è ancora poco sviluppata se confrontata con quella degli altri paesi Europei, anche se il contesto legislativo ha vissuto dei cambiamenti significativi negli ultimi anni. Per esempio, la Legge sull'economia sostenibile approvata il 4 marzo del 2011, si rivolge ai fondi pensione chiedendogli di essere più trasparenti se usano o meno i criteri ESG nei loro approcci d'investimento. Sempre nella solita direzione, vi è anche la legge che ha l'obiettivo di modernizzare il sistema di sicurezza sociale spagnolo, chiedendo ai piani di previdenza di essere più trasparenti relativamente al fatto se loro incorporano l'analisi dei rischi ESG come parte del loro processo di scelta d'investimento. Tuttavia, è giusto sottolineare come se da un lato queste nuove regole sulla trasparenza sono promettenti, dall'altro serve sicuramente più dinamicità da parte dei rami legislativi e esecutivi, al fine di poter garantire al mercato dell'investimento socialmente responsabile di emergere dalla sua attuale condizione di nicchia. Comunque, al momento in cui l'*Eurosif* forniva i dati dell'ultima indagine, non era ancora chiaro come il governo si sarebbe posto sulle questioni riguardante sia lo SRI che il CSR, per questo motivo è necessaria una certa cautela nell'analizzare i futuri sviluppi legislativi in questa area.

#### 5.4.3 Caratteristiche e strategie del mercato

Come possiamo osservare dal grafico 82, il mercato SRI spagnolo è sempre risultato in crescita, segno evidente che gli investitori, gli *asset managers* e *asset owners* locali lo stanno sempre più considerando come una valida alternativa all'investimento tradizionale. Inoltre, la passata crisi economico-finanziaria è riuscita a far capire agli investitori che uno sviluppo sostenibile nel lungo periodo, può essere raggiunto soltanto con una finanza che poggia le sue basi sull'etica e sulle questioni ESG.

**Grafico 82. Trend evolutivo del mercato SRI spagnolo dal 2003 al 2014.**



Fonte: *Report Eurosif*, anni 2003-2014.

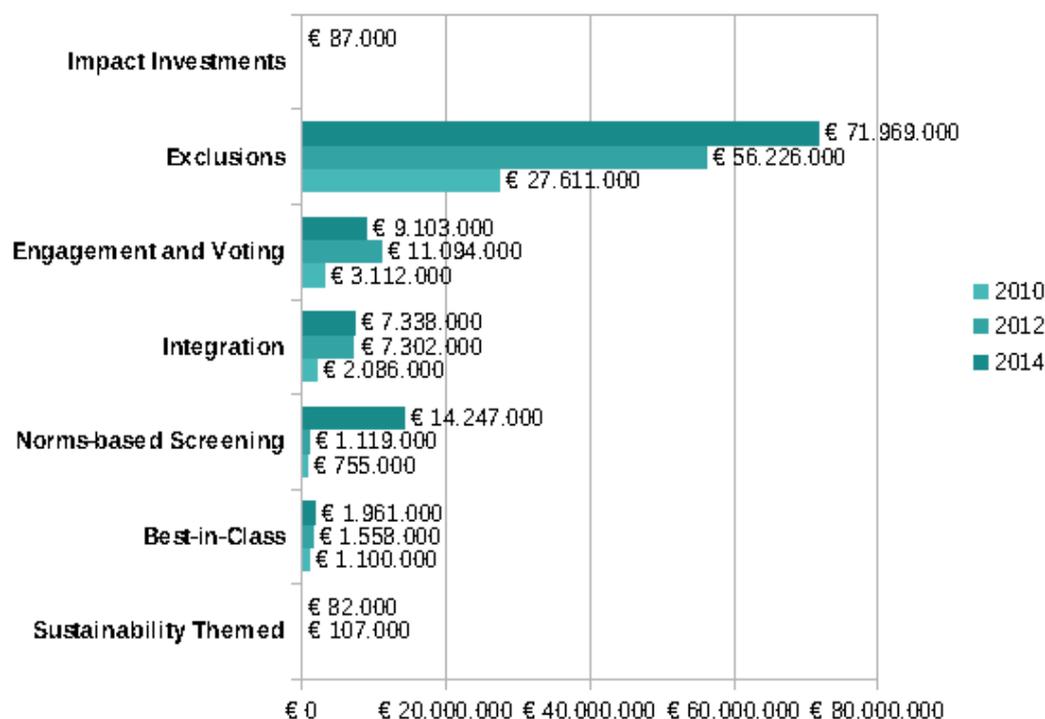
Per quanto concerne le strategie SRI, prima di tutto è giusto ricordare che gli investitori istituzionali fecero la sua comparsa sul mercato dell'investimento socialmente responsabile soltanto nel 2003 e questo condusse i fondi pensione spagnoli nei due anni successivi a investire in fondi stranieri, poiché sul mercato locale non vi era presente alcun fondo. Passata una prima fase sperimentale, le cose iniziano a cambiare nel 2005, dove i fondi pensione intrapresero una strategia sul mercato SRI spagnolo con il criterio dell'*Engagement and Voting* e del *Negative screening*<sup>23</sup>, dove proprio quest'ultimo risultava essere l'approccio più utilizzato dagli *asset manager* e *asset owners* locali di quel periodo.

<sup>23</sup> Si ricorda che negli studi successivi, l'*Eurosif* cambierà il nome della strategia *Negative Screening* a *Norms-based Screening*.

Nell'ultimo studio del 2014, il mercato SRI spagnolo mostra significativi passi in avanti nella sofisticazione, grazie al crescente uso di strategie sempre più complesse. La strategia dominante è divenuta dal 2010 il criterio dell'*Exclusions*, dove nel periodo 2010-2012 la sua dimensione è più che raddoppiata e nei due anni successivi mette a segno un CAGR del 28%. Tra i suoi criteri più utilizzati troviamo le armi, seguite dalla pornografia, il tabacco, il gioco d'azzardo e l'alcol. Per quanto riguarda il *Norms-based Screening* sappiamo che nell'intervallo di tempo 2012-2014, ha fatto un balzo del 256.8% in termini di CAGR, diventando così la seconda strategia più popolare. Per l'*Eurosif*, questo forte aumento indica come il mercato SRI spagnolo stia diventando sempre più sofisticato, dato che sempre più *asset managers* e investitori istituzionali spagnoli stanno introducendo questa strategia nel momento in cui devono scegliere i criteri d'investimento. I principi sui quali si basa sono da ricercare tra i trattati e le norme internazionali del *UN-Global Compact*. Tra le altre strategie troviamo quella dell'*Integration* che nel periodo 2010-2012, ha visto il suo volume più che triplicato ed è interessante sottolineare, come gli investitori istituzionali e gli *asset managers* locali che praticano questa strategia, lo facciano in un modo piuttosto sistematico ed esplicito. Infatti, non hanno l'abitudine di rendere disponibile ai loro analisti tradizionali e gestori di portafoglio una qualche forma di ricerca e di analisi ESG, sia essa prodotta internamente o acquisita dall'esterno.

Come possiamo vedere dalla figura 83 nel periodo 2010-2012 il criterio dell'*Engagement and Voting* ha più che triplicato le sue dimensioni, anche se nei due anni successivi ha conosciuto sul suo cammino una piccola diminuzione. Tuttavia, l'*Eurosif* ci tiene a precisare che la cifra del 2014 deve essere letta con cautela, poiché l'ultima indagine è stata formata in questo campo su risposte parziali e per questo motivo crede che molto probabilmente gli *assets* coperti da questa strategia siano, come minimo, rimasti stabili rispetto allo studio del 2012. Entrando nel dettaglio, l'azionariato attivo nella forma di dialogo con gli azionisti e/o l'esercizio del diritto di voto è sensibilmente cresciuto intorno alle questioni ESG ed è stato guidato in larga parte da alcuni grandi investitori istituzionali, incluso i due principali sindacati e un numero di grandi datori di lavoro che maggiormente provenivano dal settore finanziario. Come da tradizione, le principali questioni durante il diritto di voto si sono focalizzati intorno alla *corporate governance* e sui compensi ai dirigenti, mentre gli aspetti di amministrazione ambientale e sociale sono stati meno dibattuti. Inoltre, l'*Engagement* diretto con le compagnie sulle questioni ESG rimane abbastanza sottoutilizzato sul mercato spagnolo, anche se è aumentato negli ultimi anni. Infine, l'*Engagement* indiretto resta la forma più comune nell'ambito di questa strategia, visto che tradizionalmente è sempre stato utilizzato dai più grandi fondi pensione occupazionali che sono sempre stati i più comuni fondi istituzionali.

Figura 83. Strategie del mercato SRI spagnolo dal 2010 al 2014.



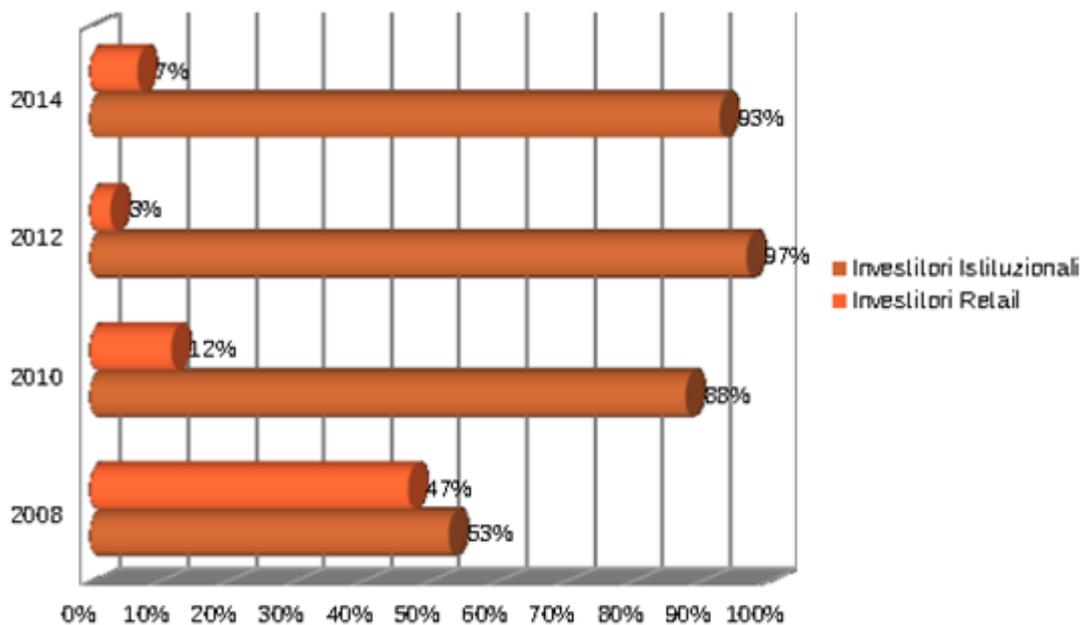
Fonte: *Report Eurosif*, anni 2010-2014.

Tra gli altri approcci, troviamo quello del *Sustainability Themed* che nel mercato SRI spagnolo ha sempre ricoperto un ruolo marginale e negli ultimi due anni ha perso ancora più di valore, dato che ha subito una diminuzione del CAGR pari al 12.3%. Questo ha colto di sorpresa l'*Eurosif*, visto che ha sempre pensato potesse diventare più apprezzata tra le fila degli HNWI, poiché questi partecipano al mercato spagnolo cercando delle opportunità d'investimento che diano un profitto proveniente dalla transizione, ormai sempre più necessaria, di un'economia basata su una minore intensità di carbonio. Tra i fondi più popolari si segnalano quelli sul cambiamento climatico e l'energia rinnovabile. In conclusione, troviamo che nell'intervallo di tempo 2012-2014, il criterio *Best-in-Class* cresce di un CAGR del 12%, anche se rimane una strategia poco utilizzata sul mercato SRI spagnolo e proprio quest'ultimo ha visto nello studio del 2014, muovere i primi passi al criterio dell'*Impact Investments*.

Dando uno sguardo agli investitori, come si evince dalla figura 84, nell'indagine del 2008 gli investitori sia istituzionali che *retail*, ricoprivano quasi la stessa quota di mercato e questa era una divergenza della Spagna rispetto agli altri paesi Europei, dove gli investitori istituzionali la facevano da padroni. Come accennato pocanzi, questa situazione si era venuta a creare perché dal 1999 al 2003, il mercato SRI spagnolo era formato da soli investitori *retail* e i primi investitori istituzionali fecero la sua comparsa soltanto alla fine di quell'anno. Due anni dopo però, la situazione era totalmente cambiata e il mercato SRI spagnolo era dominato dagli

investitori istituzionali (88%) che negli anni successivi continuarono a salire. Dando uno sguardo al lato *retail*, vediamo come nell'intervallo di tempo 2012-2014, dopo essersi lasciati alla spalle quel brutto tracollo, sono riusciti leggermente a risalire passando da un 3% del 2012 ad un 7% del 2014 e questo è certamente un *trend* positivo per la Spagna. Infatti, questi investitori dopo alcuni anni passati ai margini del mercato a causa essenzialmente della perdita di interesse e di consapevolezza nell'investimento socialmente responsabile, possono recuperare un po' del terreno perduto e contribuire alla crescita futura.

**Figura 84. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI spagnolo dal 2008 al 2014.**

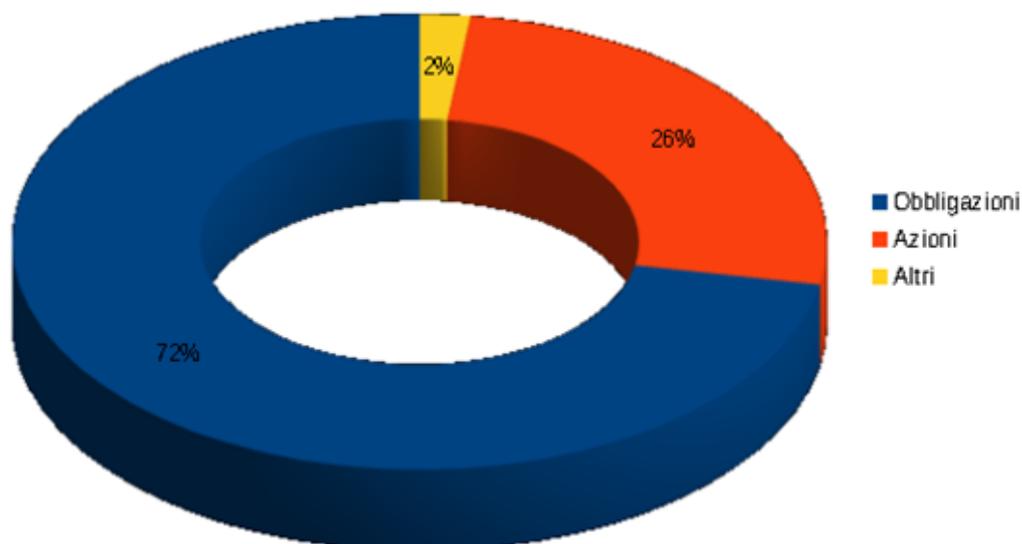


Fonte: Report Eurosif, anni 2008-2014.

Infine, dando uno sguardo all'*asset allocation* vediamo dalla figura 85 come le obbligazioni, specialmente quelle governative, sia il prodotto preferito tra gli investitori spagnoli e nello studio del 2008 ricoprivano quasi i tre quarti del mercato SRI totale. Lo scenario appena descritto, non dovrebbe sorprendere più di tanto, visto che il profilo di rischio dell'investitore medio spagnolo, tende ad essere molto conservativo favorendo i prodotti obbligazionari e/o i depositi bancari, rispetto al mercato azionario. Focalizzandosi esclusivamente sul mercato SRI *retail* spagnolo, vediamo dallo studio Vigeo 2014 come nonostante sia trascorso sei anni, i dati forniti ricalcano ancora i tratti di un investitore responsabile poco avverso al rischio. Infatti, l'*asset allocation* si presenta con i prodotti bilanciati che dominano letteralmente il mercato con una quota del 95%, seguiti dalle azioni (3%) e dalla categoria "altri" (2%). La spiegazione a tale scenario deriva dal fatto che nonostante il 2014 sia stato un anno di vivacità inattesa dal lato dell'offerta, il forte incremento è stato il frutto di quasi un solo fondo che mettendo tutti i suoi *asset* nazionali sul prodotto bilanciato ha fatto sì che si creasse la situazione appena descritta.

Infine, tra le altre peculiarità si evidenzia come gli *asset* totali sotto gestione siano arrivati nel 2014 a €1.8 miliardi e questo dato indica come il mercato SRI *retail* spagnolo sia ancora di modeste dimensioni se confrontato agli altri mercati Europei.

**Figura 85. Asset allocation del mercato SRI spagnolo del 2008.**



Fonte: *Report Eurosif*, anno 2008.

#### 5.4.4 Previsioni future

Gli intervistati dell'indagine del 2014 sono convinti che gli anni futuri saranno caratterizzati dalla ripresa economica, per questo guardano con ottimismo al mercato dell'investimento socialmente responsabile, visto che essendo riuscito a crescere durante il periodo peggiore della recessione, ora è pronto a ricoprire il ruolo di valida alternativa all'investimento *mainstream*. Inoltre, la spinta per una crescita futura sugli investimenti responsabili arriva anche dal governo e dalle altre autorità di regolamentazione che hanno in cantiere una legislazione riguardante i criteri ESG e la trasparenza di informazione. In aggiunta, il rimbalzo avvenuto all'industria di gestione patrimoniale dovrebbe avere un impatto positivo anche sul mercato SRI spagnolo che sempre secondo gli intervistati, dovrebbe continuare il processo di sofisticazione avviato in questi anni, dato che la recente ascesa del *Norms-based Screening* sembra indicare una evoluzione progressiva delle pratiche di mercato.

Infine, si aspettano che gli investitori istituzionali continueranno a guidare il mercato, anche se quelli *retail* riusciranno ad accrescere la loro quota, grazie essenzialmente alla nuova legislazione favorevole, alla domanda avanzata da parte dell'associazioni dei consumatori, dei gruppi finanziari e degli altri *stakeholders*, come il SIF spagnolo, *Spainsif*. Infatti, proprio quest'ultimo per molti sarà un elemento importante per l'investimento socialmente responsabile,

visto che come ogni *forum* nazionale ha l'obiettivo di promuovere e diffondere informazioni per lo sviluppo della finanza sostenibile nel proprio paese.

## CONCLUSIONI

Giunti alla fine di questo cammino siamo riusciti a comprendere che la finanza etica, o socialmente responsabile, è un modo diverso di intendere la finanza, visto che rispetta l'ambiente, l'uomo e l'esigenza degli investitori che vogliono investire nei mercati finanziari senza avere come unico obiettivo il rendimento atteso, ma anche altri valori di carattere ambientale e sociale. L'investimento socialmente responsabile cerca quindi di conseguire un interesse non soltanto economico, dato che si focalizza più sull'aspetto sociale della persona, oltre a considerarla come una manifestazione di bisogni e insieme di opportunità. Per queste ragioni si può sostenere che la finanza etica promuove uno sviluppo sostenibile, che così fu definito nel Rapporto *Brundtland*:

- ✚ Uno sviluppo in grado di soddisfare i bisogni delle generazioni presenti senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni;
- ✚ Un processo nel quale lo sfruttamento delle risorse, la direzione degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico ed il cambiamento istituzionale sono tutti in armonia, ed accrescono le potenzialità presenti e future per il soddisfacimento delle aspirazioni e dei bisogni umani.

In sostanza, lo sviluppo sostenibile è una sorta di principio guida che si riferisce in concreto alla responsabilità di un soggetto, in questo caso un soggetto economico, verso altri soggetti. Si tratta quindi di una responsabilità morale, ancora prima che legale, verso tutti coloro che hanno un interesse diretto o indiretto agli effetti dell'attività d'impresa e quindi verso i soggetti con cui quest'ultima intrattiene i rapporti. Con questo nuovo modo di intendere la finanza, uno spicchio della comunità finanziaria ha iniziato a concentrarsi sulle conseguenze non economiche delle azioni scaturite da operazioni finanziarie e a favorire gli investimenti con criteri etici, altrimenti detti SRI (*Socially Responsible Investments*). All'interno di questi, rimangono gli elementi basilari come il rendimento, il capitale e gli interessi degli impieghi, ma a questi si affianca l'importanza alla qualità e al benessere della vita delle persone, poiché il susseguirsi dei fatti di cronaca quotidiani hanno portato alla luce che i danni sociali e ambientali causati dalle imprese hanno un costo elevato che si ripercuote sugli uomini, sia in termini economici sia sulle proprie condizioni di vita. Per queste ragioni la finanza etica propone un vero e proprio approccio alternativo all'idea di finanza, senza però rinnegare i meccanismi di base come l'intermediazione, la raccolta, il prestito, ma apportando modifiche ai valori di riferimento ovvero mettendo al centro del progetto la persona e non il capitale, l'idea e non il patrimonio, l'equa remunerazione dell'investimento e non la speculazione. Infatti, la finanza etica spera di introdurre come parametro di riferimento, oltre al rischio e al rendimento, anche il riflesso dell'investimento sull'economia "reale", al fine di modificare i comportamenti "finanziari" in senso più sociale e di finanziare tutte le attività che si proiettano a uno sviluppo umanamente ed

ecologicamente sostenibile. Difatti, in un contesto come quello finanziario, che si caratterizza per la presenza di interessi speculativi rilevanti e per la pressione a collegare ad ogni operazione un valore marcatamente positivo del rendimento finanziario, la finanza sostenibile si colloca, quindi, non solo sul criterio della vitalità economica, ma anche su quello della utilità sociale. Per queste ragioni il suo obiettivo principale è quello di riportare la finanza a svolgere la propria funzione originaria di garante del risparmio e di supporto allo sviluppo dell'economia reale, dove il raggiungimento dello sviluppo sostenibile mira ad evitare che gli impieghi siano esclusivamente speculativi e che il risparmio sia gestito in maniera da favorire l'equità sociale, oltre il rispetto e la protezione dell'ambiente. Come abbiamo avuto modo di vedere, in campo europeo però non esiste una definizione univoca di finanza etica e questo è dovuto essenzialmente alle diversità sociali, legislative ed economiche che si registrano nei diversi Paesi. Per questo motivo gli studi forniti dall'*Eurosif (European Sustainable Investment Forum)*, un *network* pan-europeo la cui missione è sostenere la crescita degli investimenti socialmente responsabili nei mercati finanziari europei, aveva fornito una descrizione dello SRI che potesse abbracciare il più grande numero di consensi: “un qualsiasi tipo di processo di investimento che riuscisse ad unire gli obiettivi finanziari degli investitori con le loro preoccupazioni riguardo a questioni ambientali, sociali e di *governance* (ESG)”.

Tra gli altri punti fermi dobbiamo sicuramente inserire che se la finanza etica in questi anni ha avuto una risonanza sempre più forte sugli investitori, siano essi istituzionali che *retail*, parte del merito è da ricondurre ai principi e alle convenzioni internazionali. Infatti, tali trattati hanno indubbiamente il merito di aver sollecitato l'opinione pubblica a intervenire ad esempio sulle discriminazioni, sugli abusi inflitti agli uomini e sul problema dell'inquinamento scellerato del nostro pianeta. Un primo passo in questa direzione venne compiuto attraverso la Dichiarazione Universale dei Diritti Umani, sancita dalle Nazioni Unite il 10 dicembre 1948 e in quel caso si sottolineò come tutte le persone, senza distinzioni, dovessero godere di certi diritti per il solo fatto di essere al mondo. In tempi più recenti è stato lanciato dal Segretario Generale delle Nazioni Unite, *Kofi Annan*, al *World Economic Forum* di *Davos* –Svizzera, il *UN-Global Compact* che rappresenta un importante passo in avanti sul percorso di una maggiore consapevolezza del concetto di *partnership* tra imprese, istituzioni, cittadini e la promozione di un nuovo concetto di responsabilità sociale di impresa. Infatti, aderendo all'*UN-Global Compact*, le imprese si impegnano ad intraprendere un processo di integrazione consapevole basandosi su nove principi nelle loro strategie ed operazioni quotidiane e tali principi si possono riepilogare nel modo seguente :

1. Alle imprese è richiesto di promuovere e rispettare i diritti umani universalmente riconosciuti nell'ambito delle rispettive sfere di influenza;
2. Assicurarsi di non essere, seppure indirettamente, complici negli abusi dei diritti umani;

3. Alle imprese è richiesto di sostenere la libertà di associazione dei lavoratori e riconoscere il diritto alla contrattazione collettiva;
4. Eliminazione di tutte le forme di lavoro forzato e obbligatorio;
5. L'effettiva eliminazione del lavoro minorile;
6. Eliminazione di ogni forma di discriminazione in materia di impiego e professione;
7. Alle imprese è richiesto di sostenere un approccio preventivo nei confronti delle sfide ambientali;
8. Intraprendere iniziative che promuovano una maggiore responsabilità ambientale;
9. Incoraggiare lo sviluppo e la diffusione di tecnologie che rispettino l'ambiente.

Negli anni le imprese che vi hanno aderito operano in settori e aree geografiche differenti, ma hanno in comune il fatto di essere aziende *leader* e di aspirare ad una crescita globale responsabile, che tenga in considerazione gli interessi di un ampio numero di soggetti come i dipendenti, investitori, clienti, *partner* commerciali, associazioni di consumatori e comunità locali. Inoltre, il sostegno delle Nazioni Unite è stato determinante anche per inserire le questioni ESG nell'attività di investimento, dato che questi sono gli obiettivi principe per cui sono stati realizzati i Principi dell'investimento responsabile, che furono elaborati dalla comunità degli investitori e all'inizio del 2006 emanarono i sei punti sui quali si ergono:

1. Incorporare i temi ESG nell'analisi e nei processi decisionali di investimento;
2. Essere azionisti attivi e incorporare i temi ESG nelle politiche e pratiche di gestione;
3. Chiedere un appropriato livello di comunicazione sulle problematiche ESG da parte delle realtà in cui si investe;
4. Promuovere l'accettazione e l'implementazione dei principi all'interno dell'industria degli investimenti;
5. Collaborare con gli altri firmatari per accrescere l'efficacia nell'applicazione dei principi;
6. Riferire sulle attività e sui progressi fatti nell'applicazione dei principi.

Nel concreto, alla base di questi principi c'è la profonda convinzione che le tematiche ESG sono realmente capaci di influenzare in positivo la *performance* finanziaria degli investimenti, dato che la loro applicazione aiuterà a far coincidere gli interessi di questi con i più ampi obiettivi della società. Tra le altre importanti convenzioni internazionali abbiamo esaminato anche il trattato di *Ottawa*, dove si proibisce l'uso, lo stoccaggio, la produzione e la vendita di mine anti-uomo e queste linee guida giocano un ruolo fondamentale nelle strategie dallo SRI, dove il suo scopo principale è quello di comprendere se stiamo prendendo in considerazione un investimento che è conforme ai principi della finanza etica. Infatti, al fine di centrare tale obiettivo, gli *asset managers* che utilizzano l'investimento socialmente responsabile hanno a disposizione sette strategie che incorporano sostenibilità e responsabilità nelle decisioni di

investimento, tenendo conto dei criteri ESG nelle sue varie forme. Quindi tali strategie, come abbiamo avuto modo di vedere, possono essere così descritte:

1. *Sustainability Themed*: investimenti a temi specifici come l'energia rinnovabile, l'acqua e i cambiamenti climatici che si collegano allo sviluppo della sostenibilità. Inoltre, per lo studio dell'*Eurosif* i fondi tematici per essere considerati sostenibili devono prendere in considerazione le questioni ESG nel proprio processo di costruzione e nonostante il suo vero potenziale a contribuire ad una economia più sostenibile, questa strategia è sempre stata tradizionalmente una delle più piccole in Europa, anche se nell'arco di tempo 2006-2014 la sua crescita annuale media è stata del 30.7%. Infine, l'ultima fotografia scattata dall'*Eurosif* nell'indagine del 2014, mostrava come l'Olanda sia il mercato più grande e il Regno Unito con il sorpasso affettuato ai danni del mercato svizzero è diventato il secondo paese in termini di dimensioni.
2. *Best-in-Class*: approccio dove si prende in esame solo gli investimenti più importanti o meglio performanti all'interno di una categoria o classe e la scelta si basa esclusivamente sui criteri ESG. Inoltre, questa strategia nell'intervallo di tempo 2006-2014 ha messo a segno una crescita del 26% su base annua e i principali contributi a questo incremento sono da ricercare nel mercato svizzero, dove si è registrato un aumento decuplo grazie alla conversione di un piccolo numero di investitori istituzionali.
3. *Norms-based Screening*: un approccio che coinvolge ogni società del portafoglio di investimento, al fine di valutare se viola specifici *standards* ESG e le sue linee guida poggiano sulle norme internazionali stabilite da organizzazioni o istituzioni come il *UN-Global Compact* e i trattati internazionali. Tra le altre considerazioni dobbiamo segnalare come tale strategia sia aumentata rapidamente dalla prima rilevazione del 2010, con una crescita annuale media del 39% e i paesi nordici sono sempre stati i più assidui utilizzatori con il mercato francese alle loro spalle. Inoltre, è giusto evidenziare anche come nella pratica tale approccio abbia sempre avuto come risultato finale un effetto poco soddisfacente all'interno di un portafoglio, dato che poche compagnie tendono ad essere escluse con questa strategia.
4. *Exclusion*: al suo interno vi sono presenti diversi criteri come ad esempio le *Exclusion overlay* che rappresentano le linee guida del trattato di *Ottawa*, dato che hanno la messa al bando delle mine anti-uomo. Inoltre, all'interno di questa categoria dal 2008 vi è stato inserito anche il trattato di *Oslo* che mette al bando la produzione delle munizioni a grappolo. Tra le altre cose è giusto sottolineare come all'interno dell'*Exclusion* vi sia presente anche altri criteri, come ad esempio il tabacco, l'alcol, il gioco d'azzardo e le armi nucleari. Inoltre, l'*Eurosif* ha definito questa strategia come un criterio che serve per rimuovere compagnie o settori dall'universo investibile del portafoglio e tale

criterio dallo studio del 2003 ha messo a segno una crescita annuale media del 39%. Infine, è giusto ricordare come i dati presi dall'indagine dell'*Eurosif* si siano sempre basati sugli *asset* non banditi da alcuna legge nazionale, altrimenti non sarebbero stati inclusi in tali cifre come ad esempio è avvenuto per la categoria delle *Exclusion overlay* nei mercati francesi e olandesi.

5. *Integration*: una strategia dove gli *asset manager* includono esplicitamente i rischi ESG nell'analisi finanziaria tradizionale e le decisioni dell'investimento si basano su un processo sistematico e su fonti di ricerca appropriate. Inoltre, questo è un criterio difficile da definizione e al fine di offrire una maggiore chiarezza l'*Eurosif* nello studio del 2014 decise di suddividerlo in tre categorie: Categoria 1, "*Integration* ESG non sistematico", dove troviamo una ricerca ESG e le analisi sono rese disponibili agli analisti tradizionali e ai gestori di fondi. Categoria 2, "considerazioni sistematiche", dove vi è incluso la ricerca ESG, l'analisi del *rating* finanziario, una valutazione da parte degli analisti e dei gestori di fondi. Categoria 3, "vincoli di investimento obbligatori", basati su *rating* finanziari, valutazioni derivate da ricerca ESG e analisi. Tra le altre cose, si evidenzia come questo approccio superando nel 2014 la soglia dei €5 trilioni abbia fatto registrare un incremento del 30% su base annua dalla sua prima rilevazione del 2006. Inoltre, dai dati forniti dell'*Eurosif*, sappiamo che dei €5.2 trilioni di *Integration*, la parte sistematica (categoria due e tre) risulta meno diffusa, attestandosi a €1.9 trilioni e questo conferma che una parte significativa dell'industria ha iniziato a investire tempo e risorse in questa strategia. Infine, a livello paese se consideriamo tutte e tre le categorie dell'*Integration*, vediamo che la Francia riscuote sempre più successo, mentre il Regno Unito appare il maggiore contribuente a livello Europeo quando si considera le pratiche di *Integration* sistematiche.
6. *Engagement and Voting*: l'attività dell'*Engagement* così come la titolarità attiva attraverso il voto di quote sono da perseguire attraverso un impegno costante con le compagnie sulle questioni ESG, poichè questo è un processo a lungo termine che cerca di influenzare il comportamento degli azionisti e gli sprona ad essere sempre più trasparenti. Inoltre, nel 2014 la strategia raggiunge più di €3 trilioni di *assets* sotto gestione, registrando un tasso annuale di crescita dalla prima rilevazione (studio del 2003) del 35% e a livello paese, il Regno Unito continua ad essere il mercato più importante, con metà degli *assets* europei.
7. *Impact Investment*: questo termine assume una definizione ad ombrello, dato che racchiude diversi investimenti responsabili come la microfinanza, gli investimenti delle imprese sociali e gli investimenti comunitari. Per quanto riguarda la microfinanza, abbiamo visto che questa genera valore sociale e così facendo migliora l'accesso ai servizi finanziari, in modo particolare nell'energia e nello sviluppo economico. Dal lato

degli investimenti forniti dalle imprese sociali, abbiamo esaminato come questi fossero stati fatti direttamente o attraverso un fondo nell'imprese sociali, che come obiettivo principale avevano quello di generare un impatto ambientale e sociale accanto a un ritorno finanziario. Per quanto concerne gli investimenti comunitari, sappiamo che sono sempre stati presenti nelle comunità locali, oltre a trovarli direttamente o attraverso canali come le banche di sviluppo di comunità locali, cooperative di credito e fondi di credito. Inoltre, il loro *focus* è proiettato su alloggi a prezzi accessibili, come anche sulla creazione di piccole imprese, uno sviluppo di strutture comunitarie e fornire una potenzialità maggiore alle minoranze. Per di più, tali investimenti possono essere strutturati in molti modi diversi, oscillando da sovvenzioni a prestiti, fino ad arrivare alle azioni. A questo punto dovrebbe essere chiaro che questa nuova strategia cerca di generare sia un ritorno finanziario (a vari livelli), che un ritorno sociale (impatto sociale). Infine, nell'intervallo di tempo 2012-2014 ha messo a segno una crescita del 52.3% e i mercati europei più dinamici sono stati quelli olandesi e svizzeri che si possono considerare a tutti gli effetti i pionieri di questa strategia.

Dal punto di vista degli investitori, abbiamo visto come lo studio SRI del 2003 abbia segmentato il mercato europeo in due categorie: gli investimenti *retail* e quelli istituzionali, dove nella prima categoria vi era compreso i risparmi individuali, mentre nell'istituzionale vi si comprendeva tutte le altre forme. Tale studio si focalizzò principalmente su quest'ultima classe, dato che il peso era di gran lunga superiore rispetto agli investimenti *retail* e infatti, le varie forme dello SRI istituzionale hanno preso il posto di preminenza su molte tendenze e questioni del settore. Inoltre, da tale studio si scoprì come la maggiore differenza tra queste due categorie risiedesse nel fatto che gli investimenti *retail* comprendessero sia una scelta finanziaria individuale che non finanziaria e questo significò che era possibile adeguare gli investimenti ai propri punti di vista e principi. Dall'altra parte, l'*Eurosif* confermò che i volumi dell'investimento istituzionale sono presumibilmente maggiori del fronte *retail*, oltre ad essere più complessi per le seguenti ragioni:

- la visione più restrittiva degli investimenti istituzionali si applica a compagnie che investono con i propri fondi, come ad esempio compagnie di assicurazione, banche e corporazioni;
- investitori considerati istituzionali perché non individui, come ad esempio le chiese, le fondazioni e gli enti benefici, la cui capacità di investimento è in qualche modo minore della categoria suddetta, ma che rappresentano comunque una visione di etica certa;
- investitori che investono per conto di altri e questi sono principalmente i fondi pensione e gli altri sistemi di finanziamento pensionistico, dove i loro volumi possono raggiungere proporzioni molto ampie, fino ad essere decisivi sui mercati. Infatti, questi si differenziano dalle altre categorie per il fatto che rappresentano *stakeholders* multipli,

dato che le decisioni di investimento non sono prese da un singolo, ma piuttosto da un gruppo di persone che né hanno il potere e tali figure sono riconducibili ai sindacati e ai rappresentanti degli investitori.

Inoltre, sempre da questa angolatura è stato interessante notare come fin da subito gli investitori istituzionali abbiano sempre recitato il ruolo da protagonista all'interno del mercato SRI europeo, dato che la loro quota di mercato raggiunse nello studio del 2014 il 96.6% e tale fenomeno confermava l'andamento degli studi precedenti. Per contro, gli investitori *retail* hanno sempre ricoperto una parte più marginale, anche se la situazione cambia sensibilmente in alcuni paesi europei come ad esempio in Svizzera, dove la loro quota era nel 2014 al 41%, poiché l'enorme quantitativo degli *asset* gestito dal mercato svizzero per i clienti *retail* stranieri aveva scaturito tale fenomeno. Inoltre, tra gli altri paesi con una quota di investitori *retail* importanti troviamo il Belgio, dove anche in questo caso tali investitori hanno sempre ricoperto circa un quarto del mercato, grazie essenzialmente ai fondi comuni di investimento e ad alcune Sicav. Ancora, il mercato francese ha sempre avuto degli investitori *retail* che ricoprivano circa il 20% del mercato totale, così come il mercato tedesco, dove la loro quota di mercato nel 2014 era del 25%. Spostando l'attenzione al mercato italiano, abbiamo visto che dal lato degli investitori risultava essere un caso emblematico, poiché fino al 2008 risultava essere caratterizzato dalla predominanza degli investitori *retail* (94%) e ciò era essenzialmente riconducibile a due differenti fattori:

- la piccola dimensione degli investitori istituzionali tradizionali, in particolare i fondi pensione;
- la mancanza di conoscenza e sensibilità per le questioni sociali.

Tuttavia, su tale mercato la situazione si ribalta due anni più tardi, dove l'indagine del 2010 mostra gli investitori istituzionali al 99% del mercato, quando nel 2008 erano soltanto al 6% e questa situazione si è venuta a creare, secondo l'*Eurosif*, perché gli investitori istituzionali avevano mostrato una crescente consapevolezza verso lo SRI, come approccio di investimento a lungo termine in grado di catturare i rischi ESG. Simultaneamente gli investitori *retail* persero questa consapevolezza, arrivando così a giocare un ruolo sempre più marginale e analizzando il dilemma "offerta vs domanda", le principali ragioni possono essere rintracciate nella mancanza di ricreare prodotti SRI di successo. Infatti, come è stato più volte esaminato negli studi dell'*Eurosif*, quando i fondi di investimento responsabili sono sostenuti da un progetto di buona qualità con robusta ricerca ESG, accompagnati anche da approcci affidabili, un *marketing* e una distribuzione efficace, si nota come il *mix* di questi fattori attiri una notevole quantità di *assets* che provengono dal segmento *retail*. Evidentemente questo processo negli ultimi due anni venne a mancare tra gli investitori *retail* italiani e così facendo è emerso la situazione che abbiamo descritto. Uno scenario simile ha avuto come protagonista anche il mercato spagnolo, dove nell'indagine del 2008 gli investitori istituzionali e *retail*, ricoprivano quasi la stessa quota

di mercato e questa situazione si era venuta a creare perché dal 1999 al 2003, il mercato SRI spagnolo era formato da soli investitori *retail* e i primi investitori istituzionali fecero la sua comparsa soltanto alla fine di quell'anno. Tuttavia, con il passare degli anni gli investitori istituzionali presero sempre più confidenza con lo SRI e infatti nello studio del 2010 dominavano il mercato con una quota dell'88%.

Tra le altre cose il nostro percorso ci ha portato anche a scoprire come la finanza etica abbia nonostante tutto attratto sempre più consensi, dato che nell'ultimo studio dell'*Eurosif* i suoi *asset* sotto gestione erano arrivati a quasi €10 trilioni, confermando così un *trend* ascendente iniziato fin dalla prima rilevazione del 2003. Tuttavia, dei motivi importanti per subire delle flessioni durante il periodo ce ne sono stati, dato che a metà del 2007 scoppiò la crisi economico-finanziaria e questa invece di provocare degli effetti negativi, dette ancora più forza all'operato. Infatti, indubbiamente ha contribuito ad accrescere la consapevolezza degli investitori che ormai erano sempre più coscienti dei danni che la finanza *mainstream* aveva creato nel tempo e che realmente la finanza etica poteva diventare la strada da percorrere per non commettere più gli errori del passato, visto che univa al ritorno finanziario le problematiche sulle questioni ESG, al fine di conseguire nel lungo periodo uno sviluppo sostenibile. L'unica conseguenza della crisi la ritroviamo sugli *asset allocation*, dove più volte i prodotti azionari e obbligazionari si sono contesi il titolo di *asset allocation* preferito tra gli investitori responsabili. Infatti, tale crisi ha più volte cambiato le preferenze degli investitori, dove negli anni più acuti e quindi di maggiore turbolenza sui mercati finanziari scelsero di allocare i loro *asset* in porti più sicuri come i prodotti obbligazionari. Tant'è che tra il 2010 e il 2012 raggiunsero a livello europeo il 53% del mercato totale, anche se poi due anni più tardi, con la crisi ormai superata in molti paesi europei, gli investitori tornarono come nel 2008 ad allocare i loro *asset* in prodotti azionari e tale quota nel 2014 balzò dal 33% al 50%. Lo stesso andamento venne riprodotto anche da diversi paesi europei come ad esempio il mercato norvegese e quello svedese, oltre a ritrovarlo nello studio Vigeo del 2014 quando si fece un *focus* sul mercato SRI *retail* europeo. Infatti, si scoprì come i prodotti azionari, nonostante fossero ancora distanti dai livelli fatti registrare nel 2007, erano nel 2014 arrivati al 56% del mercato, facendo così registrare il livello più alto dal 2009. Inoltre, lo studio Vigeo segnalò come il 2014 fu anche l'anno in cui si registrò il numero più alto di fondi SRI *retail* a livello europeo, con ben 957 fondi e questo portò ad una variazione positiva del 4% rispetto ai valori del 2013. Ancora, i suoi *asset* sotto gestione salirono fino a €127.015 miliardi che equivaleva ad un incremento del 18% rispetto al 2013 e tale crescita, secondo Vigeo, è il frutto delle nuove aperture dei fondi SRI *retail* a livello europeo, unito alla *performance* positiva dei mercati finanziari. Nel proseguo dello studio, Vigeo scompose pure il totale dei fondi SRI *retail* per singolo paese europeo e da questa nuova prospettiva scoprì come la Francia e il Belgio fossero i paesi con il più alto numero di fondi SRI *retail*. Questo risultato, non dovrebbe sorprendere più di tanto, visto che conferma i dati dello

studio dell'*Eurosif*, dove tra i paesi che si differenziavano dagli altri per la forte presenza degli investitori *retail* all'interno del mercato, la Francia e il Belgio vi erano presenti. Entrando più nello specifico la Francia aveva 263 fondi SRI *retail*, mentre il Belgio 214 e questi due paesi mantennero il primato sugli altri anche quando si analizzò il saldo tra le chiusure dei fondi SRI *retail* e le nuove aperture. Infatti, anche in questo caso la Francia fu il *leader* con ben 25 nuove unità e il Belgio ricoprì la seconda piazza con 10 unità. Inoltre, il mercato francese ebbe anche il merito di contribuire al totale degli *asset* sotto gestione per ben €45.6 miliardi, il più alto tra tutti gli altri paesi europei, mentre il mercato belga in questo caso rimase più nelle retrovie, dimostrando così di avere in media tanti fondi SRI *retail*, ma di piccole dimensioni.

In conclusione, analizzando i singoli paesi europei non resta che evidenziare come dal primo studio del 2003, il mercato SRI inglese sia sempre stato il mercato più grande d'Europa e nel 2014 dopo un'ascesa incessante arrivò a €1.973.148 miliardi di *asset* sotto gestione. Tale successo è il frutto di un lavoro attento e meticoloso che tra le tante iniziative portò nel 2008 alla nascita della prima Settimana d'Investimento Etico Nazionale, dove oggi, visto il successo che ebbe, è presente anche in molti altri paesi europei e questa iniziativa ha contribuito in maniera significativa ad innalzare il livello di conoscenza e di consapevolezza dell'investimento socialmente responsabile, fino a farlo divenire un investimento *mainstream* dal nord al sud dell'Europa.

## ELENCO FIGURE

<b>Figura 1. Il network pan-europeo.</b>	14
<b>Figura 2. Strategie appartendeti al segmento SRI Core e SRI Broad.</b>	16
<b>Figura 4. L'evoluzione dello SRI Core e dello SRI Broad per l'intervallo di tempo 2003-2010.</b>	21
<b>Figura 5. Gli investitori istituzionali vs retail sul mercato europeo nell'intervallo di tempo 2006-2014.</b>	22
<b>Figura 6. Numero di fondi SRI retail a livello europeo dal 1999 al 2014.</b>	25
<b>Figura 7. Numero di fondi SRI retail per singolo paese europeo.</b>	26
<b>Figura 8. Chiusure dei fondi retail vs nuove aperture dei fondi retail per singolo paese europeo nel 2014.</b>	26
<b>Figura 9. Totale degli asset sotto gestione per i fondi SRI retail europei.</b>	27
<b>Figura 10. Totale degli asset sotto gestione per singolo paese europeo sui fondi SRI retail dal 2012 al 2014.</b>	28
<b>Figura 11. Variazione degli asset sotto gestione per singolo paese europeo sui fondi SRI retail nel 2013-2014.</b>	28
<b>Figura 12. Totale degli asset sotto gestione nei fondi SRI retail per singolo paese europeo.</b>	29
<b>Figura 13. Percentuale dei fondi SRI retail all'interno del totale retail sotto gestione a livello europeo.</b>	29
<b>Figura 15. Tipologia di asset allocation preferita a livello europeo dai fondi SRI retail dal 2005 al 2014.</b>	31
<b>Figura 17. I veicoli di investimento utilizzati in Europa dal 2008 al 2014.</b>	33
<b>Figura 18. Asset allocation a livello europeo nell'intervallo di tempo 2008-2014.</b>	34
<b>Figura 19. Allocazione geografica degli asset SRI nell'intervallo di tempo 2008-2014.</b>	35
<b>Figura 20. L'evoluzione della strategia Sustainability Themed Investments nell'intervallo di tempo 2006-2014.</b>	40
<b>Figura 21. L'evoluzione della strategia Best-in-Class nell'intervallo di tempo 2006-2014.</b>	42
<b>Figura 22. L'evoluzione della strategia Norms-based Screening nell'intervallo di tempo 2010-2014.</b>	43
<b>Figura 24. L'evoluzione della strategia Exclusions nell'intervallo di tempo 2003-2014.</b>	48
<b>Figura 27. L'evoluzione della strategia Integration nell'intervallo di tempo 2006-2014.</b>	55

<b>Figura 28. L'evoluzione della strategia dell'Engagement and Voting nell'intervallo di tempo 2003-2014.</b>	58
<b>Figura 30. L'evoluzione della strategia dell'Impact Investment nell'intervallo di tempo 2012-2014.</b>	64
<b>Figura 32. Strategie del mercato SRI belga dal 2010 al 2014.</b>	72
<b>Figura 33. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI belga dal 2006 al 2012.</b>	73
<b>Figura 34. Asset allocation del mercato SRI belga nel 2010.</b>	74
<b>Figura 36. Strategie del mercato SRI olandese dal 2010 al 2014.</b>	78
<b>Figura 37. Asset allocation del mercato SRI olandese dal 2008 al 2014.</b>	79
<b>Figura 38. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI olandese nel 2012.</b>	80
<b>Figura 40. Strategie del mercato SRI danese del 2012.</b>	83
<b>Figura 41. Asset allocation del mercato SRI danese dal 2008 al 2010.</b>	85
<b>Figura 43. Strategie del mercato SRI finlandese dal 2010 al 2014.</b>	88
<b>Figura 44. Asset allocation del mercato SRI finlandese dal 2008 al 2014.</b>	89
<b>Figura 46. Strategie del mercato SRI norvegese dal 2010 al 2014.</b>	93
<b>Figura 47. Asset allocation del mercato SRI norvegese dal 2008 al 2014.</b>	94
<b>Figura 49. Strategie del mercato SRI svedese dal 2010 al 2014.</b>	98
<b>Figura 50. Asset allocation del mercato SRI svedese dal 2008 al 2014.</b>	99
<b>Figura 52. Strategie del mercato SRI inglese dal 2010 al 2014.</b>	106
<b>Figura 53. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI inglese dal 2006 al 2012.</b>	107
<b>Figura 55. Strategie del mercato SRI austriaco dal 2010 al 2014.</b>	112
<b>Figura 56. Asset allocation del mercato SRI austriaco dal 2008 al 2014.</b>	113
<b>Figura 57. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI austriaco dal 2006 al 2014.</b>	114
<b>Figura 58. Composizione degli investitori istituzionali sul mercato SRI austriaco nel 2014.</b>	114
<b>Figura 60. Strategie del mercato SRI francese dal 2012 al 2014.</b>	118
<b>Figura 61. Trend evolutivo degli investitori presenti nel mercato SRI francese dal 2006 al 2014.</b>	120
<b>Figura 62. Composizione degli investitori istituzionali sul mercato SRI francese nel 2012.</b>	121
<b>Figura 63. Asset allocation del mercato SRI francese dal 2006 al 2012.</b>	121
<b>Figura 65. Strategie del mercato SRI tedesco dal 2010 al 2014.</b>	126
<b>Figura 66. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI tedesco dal 2008 al 2014.</b>	127
<b>Figura 67. Composizione degli investitori istituzionali sul mercato SRI tedesco nel 2014.</b>	127

2012.	
<b>Figura 68. Asset allocation del mercato SRI tedesco dal 2008 al 2012.</b>	128
<b>Figura 70. Strategie del mercato SRI polacco dal 2010 al 2014.</b>	132
<b>Figura 71. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI polacco dal 2010 al 2012.</b>	133
<b>Figura 72. Asset allocation del mercato SRI polacco dal 2010 al 2012.</b>	133
<b>Figura 74. Strategie del mercato SRI svizzero dal 2010 al 2014.</b>	138
<b>Figura 75. Asset allocation del mercato SRI svizzero dal 2008 al 2014.</b>	139
<b>Figura 76. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI svizzero dal 2008 al 2014.</b>	140
<b>Figura 77. Composizione degli investitori istituzionali sul mercato SRI svizzero nel 2014.</b>	141
<b>Figura 79. Strategie del mercato SRI italiano dal 2010 al 2014.</b>	149
<b>Figura 80. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI italiano dal 2006 al 2010.</b>	150
<b>Figura 81. Asset allocation del mercato SRI italiano dal 2010 al 2014.</b>	152
<b>Figura 83. Strategie del mercato SRI spagnolo dal 2010 al 2014.</b>	156
<b>Figura 84. Investitori Istituzionali vs Retail nel mercato SRI spagnolo dal 2008 al 2014.</b>	157
<b>Figura 85. Asset allocation del mercato SRI spagnolo del 2008.</b>	158

## ELENCO GRAFICI

<b>Grafico 3. L'evoluzione dello SRI in Europa dal 2003 al 2014.</b>	19
<b>Grafico 31. Trend evolutivo del mercato SRI belga dal 2006 al 2014.</b>	71
<b>Grafico 35. Trend evolutivo del mercato SRI olandese dal 2003 al 2014.</b>	77
<b>Grafico 39. Trend evolutivo del mercato SRI danese dal 2008 al 2012.</b>	82
<b>Grafico 42. Trend evolutivo del mercato SRI finlandese dal 2008 al 2014.</b>	87
<b>Grafico 45. Trend evolutivo del mercato SRI norvegese dal 2008 al 2014.</b>	92
<b>Grafico 48. Trend evolutivo del mercato SRI svedese dal 2008 al 2014.</b>	96
<b>Grafico 51. Trend evolutivo del mercato SRI inglese dal 2003 al 2014.</b>	104
<b>Grafico 54. Trend evolutivo del mercato SRI austriaco dal 2003 al 2014.</b>	111
<b>Grafico 59. Trend evolutivo del mercato SRI francese dal 2003 al 2014.</b>	117
<b>Grafico 64. Trend evolutivo del mercato SRI tedesco dal 2003 al 2014.</b>	124
<b>Grafico 69. Trend evolutivo del mercato SRI polacco dal 2010 al 2014.</b>	131
<b>Grafico 73. Trend evolutivo del mercato SRI svizzero dal 2003 al 2014.</b>	136
<b>Grafico 78. Trend evolutivo del mercato SRI italiano dal 2003 al 2014.</b>	147
<b>Grafico 82. Trend evolutivo del mercato SRI spagnolo dal 2003 al 2014.</b>	154

## ELENCO TABELLE

<b>Tabella 14. I dieci più grandi fondi SRI retail a livello europeo.</b>	30
<b>Tabella 16. Le migliori performance a dodici mesi dei fondi SRI retail a livello Europeo.</b>	32
<b>Tabella 23. Resoconto analitico del Simple Exclusions.</b>	47
<b>Tabella 25. Exclusions di munizioni a grappolo e mine anti-uomo.</b>	51
<b>Tabella 26. Le risposte degli intervistati che utilizzano la strategia dell'Integration.</b>	53
<b>Tabella 29. Mappa illustrativa della strategia dell'Impact Investment.</b>	61

## BIBLIOGRAFIA

- BECCHETTI L. – PAGANETTO L., *Finanza etica. Commercio equo e solidale*, Roma, Donzelli, 2003.
- Rapporto *Brundtland*, 1988.
- ETICA SGR, *Statuto Sociale*, 2003.
- EUROSIF, *European Sri Study*, 2003.
- EUROSIF, *European Sri Study*, 2006.
- EUROSIF, *European Sri Study*, 2008.
- EUROSIF, *European Sri Study*, 2010.
- EUROSIF, *European Sri Study*, 2012.
- EUROSIF, *European Sri Study*, 2014.
- MILANO R., *La finanza e la banca etica. Economia e solidarietà*, Milano, Ed. Paoline, 2001.
- QUIRICI M.C., *Dalla crisi finanziaria alle opportunità della finanza etica*, in (a cura di): M. Berti, A. Bianchi, G. Conti, D. Manetti, M. Merger e V. Pinchera, *Studi in ricordo di TOMMASO FANFANI*, vol. II, (pp. 687-709), Pisa: Pacini Editore e Fondazione Piaggio, 2013.
- SEN A.K., *Denaro e valore. Etica ed economia della Finanza*, Roma, Edizioni dell'Elefante, 1991.
- SIGNORI S. – RUSCONI G. – DORIGATTI M., *Etica e Finanza*, Milano, FrancoAngeli, 2005.
- VIGEO, *Green, Social and Ethical funds in Europe*, 2011.
- VIGEO, *Green Social and Ethical Funds in Europe*, 2014.

## SITOGRAFIA

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

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

[www.eurosif.org](http://www.eurosif.org).

[www.microfinanza-italia.org](http://www.microfinanza-italia.org).

[www.vigeo.com](http://www.vigeo.com).

## **RINGRAZIAMENTI**

Arrivati alla fine di questo mio lungo percorso vorrei ringraziare in primo luogo la professoressa Maria Cristina Quirici, che mi ha permesso di scoprire l'affascinante mondo della finanza sostenibile e la sua presenza è stata importante nella stesura del lavoro. Tra le altre persone non posso non citare la mia famiglia e in particolare i miei genitori Marino e Laura, che in tutti questi anni mi sono sempre stati vicini mostrandomi il loro affetto, comprensione e una mano tesa nei momenti più complicati. Inoltre, i miei cari nonni Francesco e Lucia che dall'alto della loro esperienza di vita hanno cercato di darmi sempre buoni consigli. Ancora, la mia ragazza Cristiana, che è sempre rimasta al mio fianco e ha reso il mio cammino meno complicato, visto che ogni ostacolo è stato affrontato insieme a lei e anche i suoi genitori, Franco e Luana, che sono sempre stati pronti ad ascoltarmi, capirmi e farmi sentire il loro sostegno. Infine, un grazie a tutte quelle persone che a loro modo mi sono state vicino in questo mio percorso universitario.