



# Corso di Educazione Finanziaria



Prof. LAMBERTI LUCIO

## Lezione XII. La dimensione etica negli investimenti.

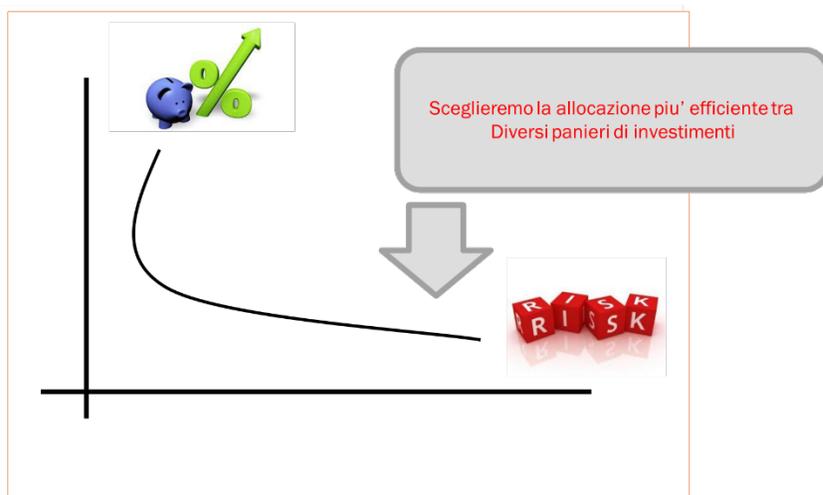
L'approccio classico della Teoria della finanza si basa sull'assunzione di comportamenti egoistici 'ciechi', ovvero guidati solo dalla valutazione del profitto finanziario atteso e del rischio atteso. Quanto guadagnerò se tutto va come previsto? Quanto rischio di perdere se le cose vanno male?

L'investitore chiederà di farlo nel modo più efficiente possibile, anche se non esistono certezze. Per definizione investire significa rischiare di non ricevere il capitale e il rendimento promesso, o di riceverlo tardi o parzialmente, o ancora nel caso degli investimenti di capitale di non partecipare ad utili ma a perdite. Il rischio, quindi, è inevitabile ma la molla unica è il rendimento.

Obiettivo esclusivo degli operatori finanziari in questo quadro è individuare e fornire le soluzioni di investimento utili per massimizzare il reddito atteso per un dato livello di rischio, o viceversa per minimizzare il rischio atteso per un dato obiettivo di rendimento. Normale maggiore il rischio atteso, minore il rendimento atteso e viceversa.



Una delle scoperte accademiche più interessanti è la potenza della diversificazione nel migliorare il profilo rischio rendimento degli investimenti. Si parla perciò non più di singoli titoli ma di panieri di titoli o attività finanziarie.



La comunicazione finanziaria, la reportistica, la modellistica sono state sviluppate per rendicontare rischio, rendimento e attese relative.

In tutto questo c'era una convinzione individualista, ovvero che perseguendo il proprio benessere in fondo si stimolasse il sistema a migliorare. L'esempio classico è quello del panettiere, che si sveglia la mattina presto per preparare il pane non per fini altruistici ma individuali. Produrre, vendere pane e ricavarne un profitto. Tuttavia, questa spinta individualistica ha un effetto positivo sul sistema perché il risultato è che vi sia disponibilità di questo bene primario.

Senza la leva del profitto probabilmente il panettiere non si alzerebbe la mattina. In questo contesto compito delle istituzioni è semplicemente creare le condizioni competitive migliori. Compito degli individui è ricercare la massimizzazione dei rendimenti. Il denaro andrà negli impieghi più efficienti e produttivi naturalmente e quindi il sistema nel suo complesso ne beneficerà.

Ma è proprio così? Le crisi degli ultimi anni dimostrano fragilità e insostenibilità del modello mercantile. E abbiamo possibilità di incidere. Ogni azione ha un effetto. Le nostre scelte non sono neutre sul sistema economico. Si vota anche con il portafoglio. Alcuni investimenti possono non essere graditi perché favoriscono imprese o attività contrarie alla nostra etica, altri possono essere preferiti a parità di rendimento perché generano impatti positivi, ad esempio, nel sociale o di sostenibilità ambientale ed economica.

Già nell'antichità, molte culture e religioni avevano delle direttive riguardo alle pratiche finanziarie, sottolineando l'importanza di una condotta giusta e morale in materia di denaro e investimenti. Nel Medioevo, ad esempio, la Chiesa Cattolica giocò un ruolo determinante nell'orientare verso la proibizione dell'usura, per prevenire l'ingiusta accumulazione di ricchezza a spese dei meno abbienti. Questo divieto non era solo una regola sociale, ma un riflesso dei valori morali che vedevano nel denaro non un fine, ma un mezzo. Analogamente, la finanza islamica, con le sue regole ben definite, offre un altro esempio di come le norme religiose possano influenzare la condotta finanziaria. La proibizione di "riba", ovvero la carica di qualsiasi tipo di interesse, è radicata nella Shari'ah, la legge islamica. Oltre a ciò, gli investimenti in settori "haram", come l'alcol, il gioco d'azzardo o l'industria del maiale, sono rigorosamente evitati per garantire che le attività finanziarie siano in linea con i precetti religiosi e morali.

Si tratta comunque di esempi parziali e limitati nell'impetuoso sviluppo della finanza e del capitalismo, che per lungo tempo ha ignorato le istanze di sostenibilità ed etiche. Negli anni recenti, tuttavia, è cresciuta una diversa consapevolezza nelle scelte in risposta a crisi sociali ed ambientali. Uno dei primi episodi più emblematici di questa consapevolezza è stato il movimento di disinvestimento legato all'apartheid negli anni '80. Di fronte all'oppressione e alle discriminazioni perpetrate dal regime sudafricano nei confronti della maggioranza nera del paese, una vasta coalizione di attivisti, università, enti religiosi e altre organizzazioni ha lanciato una campagna globale. Questa campagna ha esortato gli investitori a ritirare i loro capitali dalle aziende internazionali che avevano legami commerciali o finanziari con il Sudafrica dell'apartheid. L'obiettivo era duplice: da un lato, infliggere un danno economico a un regime oppressivo e, dall'altro, sensibilizzare l'opinione pubblica mondiale sulla questione. Lentamente nel secolo scorso alcuni

investitori hanno cominciato a porre domande diverse e complementari rispetto al semplice dare/avere finanziario. E il sistema finanziario ha cominciato ad adeguarsi proponendo i primi prodotti con criteri non esclusivamente finanziari, meglio noti come prodotti SRI o socialmente responsabili. Oggi si parla soprattutto di criteri ESG, acronimo di Environment, Social and Governance ovvero Ambiente, Sociale, e Gestione responsabile.

AMBIENTALI	SOCIALI	GOVERNANCE
<p>Riguardano l'impatto diretto o indiretto dell'attività aziendale sull'ambiente</p> <p>Emissioni di gas a effetto serra, efficienza energetica, prevenzione degli incidenti industriali, gestione delle risorse idriche, gestione dei rifiuti ecc.</p>	<p>Riguardano l'impatto dell'attività aziendale sui suoi dipendenti, clienti, fornitori e sulla società civile in generale in riferimento a valori universali</p> <p>Diritti umani, norme internazionali del lavoro, lotta alla corruzione ecc.</p>	<p>Riguarda il modo in cui un'azienda è diretta, amministrata e controllata</p> <p>Struttura degli organi di governo, rispetto degli azionisti di minoranza, indipendenza dei consigli di amministrazione, gestione rischi.</p>

Il tema è stato declinato man mano in modo sempre più puntuale e dettagliata, grazie anche alla crescente disponibilità di dati non finanziari raccolti, organizzati e messi a disposizione da aziende di informazione economica



## Quali sono gli approcci principali utilizzati per gli investimenti con criteri etici?

Ormai la casistica è piuttosto ampia. In letteratura si possono trovare ormai molte definizioni. In modo esemplificativo possiamo identificare almeno quattro approcci di finanza etica:

Negative Screening o Esclusione

Positive Screening o Inclusione

Engagement o Politiche attive

Community Investments o Investimenti di impatto

L'approccio di Negative Screening o Esclusione è uno dei primi ad essere stato applicato per la maggiore semplicità di approccio. L'universo dei possibili investimenti viene ridotto escludendo quei settori e quelle aziende che svolgono attività in contrasto con quanto desiderato. Le esclusioni più comuni sono i settori del gioco, degli armamenti, del tabacco, della pornografia e dell'uso di materie prime fossili.

Nell'approccio di positive screening vengono favoriti sistematicamente alcuni settori o aziende con comportamenti virtuosi. I criteri di inclusione basati sul rispetto di politiche ambientali selezionano imprese che contribuiscono allo sviluppo sostenibile dell'ambiente e che quindi, ad esempio, utilizzano fonti di energia rinnovabili, tutelano l'ambiente attuando misure preventive sulle emissioni inquinanti e adottano pratiche coerenti nella scelta dei processi produttivi e della qualità dei prodotti.

Nell'approccio chiamato di Engagement vengono utilizzate le partecipazioni azionarie o il finanziamento come leva per spingere il management delle imprese verso comportamenti virtuosi. Una prima azione di engagement nel 1971 quando, durante l'assemblea degli azionisti della GM, la ICCR (Interfaith Center on Corporate Responsibility) presentò una mozione, chiedendo che la multinazionale si ritirasse dal Sudafrica.

I community investments sono investimenti ad impatto, che mirano ad ottenere un obiettivo particolare di inclusione sociale e sostenibilità. Un esempio è il microcredito.

### COS'E' IL MICROCREDITO?

Cenni sul microcredito	<p>Il microcredito è una pratica inventata dal Professore Muhammad Yunus (premio Nobel per la pace nel 2006) attraverso cui si prestano soldi a chi non li ha e non è in grado di ottenerli da altre fonti.</p> <p>L'esperienza del microcredito nasce in Bangladesh attraverso l'istituzione della Grameen Bank, che è stata in grado di fornire un prestito a 12 milioni di persone (10% della popolazione bengalese).</p> <p>Oggi il microcredito è una pratica ampiamente sperimentata, sia nei paesi in via di sviluppo, che in quelli industrializzati.</p>
Cos'è il microcredito	<p>Il microcredito è un servizio di microfinanza rivolto a coloro che non sono oggi presi in considerazione dalle banche a causa:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>&gt; delle scarse somme di denaro richieste</li><li>&gt; dall'assenza di garanzie</li></ul> <p>Il microcredito è una pratica nata nei paesi in via di sviluppo che è stata esportata con successo nei paesi ricchi (Stati Uniti, Francia, Norvegia, ecc.).</p>

I nuovi approcci non solo spingono il singolo investimento verso impieghi positivi, ma creano effetti di imitazione ed economie ambientali. Le imprese sono invogliate ad adottare comportamenti che le includano nelle scelte degli investitori e sono penalizzate per attività o comportamenti non virtuosi.

L'adozione di criteri etici che impatto ha su Rendimento e Rischio monetario attesi? In termini teorici tradizionali il rischio per classi omogenee di attivo (monetario, obbligazionario, azionario, ecc.) dovrebbe aumentare, in quanto si riducono le opportunità di diversificazione e si riduce l'universo selezionabile in base ai rendimenti attesi. L'impatto della minore diversificazione ha effetto soprattutto, per cui sono necessari orizzonti temporali più lunghi.

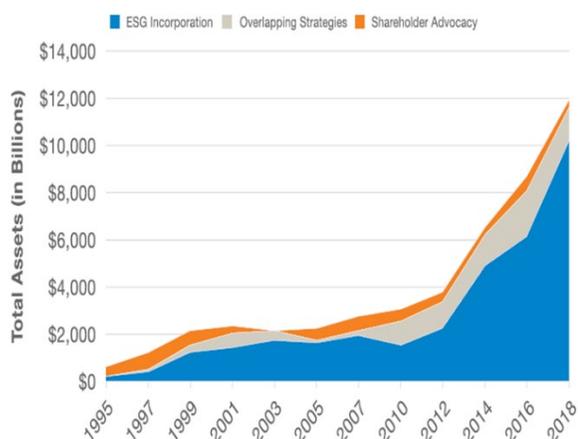
In realtà fatto salvo quanto detto per l'orizzonte temporale, le evidenze empiriche mostrano che i rendimenti non sono necessariamente penalizzati. Anzi. In periodi di particolare crisi, come nelle crisi finanziarie o durante la pandemia, gli investimenti con una selezione di sostenibilità hanno una minore rischiosità.

## Come si sta sviluppando il mercato degli investimenti con criteri etici?

Da qualche anno si assiste ad un vero e proprio boom dei prodotti di investimento che adottano in vario modo criteri di sostenibilità, sotto la spinta sia dell'opinione pubblica che delle istituzioni. Dal 2000 al 2020 le masse di denaro investite in prodotti realizzati con criteri di sostenibilità sono aumentate di oltre sei volte.



FIGURE A  
Sustainable and Responsible Investing in the United States 1995-2018



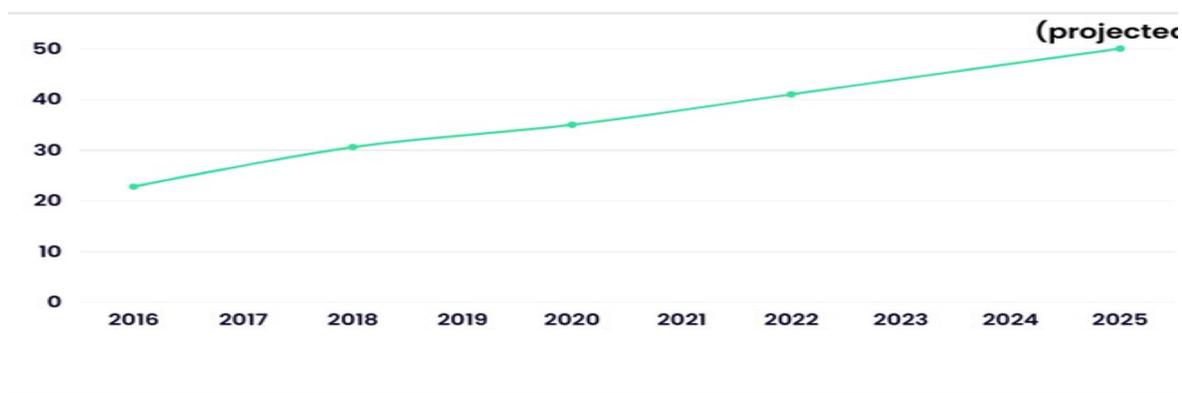
Source: US SIF Foundation

In Europa i fondi comuni disponibili con criteri ESG sono diventati prevalenti, sotto la spinta delle richieste istituzionali della Unione Europea. In generale, il totale degli attivi gestiti con criteri di responsabilità nel mondo si avvia a raggiungere i 50 trilioni di dollari, secondo Bloomberg, con effetti ormai non più trascurabili sulle imprese e sulla loro

capacità di reperire risorse sul mercato.

## Total global ESG assets

USD trillions



Source: Bloomberg Intelligence

Per monitorare e alimentare gli investimenti sostenibili sono stati creati strumenti di mercato ad hoc sempre più raffinati. Dal 2000 in poi sono stati realizzati e messi a disposizione i primi indici di mercato che considerano i criteri di sostenibilità nel definire il paniere di riferimento.

<b>Indici etici</b>	<b>Società</b>	<b>Indice di riferimento</b>
Dow Jones Sustainability Index (1999)	Dow Jones & Co, SAM	Dow Jones Global Index
Domini 400 Social Index (1990)	KLD	S&P500
FTSE4Group (2001)	Ftse	FTSE Developed Index
Esi (Ethibel Sustainability Index) (2002)	S&P, Ethibel	S&P (1200, 500, 350, 150)

Sono sorte società o rami di aziende finanziarie che producono rating di sostenibilità. Oggi il numero delle società attive supera le 50. Tra le società di rating ESG più utilizzate dagli investitori MSCI ESG, Morningstar/Sustainalytics, ISS, S&P, Moody's/VE, Refinitiv. Queste provvedono alla realizzazione di rating in campi tra i più disparati.

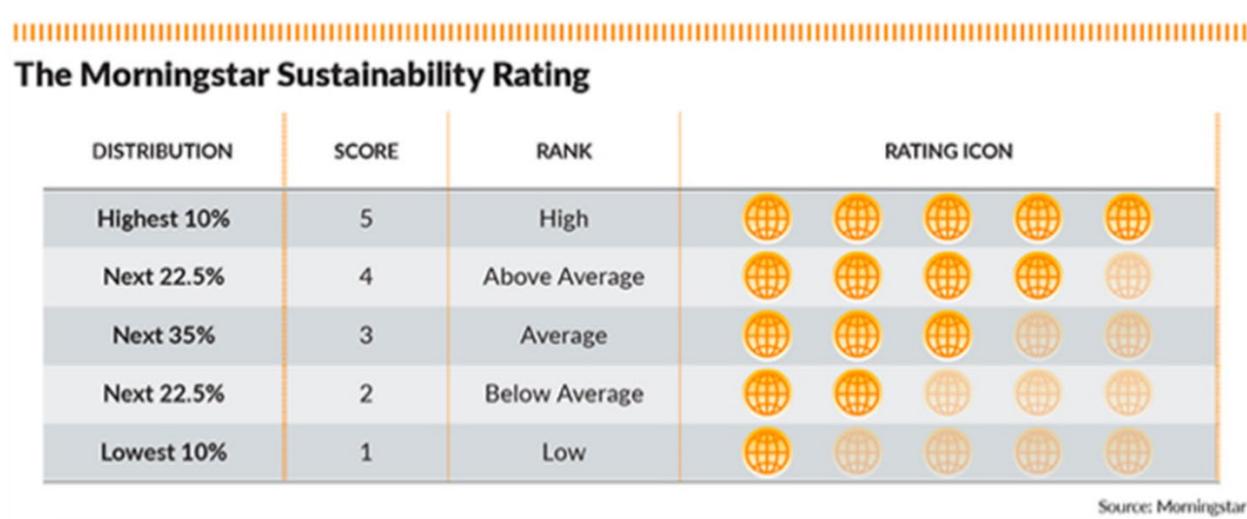
Morningstar Sustainalytics valuta l'esposizione al rischio di sostenibilità del settore e il rischio specifico dell'azienda, ed esprime un giudizio in termini assoluti. Il rating finale, espresso in termini numerici, rappresenta il rischio non gestibile e non gestito

dall'azienda.

MSCI ha un approccio invece di tipo relativo, espresso con lettere come per il rating finanziario cui siamo abituati. Avremo quindi aziende laggard, ovvero in ritardo nei processi di sostenibilità, aziende medie e aziende leader.



Morningstar esprime il giudizio in globi da 1 a cinque, con giudizi sempre di tipo relativo.



Una nota interessante è che i rating etici non sono pagati dalla società giudicata. Questo riduce il rischio di conflitto di interesse.

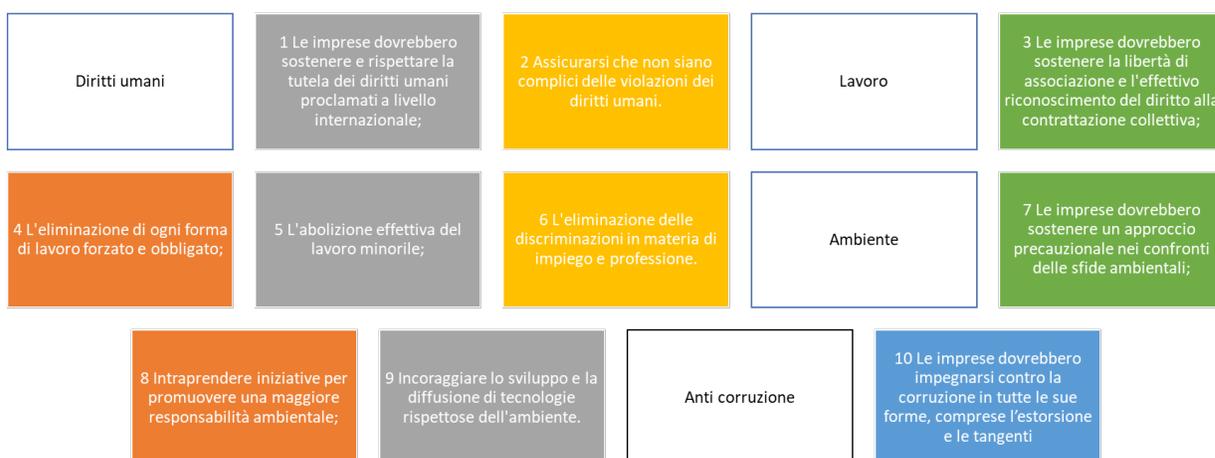
## L'impulso pubblico nel definire gli obiettivi e spingere gli operatori privati e gli investitori verso obiettivi di sostenibilità

Una novità degli ultimi anni è la crescente consapevolezza degli organi istituzionali internazionali della necessità di una finanza attenta ai temi della sostenibilità. In questo cammino una tappa importante è stato certamente il Rapporto della Commissione Mondiale sull'Ambiente e sullo Sviluppo delle Nazioni Unite: «il nostro comune futuro» (noto come Rapporto Brundtland del 1987). Nel rapporto si dà una prima definizione generalmente accettata del concetto di sostenibilità: Lo sviluppo sostenibile è quello che

consente di soddisfare i bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri.

Nel 1992 nasce lo United Nations Environment Programma Finance Initiative: è una partnership tra l'UNEP (Programma delle Nazioni Unite per l'ambiente) e il settore finanziario globale per mobilitare finanziamenti del settore privato per lo sviluppo sostenibile.

Nel 1999 prende forma il Global Compact (World Economic Forum). Il Patto mondiale delle Nazioni Unite (United Nations Global Compact in inglese) è un patto non vincolante delle Nazioni Unite, nato per incoraggiare le aziende e imprese di tutto il mondo ad adottare politiche sostenibili e osservanti la responsabilità sociale d'impresa, e per rendere pubblici i risultati delle azioni intraprese. Il Patto fornisce una cornice che riunisce dieci principi nelle aree dei diritti umani, lavoro, sostenibilità ambientale e lotta alla corruzione.



Il Patto è stato annunciato dal Segretario Generale della Nazioni Unite, Kofi Annan durante un discorso tenuto al Forum economico mondiale (World Economic Forum in inglese) il 31 gennaio 1999, mentre il lancio ufficiale del Patto si è tenuto presso la Sede della Nazioni Unite a New York il 26 luglio 2000. Rappresenta la principale iniziativa al mondo avente ad oggetto la responsabilità sociale d'impresa, con 13.000 partecipanti aziendali e altri soggetti interessati in oltre 170 paesi, e con due obiettivi principali: "integrare i dieci principi all'interno delle attività commerciali in giro per il mondo" e "catalizzare le azioni a supporto dei più ampi obiettivi delle Nazioni Unite", come gli Obiettivi di sviluppo del Millennio e gli Obiettivi di sviluppo sostenibile.

Nel 2006, 2012 e 2019 vengono sanciti principi di indirizzo verso la sostenibilità economica nei settori sensibili.



Il PRI è un'iniziativa ufficialmente supportata dalle Nazioni unite, in partnership con il Global compact e l'Unep fi. Chi aderisce lo fa in modo del tutto volontario. L'unico obbligo che viene richiesto è di pubblicare un report annuale sulle proprie politiche di investimento responsabile.

Principio 1 – Incorporeremo i temi Esg (ambientali, sociali e di governance) nell'analisi di investimento e nei processi decisionali.

Principio 2 – Agiremo da azionisti attivi e inseriremo i temi Esg nelle nostre politiche e pratiche di gestione.

Principio 3 – Chiederemo alle società in cui investiamo di comunicare in modo appropriato le istanze Esg.

Principio 4 – All'interno dell'industria degli investimenti, ci faremo promotori dell'accettazione e dell'implementazione dei principi.

Principio 5 – Collaboreremo per aumentare la nostra efficacia nel mettere in pratica i principi.

Principio 6 – Ciascuno di noi farà il resoconto delle attività e dei progressi raggiunti nell'applicazione dei principi.

Mel 2015 l'accordo di Parigi ha introdotto per la prima volta un obiettivo pratico comune a lungo termine – i governi hanno convenuto di mantenere l'aumento della temperatura media globale ben al di sotto di 2°C in più rispetto ai livelli preindustriali e di proseguire gli sforzi per limitarlo a 1,5°C. L'accordo di Parigi è entrato in vigore il 4 novembre 2016, con l'adempimento della condizione della ratifica da parte di almeno 55 paesi che rappresentano almeno il 55% delle emissioni globali di gas a effetto serra. Tutti i paesi dell'UE hanno ratificato l'accordo.

Sempre nel 2015 in seno all'ONU è stata varata L'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, un programma d'azione basato sulla crescita economica, l'inclusione sociale e la tutela dell'Ambiente. Il patto è stato sottoscritto nel settembre 2015 dai governi dei 193 Paesi membri dell'ONU. Essa ingloba 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile - Sustainable Development Goals, SDGs - declinati in un totale di 169 traguardi che possono essere

associati a 5 macrocategorie (le 5 P): Persone, Prosperità, Pace, Partnership, Pianeta.



Sono 17 gli obiettivi (Sustainable Development Goals SDGs) e i 169 sotto-obiettivi ad essi associati che costituiscono il nucleo vitale dell'Agenda 2030. Gli Obiettivi di sviluppo sostenibile dovranno essere realizzati a livello globale da tutti i Paesi membri dell'ONU entro il 2030; ogni Paese dovrà dotarsi di una propria strategia nazionale che coinvolga attivamente soggetti pubblici e privati. A valle di questo accordo l'Italia, nel dicembre 2017, ha definito la propria Strategia Nazionale per lo Sviluppo Sostenibile (SNSvS) che diventa quadro strategico di riferimento delle politiche settoriali e territoriali, disegnando un ruolo importante per istituzioni e società civile nel lungo percorso di attuazione, che si protrarrà sino al 2030.

L'Europa ha avviato in modo molto deciso la discussione sulla sostenibilità con almeno tre tappe recenti da ricordare, che hanno reso la riduzione delle emissioni dell'UE di almeno il 55% entro il 2030 obbligo giuridico, e rivoluzionato il mercato finanziario del risparmio gestito e della consulenza:

- ✓ Action plan EU 2018
- ✓ Green deal europeo 2019
- ✓ Normativa europea 2019 e 2020 in tema di finanza etica

In particolare, il regolamento UE 2019/2088 sull'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Sustainable finance disclosure regulation, o SFDR) che riguarda "i partecipanti ai mercati e i consulenti finanziari" si è concentrata sui servizi che maggiormente possono influenzare gli investimenti sostenibili, ossia la consulenza e la gestione patrimoniale in senso lato, ossia comprensiva di quella individuale di

portafoglio, collettiva, assicurativa e previdenziale. Il regolamento introduce obblighi di trasparenza relativi alle modalità di integrazione dei fattori e dei rischi ESG (ambientali, sociali e di governance) nei processi aziendali e nella gestione dei prodotti.

Gli articoli 3 e 6 obbligano i “partecipanti” e i “consulenti” ad inserire sul sito e nella documentazione precontrattuale la considerazione dei rischi di sostenibilità, ossia i rischi che il verificarsi di un evento in ambito ESG possa arrecare sul soggetto e gli impatti negativi effettivi o potenziali sul valore dell’investimento secondo un approccio comply or explain.

I prodotti “articolo 8”

L’articolo 8 del regolamento SFDR si applica se un prodotto finanziario promuove, tra le altre caratteristiche, quelle ambientali o sociali, o una loro combinazione, a condizione che le imprese in cui gli investimenti sono effettuati rispettino prassi di buona governance. La definizione è piuttosto ampia ed è stato richiesto dalle ESAs un chiarimento alla Commissione europea. A questo articolo, così come al 9 si applicheranno gli RTS, che daranno uno standard comune per l’informativa sulle caratteristiche dei prodotti.

I prodotti “articolo 9”

L’articolo 9 si applica ai prodotti finanziari che hanno come obiettivo gli investimenti sostenibili e se sia stato designato un relativo indice di riferimento o, nel caso non sia stato indicato un benchmark, una spiegazione del modo in cui si è raggiunto l’obiettivo di investimento. A titolo esemplificativo potrebbero rientrare in questa categoria i fondi che fanno impact investing, ossia che perseguono, oltre un ritorno finanziario, un risultato ambientale o sociale.

L’informativa relativa agli articoli 8 e 9 della SFDR deve essere pubblicata sul sito della società e nella documentazione precontrattuale.

Politiche di remunerazione

L’articolo 5 del regolamento richiede ai partecipanti al mercato e ai consulenti finanziari di tenere conto nelle politiche di remunerazione aziendale l’integrazione dei rischi ESG.