

Alfonso Del Giudice

La finanza sostenibile

Strategie, mercato e investitori istituzionali



SECONDA EDIZIONE



Giappichelli

Introduzione

La definizione di finanza sostenibile più utilizzata individua sotto questa etichetta tutte le strategie di investimento che, direttamente o indirettamente, hanno l'obiettivo di realizzare un rendimento socio-ambientale condiviso assieme al ritorno economico atteso dall'investimento.

Il tema della sostenibilità nei modi del produrre e del competere è al centro del dibattito economico da qualche tempo, grazie ad una sensibilità diffusa con particolare riguardo ai temi ambientali che hanno spinto molti paesi ad adottare misure di mitigazione dei rischi connessi ai mutamenti climatici. I rischi climatici, così come l'attenzione all'aspetto della responsabilità dell'impresa verso la società in cui opera e verso i dipendenti, diventano così parte di una più ampia funzione obiettivo di creazione di valore per l'azionista. Le varie novità prodotte dal legislatore enfatizzano questi aspetti: da un lato, alle società è richiesta la *disclosure* di informazioni non finanziarie in maniera sistematica e sempre più dettagliata (ad es. l'obbligo di dichiarazione non finanziaria imposto alle società quotate in attuazione del D.Lgs. n. 254/2016); dall'altro, si è intensificata la pressione regolamentare operata sugli investitori istituzionali affinché siano maggiormente attivi in particolare sui temi della sostenibilità (ad es. in ambito UE si segnalano queste importanti direttive e regolamenti: *Institutions for Occupational Retirement Provision II*, IORP II, n. 2341/2016 direttiva per i fondi pensione; *Second Shareholder Rights Directive*, SHRD, n. 2017/828, direttiva per gli *asset manager*; *Sustainable Finance Disclosure Regulation* n. 2088/2019, SFDR, per gli investitori istituzionali; *Climate Benchmarks Regulation*, CBR, n. 2089/2019, per gli emittenti e gli intermediari; *Taxonomy Regulation*, n. 852/2020, che definisce i contenuti della sostenibilità ambientale e sociale per emittenti e intermediari).

La transizione verso modelli di *business* più sostenibili richiede ingenti risorse finanziarie. La mitigazione degli impatti ambientali può avvenire solo grazie all'innovazione tecnologica, in grado di rendere maggiormente efficiente innanzitutto la produzione e l'utilizzo dell'energia, e questo passaggio è estremamente oneroso per le aziende. Inoltre, è il tema più delicato e che richiede più investimenti con riferimento alle economie emergenti di paesi che stanno

incrementando il loro benessere e che devono essere supportati nel percorso di crescita fornendo loro i mezzi finanziari perché lo sviluppo avvenga in maniera sostenibile. Anche le diseguaglianze sociali richiedono l'apporto di capitale privato nello sviluppo di politiche che siano coerenti con l'inclusione nel benessere di sempre maggiori fasce della popolazione, dal momento che i sistemi pubblici, per vincoli di debito e per limiti insiti nei meccanismi di controllo dei servizi erogati, non riescono autonomamente a fornire adeguate risposte ad esigenze sempre più diffuse e nuove.

La finanza sostenibile colma il *gap* esistente tra domanda e offerta di capitali: quest'ultima, orientata fino a non molto tempo fa verso i modelli tradizionali di finanza, non era ancora in grado di incorporare le questioni ambientali e sociali all'interno dei modelli di valutazione finanziaria. La definizione più diffusa di finanza sostenibile (Eurosif, 2018) è infatti quella di un modello che tiene assieme, in una visione di lungo periodo, sia il rendimento finanziario per l'investitore che la creazione di un valore sociale condiviso, comprensivo della mitigazione dei rischi ambientali e delle disuguaglianze generate dall'attività economica.

Le strategie di investimento in grado di generare un *blended return* così delineato sono definite socialmente responsabili (SRI) e, quindi, etichettate come sostenibili. Esse si collocano tra la finanza tradizionale, orientata solo al rendimento, e la filantropia, orientata solo alla creazione di valore sociale. Le varie sfumature delle strategie SRI si spostano da quelle più vicine alla finanza tradizionale, in cui la sostenibilità è declinata essenzialmente attraverso un principio di esclusione dall'universo investibile di emittenti che operano in settori controversi (ad es. gli armamenti o il gioco d'azzardo), a quelle più vicine alla filantropia, che hanno come obiettivo principale la creazione di valore sociale a cui subordinano il rendimento finanziario.

L'enorme successo della finanza SRI ha attirato, però, l'attenzione critica sia degli studiosi che dei regolatori. Infatti, circa 35 US\$ trillion di investimenti gestiti a livello globale hanno l'etichetta SRI (*Global Sustainable Alliance*, GSIA, 2021). La forte crescita di queste strategie finanziarie è soprattutto concentrata negli ultimi anni e spinge lo studioso a interrogarsi sulla natura del fenomeno, in particolare a chiedersi se esso è moda o cambiamento strutturale. Il regolatore è preoccupato, d'altro canto, di individuare possibili comportamenti opportunistici messi in atto da emittenti che si spacciano per sostenibili quando non lo sono (*green-washing* o *social-washing*), ingannando gli investitori.

Le caratteristiche della finanza SRI lasciano supporre che essa, più che una moda del momento, possa rappresentare un cambiamento duraturo nel modo di fare investimenti. Infatti essa nasce essenzialmente ad opera degli investitori istituzionali che, reagendo alle modifiche regolamentari e alle nuove informazioni finanziarie disponibili, hanno esteso le modalità di erogazione dei servizi

di investimento assimilando i mutamenti di scenario. Il GSIA segnala, infatti, che il 75% degli investimenti sostenibili è sottoscritto da istituzionali (in particolare quelli con obiettivi di lungo termine, come i fondi pensione e le compagnie di assicurazione) che si avvalgono delle strategie SRI offerte dai vari *asset manager*. Questi ultimi selezionano titoli di emittenti dotati un rating non finanziario che riflette la loro esposizione relativamente ai rischi ambientali, sociali e di *governance* (*environment, social and governance*, da ora: ESG) e, combinando questo nuovo set informativo con quello finanziario, elaborano strategie SRI per i beneficiari. La finanza sostenibile, dunque, appare più un'evoluzione che una moda all'interno dell'industria finanziarie, perché essa incorpora un nuovo insieme di informazioni pubblicamente disponibili all'interno di modelli di valutazione finanziaria. L'efficienza nel processo di selezione dei titoli beneficia dell'espansione del *set* informativo preesistente e si avvantaggia delle modalità attraverso le quali le nuove informazioni sono rese disponibili, ovvero i rating ESG. Le agenzie che lavorano per produrre punteggi ESG, infatti, offrono agli investitori un dato numerico che, complessivamente o per singolo *pillar* E/S/G, è facilmente integrabile nei sistemi di gestione del portafoglio titoli. Il grande successo della finanza SRI si spiega, dunque, sia per la maneggiabilità della nuova informazione sia per l'utilità che da essa se ne ricava: numerosi studi, infatti, rilevano come le strategie SRI, che si avvalgono dei rating non finanziari come base per individuare i titoli su cui investire, sono più efficienti nella mitigazione del rischio complessivo di portafoglio (Nofsinger e Varma 2014; Hencke, 2016). Questo aspetto chiarisce l'incremento dei fondi SRI (+144% secondo Morgan Stanley tra il 2004 e il 2018) e delle masse gestite con questi criteri (circa +70% YoY secondo GSIA).

La maggior parte del mercato SRI è composta da fondi che utilizzano i criteri ESG per selezionare i titoli da inserire in portafoglio, utilizzando una logica di sostenibilità *low cost* che concentra lo sforzo di realizzazione il *blended return* nella fase precedente l'investimento. Questo aspetto è tipico degli investitori istituzionali tradizionalmente passivi, che sono interessati a realizzare portafogli ben diversificati attraverso investimenti in quote non rilevanti. Tali investitori non hanno l'interesse ad instaurare un *engagement* con gli amministratori della società su temi specifici, come quelli della sostenibilità. Per questa ragione, all'interno della finanza SRI si stanno specializzando dei fondi a vocazione attiva, con particolare focus alle tematiche ESG. La realizzazione del *blended return* di questi fondi è, in ottica SRI, collegata alla loro capacità di incidere concretamente nelle decisioni societarie riguardanti temi ESG in una logica successiva all'investimento. L'impegno da essi profuso nel generare i rendimenti sia finanziari sia sociali è più elevato rispetto agli investitori passivi, però l'approccio *high cost* alla sostenibilità sembrerebbe essere più interessante in quanto maggiormente produttivo di miglioramenti in termini ESG (Dyck *et al.*, 2019).

Per questa ragione, è utile approfondire il tema delle strategie basate sull'*engagement*, evidenziandone i limiti, sia legislativi sia economici. In particolare, la discussione che anima il dibattito sulla *governance* societaria è proprio sulla capacità di incentivare gli *asset manager* ad agire in modo da massimizzare il valore dei beneficiari che rappresentano e, allo stesso tempo, il valore della società in cui investono. Dal momento che numerosi studi segnalano come le società più sostenibili sono anche meno rischiose (tra gli altri, El Goul *et al.*, 2011; Sassen *et al.*, 2016; Chen *et al.*, 2018), gli *asset manager* in grado di indirizzare le politiche aziendali verso un incremento dei valori ESG possono cogliere entrambi gli obiettivi se i costi delle strategie siano più che compensati dalla riduzione del rischio. In questo caso, incrementerebbero il valore della società e sarebbero in grado di soddisfare i *beneficial owners* dei loro servizi di investimento, essendo in grado di ottenere una remunerazione economica generando un impatto sociale positivo. Queste strategie *high cost* dovrebbero riflettere la propensione degli azionisti a sacrificare dei flussi di cassa in cambio di una maggiore sostenibilità del *business*, che significa minore rischio e creazione di valore in un'ottica di lungo termine. Piuttosto che utilizzare un approccio regolamentare, che potrebbe essere interpretato in modo formalistico dagli investitori, alcuni studiosi propongono di far esprimere espressamente gli azionisti su tematiche fondamentali riguardanti l'ambiente e la società (Hart e Zingales, 2017). In tal modo, gli istituzionali potrebbero definire delle linee guida scegliendo gli *asset manager* più convergenti al loro modo di interpretare la sostenibilità, disincentivando comportamenti passivi o reticenti (Gilson e Gordon, 2013) in particolare sui temi della sostenibilità.

L'altro grande tema della sostenibilità *high cost* riguarda l'*impact investing*, ovvero quelle strategie di finanza sostenibile che connettono il rendimento finanziario ad un obiettivo sociale o ambientale misurabile e definito *ex ante*. L'investitore sopporta il rischio di insuccesso del progetto su cui investe e deve essere in grado di valutare la rischioosità e monitorarne l'andamento. Anche in questo caso l'*effort* dell'investitore è notevole sia in termini di selezione del progetto d'investimento sia in fase di *design* contrattuale e successivo monitoraggio. Questa strategia, per la sua onerosità e perché richiede un'*expertise* molto elevata, raccoglie al momento un interesse piuttosto basso da parte degli investitori istituzionali, rappresentando meno del 2% dell'intero *asset under management* etichettato come SRI. Tuttavia, alcune soluzioni, come i *social impact bond* o i *development impact bond*, sono molto interessanti al fine di connettere le esigenze di rendimento con quelle di creazione di un valore sociale. I limiti nel disegno contrattuale e le modalità di contrattazione, che vede spesso il settore pubblico interagire con gli intermediari, rappresentano attualmente un ostacolo rilevante allo sviluppo di questo tipo di mercato.

Questo libro, dunque, cercherà di evidenziare quali siano le caratteristiche

delle principali strategie SRI mettendo in luce il ruolo degli investitori istituzionali ed i principali limiti che impediscono ad alcune soluzioni promettenti di affermarsi nel contesto della finanza sostenibile. Una precisazione importante va fatta fin sa subito. Siccome questo lavoro ha l'obiettivo di illustrare la finanza sostenibile nell'ottica di prodotto e di mercato, non sono stati approfonditi i temi dell'etica nella finanza e delle scelte morali degli investitori, chiaramente fondamentali quando si affrontano argomenti che richiamano l'importanza non solo del denaro nelle scelte economiche. Tuttavia, esaminare le questioni etiche nella finanza avrebbe richiesto un doveroso approfondimento che esulava dalle finalità più tecniche di questa esposizione.

Il primo capitolo inquadrerà la finanza sostenibile dandone una definizione e rappresentandone la dimensione nel mercato attuale, illustrando le varie forme di strategie SRI e la loro diffusione. Si affronterà il tema della misurazione della sostenibilità attraverso i rating ESG e le difficoltà insite nella quantificazione di performance non finanziarie. Nel secondo capitolo, invece, si affronta la questione del rapporto tra sostenibilità e creazione di valore, con particolare riferimento sia agli emittenti titoli sia ai fondi che utilizzano i criteri ESG nella composizione di portafoglio. Gli investimenti tematici e a impatto saranno oggetto del terzo capitolo, con particolare attenzione ai *green* e *social* bond. Infine, le tematiche relative all'*engagement* occuperanno l'ultimo capitolo, con un'analisi riguardante la misurabilità e l'efficacia della strategia di collaborazione attiva tra azionisti e manager sui temi della sostenibilità. Nelle conclusioni, infine, si tireranno le somme su cosa sappiamo e cosa non sappiamo della finanza sostenibile e sui temi di ricerca scientifica da sviluppare in tal senso.

Capitolo 1

Definizioni, strategie e rating ESG

Sommario: 1. Introduzione. – 2. Lo sviluppo della finanza sostenibile (cenni). – 3. Dimensione del mercato e strategie SRI. – 4. Le agenzie di rating ESG. – 4.1. La metodologia MSCI. – 4.2. La metodologia Refinitiv. – 4.3. Confronto fra le metodologie MSCI e TR. – 4.4. Complessità dell’analisi ESG e aspetti critici. – 5. Conclusioni.

1. Introduzione

La definizione di finanza sostenibile più utilizzata individua sotto questa etichetta tutte le strategie di investimento che, direttamente o indirettamente, hanno l’obiettivo di realizzare un rendimento socialmente condiviso assieme al ritorno economico atteso dall’investimento.

Secondo la formulazione della *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), condivisa anche da Eurosif e dal Forum Italiano per la Finanza Sostenibile, si può definire sostenibile ogni strategia di investimento che ricade sotto questa definizione:

“La finanza sostenibile è quell’insieme di strategie di investimento che considerano I fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nella composizione e gestione di portafoglio. Ai fini di questo report globale e per articolare il nostro lavoro nel modo più allargato possibile, GSIA utilizza una definizione inclusiva di finanza sostenibile, senza operare separazione alcuna tra essa e termini o locuzioni associabili, come finanza responsabile o finanza socialmente responsabile. Tutti questi approcci sono collettivamente denominati finanza SRI.¹”. GSIA Report, 2019.

¹“Sustainable investing is an investment approach that considers environmental, social and governance (ESG) factors in portfolio selection and management. For the purpose of this global report and for articulating our shared work in the broadest way, GSIA uses an inclusive definition of sustainable investing, without drawing distinctions between this and related terms such

Il riferimento esplicito alle tematiche ESG rende queste strategie di investimento direttamente connesse al rating non finanziario degli emittenti, dal momento che la valutazione preliminare della finanza SRI prende in considerazione questi aspetti in ordine allo sviluppo delle varie strategie.

È necessario dare la dovuta attenzione a questo passaggio, per evitare nella tentazione semplicistica di distinguere la finanza “buona”, che considera gli ESG, da quella “cattiva” o tradizionale, interessata soltanto ai risultati economici. In realtà, la finanza tradizionale o convenzionale non esplicita i vantaggi non finanziari che da essa derivano, in quanto si assume che, avendo l’obiettivo di creare valore sia per i beneficiari del servizio di investimento sia per i soggetti finanziati, la creazione di un valore condiviso sia implicito nel compito fiduciario che la finanza riveste nel contesto di mercato efficiente. In realtà vi sono due osservazioni al riguardo. La prima: chi si accorge di questo beneficio prodotto dalla finanza convenzionale? La seconda rimanda al tema dell’efficienza del mercato.

Circa la prima questione, Zingales (2015) ha evidenziato che, soprattutto dalla crisi finanziaria del 2008, la reputazione di cui gode la finanza presso l’opinione pubblica non è mai stata così bassa, per cui i benefici che essa genera sono riconosciuti soltanto da una minoranza della popolazione, fatta di studiosi e di esperti del settore, consapevoli delle ricadute positive di una finanza al servizio della persona. Essa aiuta a scomporre e gestire i rischi, in modo da rendere più efficiente il processo economico (Froot *et al.*, 1993) e a segnalare al mercato, attraverso i prezzi delle attività finanziarie scambiate, quali sono le attività economiche più meritevoli di investimento, incrementando così l’allocazione efficiente delle risorse (Hayek, 1945; Holmstrom e Tirole, 1993). D’altro canto, una buona finanza attenua le asimmetrie informative (Myers e Majluf, 1984) ed è in grado, attraverso gli investitori istituzionali, di monitorare le attività economiche degli emittenti finanziati (Diamond, 1984). Spostando l’attenzione dai benefici meramente finanziari a quelli più generali, vi sono numerosi contributi che spiegano come la finanza possa aiutare la crescita economica dei paesi (tra gli altri, Levine, 2005) e quanto l’imprenditorialità e l’innovazione siano stimolati dalla presenza di investitori in grado di scommettere su nuovi modi di produrre e su nuove tecnologie (Guiso *et al.*, 2004; Mollica e Zingales, 2008). Alcuni studiosi hanno anche evidenziato come la finanza sia in grado di ridurre le disuguaglianze sociali perché essa è positivamente correlata all’*education* (Flug *et al.*, 1998; Levine e Rubinstein, 2014) e, inoltre, rende inefficienti le strategie di rendita, per cui costringe a mettere in gioco i capitali accumulati (Beck *et al.*, 2007).

as responsible investing and socially responsible investing. These are collectively referred to as sustainable investing or SRI.”

Come mai, allora, dati tutti questi benefici, esiste un gap significativo tra quanto benefica può essere la finanza e ciò che è percepito al di fuori dei circoli accademici o professionali²? Certamente la finanza è da sempre una delle attività economiche che suscita più critiche da tempi remoti³ perché è vista come modalità di estrazione di benefici immeritati a danno della società operosa.

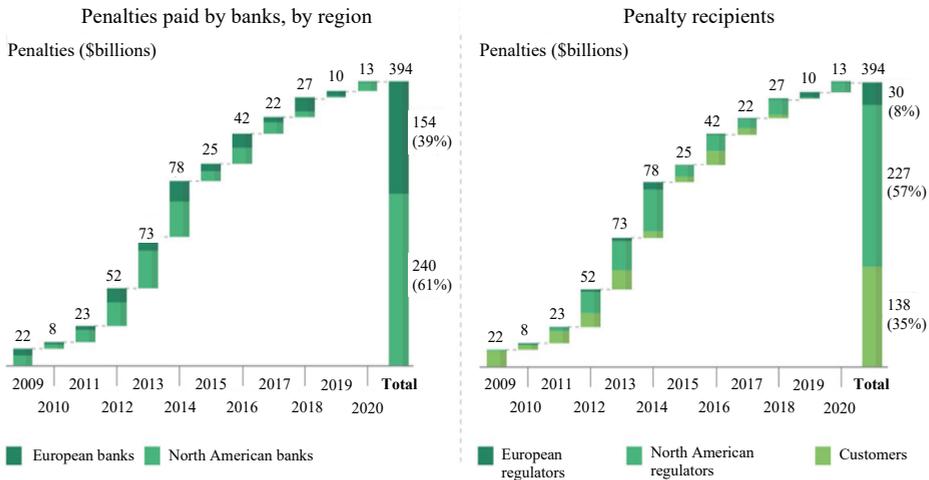
In realtà, ciò che più ha acuito la cattiva reputazione della finanza moderna è stato il suo progressivo distacco dall'economia reale. E qui s'innescano il secondo interrogativo riguardante l'efficienza dei mercati. Gli eccessi speculativi, che hanno visto la finanza investire su sé stessa piuttosto che in settori produttivi, e l'atteggiamento manipolatorio, che ha caratterizzato gli scandali finanziari più recenti, hanno allontanato la finanza dall'economia reale e messo in luce quanto pericoloso possa essere il settore finanziario se popolato da persone che non si curano delle ricadute dei loro comportamenti⁴. Le crisi finanziarie hanno messo in evidenza quanto il paradigma dell'efficienza dei mercati fosse errato, dal momento che essi non sono in grado di autoregolarsi nell'allocazione efficiente delle risorse quando manca un'etica dei comportamenti.

Una "questione morale" esiste in finanza come in tutte le attività umane. Però se un settore riesce ad accumulare multe per 394 miliardi US \$ in dieci anni a causa delle cattive condotte regolamentari, allora vuol dire che ha un problema rilevante.

²Una ricerca condotta da Social Science Research nel 2014 per conto della Chicago Booth-Kellogg School rilevava che, alla domanda. "(...) ritiene che il settore finanziario nazionale abbia beneficiato o danneggiato l'economia statunitense?", il 48% rispondeva che la finanza aveva senz'altro danneggiato l'economia contro il 34% che, invece, riteneva essa avesse arrecato benefici al sistema economico.

³Basti pensare a quanto nell'Antico Testamento veniva scritto a proposito del prestito a interesse: "Se tu presti denaro a qualcuno del mio popolo, all'indigente che sta con te, non ti comporterai con lui da usuraio: voi non dovete imporgli alcun interesse" (Libro dell'Esodo, 22:24).

⁴"I have seen five different managing directors refer to their own clients as 'muppets,' sometimes over internal e-mail" scrive Greg Smith in "Why I Am Leaving Goldman Sachs," *New York Times*, 14 marzo 2012.

Figura 1. – Sanzioni per non-compliance pagate dalle banche (Stati Uniti ed Europa)

Note: The sample covers the 50 largest European and US banks. Data through 2015 includes only the penalties, fines, and settlements that surpass \$50 million; data since 2015 includes only the penalties, fines, and settlements that surpass \$20 million. Values may not add up to the totals shown.

Fonte: Report BCG, Global Risk 2021.

Il dato rappresentato in figura 1 sottostima il fenomeno, dal momento che esso è relativo alle sanzioni inflitte dalle autorità di vigilanza al solo settore bancario e relativo ad un campione ristretto alle 50 banche più importanti europee e statunitensi. Inoltre, esso considera solo le sanzioni di importo superiore ai 50 milioni US \$ fino al 2015 e fino ai 20 milioni US \$ dal 2016 in poi. Qualunque sforzo di ricondurre la finanza verso logiche di creazione di valore condiviso svanisce se manca l'etica nei comportamenti individuali, tanto più in un settore caratterizzato da una profonda asimmetria informativa.

Ecco perché nasce l'esigenza di una finanza sostenibile, ovvero che ripristini il collegamento con la realtà economica e lo espliciti in modo chiaro, attraverso dei fattori misurabili come gli indicatori ESG. Il successo di questo tipo di finanza, che vede oggi quasi 35 mila miliardi di US \$ di masse gestite, o non significa che nel mondo finanziario vi sia stata un'improvvisa svolta etica: il tema è particolarmente importante e pone una sfida significativa sia al mondo della finanza sia a quello dell'accademia circa l'adeguata formazione delle persone che lavorano nel settore finanziario. Ovviamente qualsiasi cambiamento culturale è lento e richiede un approccio complesso; tuttavia, è innegabile che la pressione sociale e le norme di comportamento che caratterizzano le società moderne influenzano in modo più pervasivo che in passato i comportamenti

degli operatori. Il riconoscimento sociale che, insieme alla soddisfazione economica, rappresenta una componente fondamentale della soddisfazione che si trae dalla propria attività lavorativa (Hayek, 1967) è oggi sentito come una necessità nel mondo della finanza e questo incentivo spinge verso comportamenti che includono la creazione di valore sociale all'interno dell'attività d'investimento⁵. Che le *social norms* esercitino una certa pressione sugli *asset manager* e sugli *asset owners* è stato anche dimostrato da Dyck *et al.* (2019), i quali hanno evidenziato come le scelte degli investimenti e i loro impatti si differenzino a seconda del contesto culturale dei paesi di appartenenza degli investitori. Bisogna, però, prestare attenzione a non cadere nell'errore di accettazione acritica di un nuovo paradigma, che sostituisce quello precedente del mercato efficiente con quello della finanza sostenibile: è bene comprendere che quest'ultima rappresenta un'evoluzione del mercato, che ingloba nuove informazioni e anche mutate esigenze di azionisti e investitori. Ma bisogna non cadere nella tentazione di considerare come “buono” tutto ciò che ha un aggettivo “green” o “social”.

La finanza SRI è un segnale distintivo, coerente con obiettivi non finanziari (ESG) e concretamente osservabile, di un'azione d'investimento che li differenzia dagli altri che operano nella finanza in maniera tradizionale, ovvero non-ESG. Per questa ragione, dopo aver fatto un breve cenno all'evoluzione storica della finanza sostenibile e dato qualche riferimento sull'attuale condizione del mercato, il capitolo approfondirà il tema degli ESG, ovvero gli ingredienti più rilevanti utilizzati dal mondo della finanza per comporre strategie di investimento sostenibile. Infatti, questa finanza nasce anche sulla spinta di novità regolamentari che hanno arricchito l'insieme delle informazioni disponibili, imponendo alle società quotate la pubblicazione di documenti che riportano dati e informazioni di natura non finanziaria. Questo nuovo insieme di informazioni espande la conoscenza anche ad aree che la finanza convenzionale non copriva, ma che sono particolarmente rilevanti per spiegare anche la sostenibilità economica del *business*. I rating ESG sono, dunque, la modalità prevalente che il sistema finanziario adotta per quantificare queste nuove informazioni disponibili in uno *score* che ben si integra con le tecniche tradizionali di composizione e gestione di portafogli titoli. Sono nati nuovi operatori, ovvero le agenzie di rating non finanziario, che offrono al mercato questo nuovo tipo di analisi e che stanno evolvendo sia nell'affinare le metodologie utilizzate sia nel rendere più efficiente il processo di analisi, attraverso operazioni di partnership o di con-

⁵ Il CEO di Blackrock, Larry Flint, ha scritto una lettera ai propri colleghi invitandoli alla ricerca di senso, non solo economico, nella conduzione del loro *business*. In essa, egli sostiene come vi sia un nesso tra profitto e valori non economici, in quanto tenere conto di questi comporta imprese più sane e durature.

centrazioni che consentono di estendere la copertura ESG ad un numero sempre più elevato di emittenti titoli.

Questo capitolo cercherà di dare un quadro introduttivo della finanza sostenibile e anche un insieme di informazioni volte a far comprendere la complessità del mondo ESG che rappresenta la base delle valutazioni non finanziarie sottostanti i processi di finanza sostenibile.

2. Lo sviluppo della finanza sostenibile (cenni)

La finanza ha da tempi remoti suscitato l'interrogativo circa la natura della sua funzione e degli obiettivi che con essa si possono realizzare. L'interrogativo di base, che ha occupato le riflessioni di filosofi e teologi, ha da tempi antichi riguardato innanzitutto la liceità morale nella percezione di un rendimento a fronte di un'attività di prestito di denaro.

Artistotele nell'Etica Nicomachea spiegava come qualunque remunerazione collegata all'attività di prestito di denaro fosse moralmente inaccettabile, dal momento che solo il lavoro fisico o intellettuale può generare ricchezza mentre quella prodotta dal denaro era dannosa.

In ambito teologico, la proibizione dell'interesse trovava radici nelle Scritture ("Non farai al tuo prossimo prestiti ad interesse", Deuteronomio, 23, 19-20; "E se prestate a coloro da cui sperate ricevere, che merito ne avrete?", Vangelo di Luca, 6-34), al punto che fino al Basso Medioevo vi era la esplicita condanna della concessione di un mutuo a titolo oneroso, dal momento che il mutuante si appropriava indebitamente di un "bene comune" quale era il tempo, utilizzato per calcolare gli interessi.

Sulla spinta della crescita economica e delle esigenze dei commerci, però, dal 1200 in avanti iniziò una graduale apertura nella considerazione degli interessi che culmina col pensiero di San Tommaso in tema di finanza (Salutati, 2014).

Infatti, rompendo il fronte che monoliticamente si schierava contro qualsiasi forma di remunerazione del capitale, San Tommaso opera una distinzione tra capitale ozioso, che non merita un rendimento, e capitale di rischio, che, invece, conferisce il diritto ad una remunerazione. La natura di questo rendimento è, dunque, estrinseca in quanto legata al compenso che il finanziatore riceve quale contropartita del rischio dell'investimento. Il capitale attivo, dunque, merita un riconoscimento in termini di interesse perché, sopportando un rischio, produce un bene comune.

Partendo da questa base filosofica, in Occidente i fondi religiosi hanno iniziato a valutare la rischiosità complessiva delle attività finanziate, verificandone sia le condizioni finanziarie sia quelle morali. Infatti, se la percezione di un

rendimento veniva giustificata dalla compartecipazione al rischio, bisognava anche verificare che il rendimento fosse generato da attività economiche non in contrasto coi valori professati dai fondi di origine religiosa. Già a partire dal XVIII secolo i Quaccheri rifiutarono di trarre profitto dalla guerra e dal traffico degli schiavi. Tuttavia, il primo fondo che impostava in maniera sistematica l'investimento secondo criteri etici nacque negli Stati Uniti nel 1928. Pioneer Fund, il primo fondo a vocazione etica, attirava gli investimenti dei protestanti e selezionava i titoli distinguendo le *sin stocks* dalle altre attività finanziabili. Il tabacco, l'alcool e il gioco d'azzardo furono considerati settori non investibili, per cui il fondo per primo adoperò un criterio di esclusione basato su principi etici.

La finanza etica fu, però, marginale fino agli anni '70 del secolo scorso, quando la contestazione fece emergere istanze sociali che alcuni investitori cercarono di integrare nella logica di portafoglio. In particolare, l'evento della guerra in Vietnam stimolò l'attivismo dei fondi religiosi e delle fondazioni universitarie americane, che si rifiutarono di investire in imprese americane che partecipavano allo sforzo bellico. Questa occasione vide per la prima volta anche il mondo laico partecipare attivamente alla finanza etica e, da parte loro, i fondi religiosi compresero che per incidere in maniera concreta nel miglioramento del mondo bisognava, attraverso le regole del mercato, rendere attraenti gli investimenti che avevano anche obiettivi etici. Il primo fondo comune d'investimento che nacque con questa logica fu il Pax World Fund, creato nel 1971 da due padri metodisti che escludevano dall'universo investibile tutte le imprese coinvolte nel settore degli armamenti e in altre attività moralmente controverse. Inoltre, essi valorizzavano le imprese che avevano rispetto per l'ambiente e per i diritti dei lavoratori, configurando un inizio di quella che oggi è definita finanza sostenibile.

Parallelamente, negli Stati Uniti si era diffusa la consapevolezza dell'importanza di monitorare le attività delle grandi *corporation* attraverso i fondi d'investimento, anche grazie alla pubblicazione di alcuni report che evidenziavano la tendenza a massimizzare il profitto a scapito della qualità dei prodotti⁶. Gli investitori etici, quindi, compresero di non potersi limitare soltanto alla definizione di criteri di esclusione ma che avrebbero dovuto essere attivi come azionisti anche all'interno delle società investibili al fine di monitorarne la responsabilità nell'agire economico. Nel 1971, la chiesa episcopale degli Stati Uniti presenta una risoluzione nei confronti di General Motors per il ritiro delle proprie attività dal Sud Africa a causa del regime di segregazione razziale in

⁶Nel 1965 Ralph Nader, politico attivista per i diritti dei consumatori, pubblicò "Unsafe at Any Speed", un libro-inchiesta in cui si denunciava la mancanza di sicurezza di molte automobili statunitensi.

vigore in quel paese. Questa risoluzione rappresenta la prima grande iniziativa di azionariato attivo, che getta le basi per la fondazione dell'*Interfaith Center on Corporate Responsibility* (ICCR), il network più grande al mondo per la promozione dell'azionariato attivo sui temi sociali e ambientali, che oggi raccoglie 300 organizzazioni con *asset* gestiti per 200 miliardi di US \$ (Viscovi e Di Turi, 2017).

Nel 1977, padre Leon Sullivan, che sedeva nel *board* di General Motors, elaborò un codice di condotta che rappresenta un primo tentativo di definizione dei temi relativi alla responsabilità sociale d'impresa. I *Sullivan Principles* erano sette, tutti riferibili alla parità di trattamento tra lavoratori indipendentemente dal colore della pelle: uguaglianza di accesso degli ambienti di lavoro e degli ambienti comuni; uguaglianza tra lavoratori nei rapporti contrattuali; uguaglianza nella remunerazione, a parità di mansioni svolte; uguaglianza nei diritti a essere formati nelle proprie mansioni; riequilibrio del rapporto tra bianchi e neri nelle posizioni manageriali e di supervisione; miglioramento della qualità della vita per i lavoratori di colore con riferimento alle abitazioni, al trasporto e all'accesso alle cure mediche; l'impegno della società ad eliminare le condizioni di disparità tra lavoratori insite in leggi e consuetudini. Durante la campagna di disinvestimento dal Sud Africa, questi principi furono adottati da 125 grandi *corporation* americane che operavano in quel paese e 100 di queste società furono costrette a ritirarsi dal Sud Africa a causa del permanere delle condizioni di segregazione.

Negli anni '80 una nuova ondata di disinvestimenti colpì il settore del tabacco, a seguito degli scandali riguardanti la manipolazione del prodotto. La finanza etica si affaccia anche in Europa, dove esisteva il solo fondo svedese *Aktie Ansvar Myrberg*, lanciato nel 1965. Nel 1983 viene lanciato *Nouvelle Strategies Fund*, primo fondo etico francese; nel 1984 nel Regno Unito nasce *Friends Provident Stewardship Fund*.

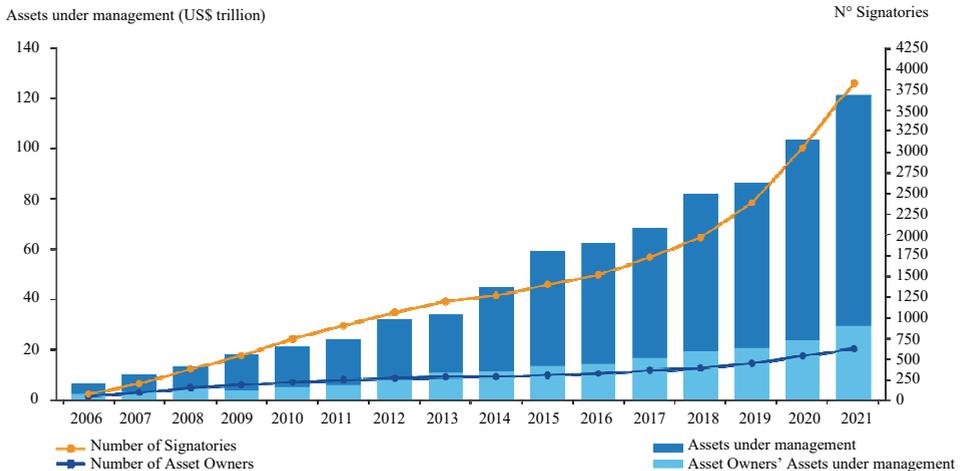
Il primo evento di finanza socialmente responsabile risale al 1990, quando negli Stati Uniti venne organizzata la conferenza "*SRI in the Rockies*" che ebbe una eco mondiale. Oggi la *SRI Conference* si tiene annualmente e rappresenta uno degli eventi più importanti nel settore della finanza responsabile. Il primo report sulla finanza sostenibile è emesso nel 1995 (*Trend Report on SRI Finance*) e consegna il primo dato sulle masse gestite che hanno questa esplicita denominazione: 639 miliardi di US \$. In Italia, il primo fondo etico è Sanpaolo Azionario Internazionale Etico del 1997, mentre il primo indice azionario SRI globale nasce nel 1999, creato dal Dow Jones e denominato *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI). Nel 2000 una nuova campagna attivista colpisce le società in affari con il Sudan, per via del genocidio nella regione del Darfur.

Il primo indice europeo sulla sostenibilità risale al 2001, quando la Borsa di Londra crea il FTSE-4Good, un indice azionario SRI che diventerà il più utiliz-

zato al mondo assieme al DJSI. In quell'anno, nasce anche il Forum per la Finanza Sostenibile, la principale organizzazione italiana per la promozione della sostenibilità negli investimenti finanziari. Le Nazioni Unite, dopo aver inglobato i *Sullivan Principles*, lanciano i PRI, ovvero i *Principles for Responsible Investments* nel 2006. Le adesioni al PRI implicano l'adozione di un codice di condotta nell'investimento che segue i principi della finanza SRI.

Il primo dato disponibile a livello aggregato sullo sviluppo della finanza SRI arriva nel 2012, quando i diversi network della finanza sostenibile europea, statunitense, asiatica e canadese confluiscono nella *Global Sustainable Investment Alliance*. Il primo report quantifica in 13 mila miliardi di US \$ trillion gli asset under management delle diverse strategie che diventeranno 18 mila miliardi di US \$ nel 2014, 23 mila miliardi di US \$ nel 2016, 30 mila miliardi di US \$ nel 2018 e 35 mila miliardi di US \$ nel 2020. Lo sviluppo così intenso è connesso da un lato all'incremento del numero degli investitori aderenti ai codici PRI e dall'altro alla sempre maggiore consapevolezza dell'importanza della sostenibilità, a cui hanno contribuito sia la crisi finanziaria del 2008 sia la campagna di informazione sul cambiamento climatico.

Figura 2. – *Investitori aderenti al PRI*



La figura 2 è relativa al numero di organizzazioni aderenti al PRI.

3. Dimensione del mercato e strategie SRI

La dimensione degli *asset under management* (AuM) etichettati come finanza sostenibile ha raggiunto la ragguardevole cifra di 30 US \$ trillion (GSIA, 2019). La diffusione per aree geografiche indica una concentrazione in Europa, ma con crescita significativa anche negli Stati Uniti e Giappone.

Figura 3. – *Diffusione della finanza sostenibile*

FIGURE 1 Snapshot of global sustainable investing assets, 2016-2018-2020 (USD billions)

REGION	2016	2018	2020
Europe*	12,040	14,075	12,017
United States	8,723	11,995	17,081
Canada	1,086	1,699	2,423
Australasia*	516	734	906
Japan	474	2,180	2,874
Total (USD billions)	22,839	30,683	35,301

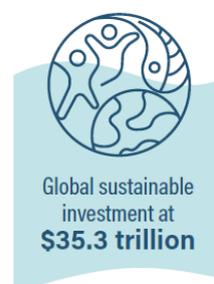


FIGURE 2 Snapshot of global assets under management 2016-2018-2020 (USD billions)

REGIONS	2016	2018	2020
Total AUM of regions	81,948	91,828	98,416
Total sustainable investments only AUM	22,872	30,683	35,301
% Sustainable investments	27.9%	33.4%	35.9%
Increase of % sustainable investments (compared to prior period)		5.5%	2.5%



Fonte: GSIA, 2021.

In termini assoluti, la finanza SRI europea è quella più importante, seguita dal mercato statunitense e da quello giapponese. Tuttavia, se si considera l'effettivo peso che essa rappresenta sull'intera industria del risparmio, la finanza sostenibile costituisce il 63% degli investimenti complessivi in Australia/Nuova Zelanda e quasi il 50% in Canada e in Europa contro il 25% degli Stati Uniti e il 18% del Giappone.

Figura 4. – *Trend della finanza sostenibile*

FIGURE 3 Growth of sustainable investing assets by region in local currency 2014-2020

	2014	2016	2018	2020	GROWTH PER PERIOD			COMPOUND ANNUAL GROWTH RATE (CARG) 2014-2020
					GROWTH 2014-2016	GROWTH 2016-2018	GROWTH 2018-2020	
Europe* (EUR)	€9,885	€11,045	€12,306	€10,730	12%	11%	-13%	1%
United States (USD)	\$6,572	\$8,723	\$11,995	\$17,081	33%	38%	42%	17%
Canada (CAD)	\$1,011	\$1,505	\$2,132	\$3,166	49%	42%	48%	21%
Australasia* (AUD)	\$203	\$707	\$1,033	\$1,295	248%	46%	25%	36%
Japan (JPY)	¥840	¥57,056	¥231,952	¥310,039	6,692%	307%	34%	168%

Fonte: GSIA, 2021.

I trend evidenziano una forte crescita nel periodo complessivo, con un'unica eccezione data dal mercato europeo nel biennio 2018-2020 che sperimenta un decremento dovuto all'introduzione della *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFRD) che ha chiarito l'obbligo in capo agli investitori istituzionali di maggiore trasparenza in termini di prodotti etichettati come sostenibili.

Le strategie di gestione sono classificate a seconda se esse siano più vicine alle logiche finanziarie o filantropiche. Alcune di esse sono strategie *ex ante*, in quanto elaborate nella fase precedente l'investimento e basate su specifici criteri di inclusione; altre sono strategie *ex post*, dal momento che la creazione di valore sociale condiviso avviene attraverso la partecipazione attiva e l'esercizio di attività di monitoraggio. In genere le strategie *ex ante* richiedono un *effort* nella produzione di rendimento sociale più basso rispetto a quelle *ex post*, per cui possiamo definire le prime *low cost SRI* e le seconde *high cost SRI*. Una menzione a parte merita l'*impact investing*, che è una strategia *high cost* che seleziona i progetti di investimento *ex ante* in maniera attiva, partecipando alla definizione dei parametri di impatto, e contribuisce *ex post* alla creazione di rendimento condiviso attraverso uno sforzo di monitoraggio successivo alla fase di investimento.

La figura 5 riassume lo spettro della finanza SRI attraverso le varie strategie implementate.